

RAPPORT ANNUEL

2001

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 de la Banque de France : Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

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

Adjoint au Chef du secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre : Patrick HAAS

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

Rédactrice en chef : Marie-Laure DREYFUSS, Direction générale des Études et des Relations internationales

Rédacteurs :

Vue d'ensemble	Secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre : Patrick HAAS
Chapitre 1	Direction générale des Études et des Relations internationales : Dominique NIVAT, Sylvie RENOTON-MARILLIA, Olivier VIGNA (DBDP), Christian BARONTINI, Julia GUÉRIN (DEER), Benoît COUGNAUD, Pierre-Michel FREMANN (DRIE) Secrétariat général de la Commission bancaire : Laurent LE MOUËL (CBSURV) Direction générale des Opérations : Françoise MAGNAN-MARIONNET, Olya RANGUELOVA, Cyrille STEVANT (DOM), François-Louis MICHAUD (DEMREP)
Chapitre 2	Direction générale des Études et des Relations internationales : Patrick BRANTHOMME, Frédéric WILHELM (DESM), Dominique NIVAT, Alain DREYFUS, Olivier VIGNA (DBDP), Catherine ADENOT, Emmanuel KURTZ (DEER), Jean-Patrick YANITCH (DRIE) Caisse générale : Natacha ISSLAME (DECP) Secrétariat général de la Commission bancaire : Pierre-Marie ABADIE, Jean-Luc CAYSSIALS, Nicolas FLEURET (CBSURV) Direction générale des Opérations : Christophe ARNAUD (DECEI), Alexandre DUVIVIER, Christine-Marie SAHATDJIAN (DEMREP), Sylvain GOUTERON, Françoise MAGNAN-MARIONNET (DOM), Christine BARDINET (DSP) Euronext : Frédéric MAILLET
Chapitre 3	Direction générale des Études et des Relations internationales : Jean-Charles BRICONGNE, Patrick BRANTHOMME, Dominique DURANT, Élisabeth FONTENY, Hervé GRANDJEAN, Régine MONTFRONT-MONCOMBLE (DESM), Christine GOURVENEC (DBDP), Bruno RIZZARDO (DCONJ) Secrétariat général de la Commission bancaire : Philippe BUI (CBSURV) Secrétariat général : Sylvie PEROTTO, Jean-Luc VATIN (SGRESO) Direction des Services juridiques : Anne-Marie MOULIN SOFRES : Frédéric CHASSAGNE INSEE : Alice TANAY
Chapitre 4	Direction générale des Études et des Relations internationales : Francis LE FALHER, Laurence HEN, Laurent MAURIN, Régine MONTFRONT-MONCOMBLE, Sophie SCHULLER, Frédéric WILHELM (DESM), Claire LOUPIAS (DEER) Secrétariat général de la Commission bancaire : Nathalie DOMEAU, François GIZARD (CBSURV), Bruno LONGET (CBDCEC), Isabelle PERCHOC (CBSURV) Secrétariat général : Philippe LE BRETON (TITRES), François SAUVAGE (DE) Direction générale des Opérations : Didier LEROI, Françoise MAGNAN-MARIONNET, Lionel PAWLAK (DOM), Antoine BIARD, François HAAS, Claude NEVEU (DEMREP) Agence France Trésor : François NAUDIN
Chapitre 5	Direction générale des Études et des Relations internationales : Pierre CAUSSÉ (DBDP) Direction générale des Opérations : Marc ANDRIES, Christine BARDINET, Macha BRONNER, Carlos MARTIN, Christine SAMPIC (DSP) Direction des Services juridiques : Jean-Christophe CABOTTE, Anne-Marie MOULIN Caisse générale : Natacha ISSLAME (DECF) Direction du Trésor

CBDCEC : direction du Contrôle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

CBSURV : direction de la Surveillance générale du système bancaire

DBDP : direction de la Balance des paiements

DCONJ : direction de la Conjoncture

DE : direction des Entreprises

DECEI : direction des Établissements de crédit et des publications économiques

DECF : direction de l'Émission et de la Circulation fiduciaire

DEER : direction des Études économiques et de la Recherche

DEMREP : direction des Études de marché et des relations avec la place

DESM : direction des Études et statistiques monétaires

DOM : direction des Opérations de marché

DRIE : direction des Relations internationales et européennes

DSP : direction des Systèmes de paiement

SGRESO : direction du Réseau

TITRES : direction des Titres

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, Dominique RÉGNIER, Philippe SION.

Relecture : Catherine RICHARD, Françoise MASSÉ et Dominique RÉGNIER.

CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

RAPPORT ANNUEL 2001

SOMMAIRE

VUE D'ENSEMBLE	1
CHAPITRE 1 – L'ENVIRONNEMENT FINANCIER INTERNATIONAL	9
Introduction : les flux internationaux de capitaux entre les trois principales zones économiques mondiales	11
1.1. LES ASPECTS FINANCIERS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE EN 2001	17
1.1.1. Les États-Unis	17
1.1.2. Le Japon.....	20
1.1.3. La zone euro	23
1.1.4. L'équilibre épargne-investissement dans le monde	25
1.2. LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX EN 2001.....	27
1.2.1. Les marchés de devises : l'euro, le dollar et le yen.....	27
1.2.2. Les marchés boursiers	29
1.2.3. Les marchés de taux	31
1.3. CRISES FINANCIÈRES ET RÉGULATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE EN 2001.....	34
1.3.1. Les crises financières en Argentine et en Turquie.....	34
1.3.2. La réflexion sur la restructuration des dettes souveraines.....	35

FICHES THÉMATIQUES

1.a. L'activité bancaire des centres « <i>offshore</i> »	39
1.b. La recapitalisation du secteur bancaire au Japon	45
1.c. Les résultats pour la place de Paris de l'enquête triennale BRI sur les marchés des changes et les produits dérivés de gré à gré en avril 2001	49
1.d. Les enceintes internationales dans le domaine monétaire et financier	57
1.e. Le concept géographique de zone dollar	61
1.f. Le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres	67

CHAPITRE 2 – L'ESPACE FINANCIER EUROPÉEN

Préambule : le passage à l'euro fiduciaire	77
2.1. LA CONVERGENCE FINANCIÈRE EN EUROPE	79
2.1.1. L'état d'intégration des marchés au sein de la zone euro	79
2.1.2. L'avancement de la réglementation	80
2.1.3. L'harmonisation de la fiscalité de l'épargne	83
Encadré : – dispositions relatives à l'harmonisation de la fiscalité des produits à taux fixe	87
2.1.4. La convergence des systèmes bancaires et financiers	87
Encadrés : – convergence des éléments de bilan des systèmes bancaires et financiers européens	89
– point particulier sur la convergence des créances des systèmes bancaires européens	90
2.2. LES FINANCEMENTS ET LES PLACEMENTS DE LA ZONE EURO	91
2.2.1. Les placements financiers au sein de la zone euro	92
2.2.2. Les financements des agents non financiers au sein de la zone euro	93
2.3. LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LA POSITION EXTÉRIEURE DE LA ZONE EURO	96
2.3.1. La balance des paiements de la zone euro	96
2.3.2. La position extérieure de la zone euro	100

FICHES THÉMATIQUES

2.a. Le rapport Lamfalussy et sa mise en œuvre	103
2.b. Euronext	107
2.c. Le rapport Charzat	113
2.d. L'attractivité relative de la France au regard de trois indicateurs macrofinanciers	115
2.e. L'état de la convergence des systèmes financiers dans les pays d'Europe centrale et orientale, candidats à l'Union européenne	121
2.f. L'utilisation de la notion de « flottant » dans la construction des indices sur actions	129
2.g. La concentration du système bancaire français	133

CHAPITRE 3 – LES FINANCEMENTS ET PLACEMENTS EN FRANCE.....	139
Introduction : l'équilibre des comptes financiers	141
3.1. LE COMPORTEMENT FINANCIER DES MÉNAGES	147
3.1.1. Les comportements de placement des ménages	148
3.1.2. Les comportements d'endettement des ménages.....	153
3.2. LE COMPORTEMENT FINANCIER DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	156
3.2.1. Les comportements de placement des sociétés.....	159
3.2.2. Les comportements de financement des sociétés.....	160
3.3. LE COMPORTEMENT FINANCIER DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES.....	163
3.3.1. Les soldes financiers	163
3.3.2. Les opérations financières.....	166
3.4. LES OPÉRATIONS FINANCIÈRES DE LA FRANCE AVEC L'ÉTRANGER	169
3.4.1. Les opérations sur actions ont fortement ralenti en raison du repli des opérations de fusions-acquisitions	170
3.4.2. Les entrées nettes de capitaux sur les produits de taux se sont de nouveau accrues	170
3.4.3. Le solde des opérations de prêts et de dépôts est devenu débiteur.....	171
3.4.4. Les autres opérations présentent un solde assez faible et influent assez peu sur l'équilibre du compte financier du reste du monde	171

FICHES THÉMATIQUES

3.a. Le passage du compte financier de la balance des paiements et de la position extérieure aux comptes nationaux financiers	175
3.b. L'évaluation des patrimoines en « actions cotées » et en « actions non cotées ».....	181
3.c. La détention des actifs financiers : comparaison entre les enquêtes de l'INSEE et de TNS SOFRES.....	189
3.d. L'épargne salariale.....	197
3.e. L'épargne réglementée	203
3.f. Typologie des surendettés et traitement du surendettement d'après l'enquête réalisée par la Banque de France en 2001	209
3.g. Les normes comptables (<i>fair value</i>).....	215
3.h. Le processus de codification des textes juridiques	219
3.i. Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2001	223

CHAPITRE 4 – LES MARCHÉS DE CAPITAUX ET L’INTERMÉDIATION FINANCIÈRE	227
4.1. L’ACTIVITÉ DES INTERMÉDIAIRES FINANCIERS.....	229
4.1.1. Les institutions financières monétaires (hors Banque de France et OPCVM monétaires)	229
4.1.2. Le secteur des assurances	234
4.1.3. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières	240
4.1.4. Les fonds communs de créances	242
4.1.5. Les activités de l’Agence France Trésor en 2001	243
Encadré : l’Agence France Trésor	245
4.2. L’ACTIVITÉ DES MARCHÉS.....	247
4.2.1. Les marchés primaires	247
4.2.2. Les marchés secondaires	253
4.3. LA PART DE L’INTERMÉDIATION FINANCIÈRE EN 2001	255
4.3.1. L’analyse en termes de flux	256
4.3.2. L’analyse en termes d’encours	257
 FICHES THÉMATIQUES	
4.a. La conservation des titres en France : un métier et un paysage en pleine mutation.....	261
4.b. Les comptes financiers des sociétés d’assurance : comparaison entre les statistiques de la FFSA et de la comptabilité nationale	265
4.c. Le taux d’intermédiation financière : aspects méthodologiques.....	269
4.d. La sensibilité des banques françaises aux mouvements de taux d’intérêt.....	273
4.e. La gestion indicielle	279
4.f. Les établissements de crédit et la communication financière	285
4.g. La cotation des entreprises par la Banque de France et le nouveau contexte de l’analyse du risque de crédit.....	291
4.h. Le marché des dérivés de crédit : caractéristiques, évolution récente et premier bilan	297
 CHAPITRE 5 – LES MOYENS DE PAIEMENT ET LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT	303
5.1. LES ÉVOLUTIONS EN MATIÈRE DE SURVEILLANCE	305
5.2. LES INSTRUMENTS ET LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE	306
5.2.1. Les instruments de paiement	306
5.2.2. L’échange d’images-chèques	307
5.2.3. La sécurité des cartes de paiement	308
5.2.4. La monnaie électronique	308
5.2.5. Les paiements transfrontières de détail	309

5.2.6. Le système interbancaire de télécompensation (SIT) et les chambres de compensation.....	309
5.3. LES SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MONTANTS ÉLEVÉS.....	310
5.4. LA COMPENSATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS.....	312
5.5. LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DE TITRES.....	312
5.6. LA MONNAIE FIDUCIAIRE.....	313
5.6.1. La monnaie fiduciaire à la veille du passage à l'euro.....	313
5.6.2. Les travaux de préparation à l'euro fiduciaire	316
Encadré : la cellule FINATER	319

FICHES THÉMATIQUES

5.a. Les parts de l'euro et du dollar dans les règlements de transactions courantes de la France	321
5.b. L'économie numérique.....	325
5.c. Le marquage des billets	329
5.d. Le retrait du cours légal des billets et des pièces en francs	331
5.e. La continuité des contrats : le basculement en euros des comptes et des contrats en francs	335

ANNEXES

LES ACTIVITÉS DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE EN 2001	341
COMPOSITION DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE AU 31 DÉCEMBRE 2001.....	345
INDEX	351

VUE D'ENSEMBLE

1. Environnement financier international : ralentissement économique généralisé et persistance des déséquilibres financiers

Le ralentissement économique intervenu aux États-Unis, en fin d'année 2000, qui a été accentué par les attentats perpétrés à New York et Washington le 11 septembre 2001, s'est transmis au reste du monde.

Les déséquilibres financiers de l'économie américaine se sont accrus

La croissance de l'économie américaine est revenue de 4,1% en 2000 à 1,2% en 2001, en moyenne annuelle. Ce fléchissement a résulté principalement du recul de l'investissement des entreprises et de l'ajustement des stocks à la baisse.

Pour autant, les déséquilibres financiers ne se sont pas atténués. Le taux d'épargne des ménages égal à 1,6% du revenu disponible brut est demeuré très faible. Contrepartie du déséquilibre entre épargne et investissement au plan national, le déficit des transactions courantes des États-Unis a atteint 466 milliards d'euros (417 milliards de dollars), soit 4,1% du PIB. Les investissements massifs de portefeuille (505 milliards d'euros) ont permis de combler aisément le besoin de financement. Ainsi, l'existence d'une vaste zone dollar a facilité l'ajustement de la balance courante des États-Unis. De son côté, la zone euro a retrouvé une capacité de financement (10,5 milliards d'euros) et a continué à « surfinancer » les États-Unis. Au plan mondial, l'ensemble des pays faisant appel à l'épargne extérieure a enregistré un déficit de près de 540 milliards de dollars, en léger recul par rapport à l'année précédente (635 milliards de dollars).

Sur le marché des changes le dollar s'est apprécié

Le dollar a poursuivi son mouvement d'appréciation en 2001 vis-à-vis des monnaies des pays industrialisés, l'euro terminant, pour sa part, à 0,88 dollar en fin d'année. Le yen s'est également déprécié de 12% contre le dollar et de 6% contre l'euro.

Les marchés boursiers ont été orientés à la baisse et ont enregistré une volatilité élevée

Les marchés ont entamé une deuxième année de baisse consécutive des indices boursiers. Le CAC 40 a ainsi cédé 22%, l'Eurostoxx 21%, le Dow Jones 7% et le Nikkei près de 31%. Les volatilités historiques ont enregistré des niveaux très élevés en septembre avant de s'atténuer. Ce sont les valeurs de la nouvelle économie qui ont enregistré les plus mauvaises performances (recul du NASDAQ de 21% et de l'ITCAC de 37%). La correction des cours boursiers des opérateurs de télécommunications s'est poursuivie, en liaison avec des niveaux d'endettement très élevés et une dégradation des perspectives d'activité et de profit.

Les conséquences et les enseignements à tirer de l'affaire Enron, qui a éclaté fin 2001, feront l'objet de développements plus substantiels dans le prochain rapport annuel.

Les banques centrales ont réduit sensiblement les taux directeurs

Dans un contexte de ralentissement marqué de l'économie mondiale, la Réserve fédérale a mis en œuvre une politique monétaire très accommodante, réduisant ses taux de 6% à 1,75%, tandis que la Banque centrale européenne a abaissé ses taux directeurs de 150 points de base ramenant le taux des opérations principales de refinancement de 4,75% à 3,25%.

La pente de la courbe des taux d'intérêt s'est accentuée sur les marchés obligataires

Sur les marchés obligataires, la pente de la courbe des rendements aux États-Unis, comme dans la zone euro, s'est fortement accentuée. Les échéances les plus courtes se sont détendues parallèlement aux baisses des taux directeurs, tandis que les taux longs ont clôturé l'année à des niveaux comparables à ceux de la fin de l'année 2000 (l'OAT 10 ans s'est inscrite à 5%). L'écart de rendement entre les titres d'État à dix ans en France et aux États-Unis est revenu à 10 points de base en moyenne en 2001, contre 60 points de base en 2000.

L'année a également été marquée par une réduction sensible des écarts de rendement à long terme au sein de la zone euro, liée au ralentissement plus marqué de l'économie allemande, mais aussi aux efforts des Trésors nationaux pour favoriser une plus grande homogénéité et une liquidité renforcée des dettes d'État de la zone.

L'actualité des marchés émergents a été caractérisée par le défaut argentin, exceptionnel par son ampleur, la dette publique du pays avoisinant 130 milliards de dollars. Toutefois, les effets de contagion de ce défaut, ont été limités en 2001.

Le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres

Dans le domaine prudentiel, le Comité de Bâle a publié des propositions très complètes pour renforcer l'efficacité d'un contrôle bancaire fondé sur trois piliers se consolidant mutuellement : exigences minimales de fonds propres, surveillance prudentielle, discipline de marché. De nouvelles propositions tenant compte des commentaires de la profession et des études d'impact devraient déboucher sur un document final à la fin 2003, pour une mise en application prévue en 2006.

2. L'espace financier européen : un marché des capitaux plus intégré

La dynamique d'intégration des marchés s'est accélérée au sein de la zone euro

Pour ce qui concerne le marché monétaire, la dynamique d'intégration s'est poursuivie en 2001. Sur le marché des prêts en blanc au jour le jour, les volumes se sont inscrits en hausse de 8,4% par rapport à l'année précédente. La part déclarée par les établissements de crédit français s'est établie à 37,5% de la zone euro en 2001. Sur le marché de la pension livrée, l'activité mensuelle moyenne sur titres français a progressé de plus de 20%. Ce regain est, en partie, dû à la réduction progressive des écarts de taux des pensions entre les titres des différents États de la zone euro. Il s'explique aussi par l'augmentation des opérations transfrontières induit par le développement des plates-formes électroniques. La poursuite de leur développement a également contribué à l'unification du marché obligataire européen.

S'agissant des OPCVM, l'adoption par le Parlement européen d'une nouvelle directive devrait favoriser le décloisonnement des marchés de titres de créance négociables au sein de la

zone euro. Elle devrait permettre aussi une plus grande diversification des portefeuilles et de nouvelles possibilités d'arbitrages.

La concentration des infrastructures boursières s'est poursuivie tandis que celle des banques a ralenti

Les Bourses de Paris, Bruxelles, et Amsterdam utilisent désormais la plate-forme unifiée de négociation pour les valeurs mobilières, nouveau système de cotation (NSC). L'année 2001 a également été marquée, pour Euronext, par le lancement d'une offre publique amicale sur le capital du marché londonien de produits dérivés (« *LIFFE* »), clôturée en janvier 2002, et qui lui permettra de devenir la deuxième place boursière d'Europe en termes de volumes de transactions de produits dérivés.

Le processus de concentration, qui s'inscrit dans un mouvement d'intégration des structures bancaires nationales à un niveau européen, a ralenti en 2001. En France, les principales initiatives ont concerné l'acquisition de la Banque Hervet par le Crédit commercial de France (sous contrôle du britannique *Hong Kong and Shanghai Bank Corporation* depuis 2000), ainsi que le rapprochement entre la Caisse des dépôts et consignations et le groupe Caisse d'épargne au sein d'Eulia.

La balance des transactions courantes de la zone euro a été excédentaire

Le solde des transactions courantes de la zone euro est devenu excédentaire de 2 milliards d'euros, contre un déficit de 70,1 milliards d'euros en 2000 (1% du PIB).

Les échanges de biens et services ont représenté 19% du PIB en 2001, témoignant d'un degré d'ouverture supérieur à celui des États-Unis (11%). Sous l'effet d'une progression nettement moins vive qu'en 2000, surtout pour les importations, les échanges de biens et services ont abouti à un excédent en forte hausse, à 86 milliards d'euros, après 6,5 milliards.

Alors que les investissements directs ont donné lieu à des sorties nettes de 104,6 milliards d'euros en 2001, les investissements de portefeuille ont dégagé un solde positif de 36,5 milliards. Les sorties nettes de 74,8 milliards sur titres obligataires et de 31,5 milliards sur titres du marché monétaire ont été plus que compensées par les entrées nettes de 142,8 milliards sur actions.

3. L'économie française a dégagé une capacité de financement tandis que la progression des encours de crédit a ralenti

L'analyse macroéconomique

L'économie nationale a dégagé, en 2001, une capacité de financement (17,2 milliards d'euros, soit 1,2% du PIB) comparable à celle de 2000 (17,6 milliards d'euros). Malgré cette stabilité d'ensemble, les différents secteurs de l'économie ont enregistré des évolutions contrastées.

La capacité de financement des ménages (particuliers, entrepreneurs individuels, institutions sans but lucratif au service des ménages) a légèrement augmenté, passant de 63,8 milliards d'euros en 2000 (4,5% du PIB) à 68,8 milliards d'euros en 2001 (4,7% du PIB).

Le besoin de financement des sociétés non financières, qui avait déjà fortement augmenté entre 1999 (1,8 milliard d'euros, soit 0,1% du PIB) et 2000 (28,1 milliards d'euros, soit 2% du PIB), s'est encore creusé, s'établissant à 35 milliards d'euros, ce qui représente 2,4% du PIB.

Dans un environnement économique moins porteur, et sous l'effet d'allègements fiscaux et sociaux, après une réduction continue depuis 1997, le besoin de financement *des administrations publiques a légèrement augmenté* à 20,6 milliards d'euros en 2001 (1,4% du PIB) contre 19 milliards d'euros en 2000 (qui constitue le meilleur résultat depuis 1995 à 1,3% du PIB). Le besoin de financement des administrations publiques centrales a diminué, passant de 28,6 milliards d'euros en 2000 à 27,4 milliards d'euros en 2001 ; de leur côté, les administrations de sécurité sociale ont vu leur capacité de financement se réduire, de 6,8 milliards d'euros en 2000 à 3,9 milliards d'euros en 2001.

La situation des sociétés financières s'est améliorée régulièrement depuis 1999, seule année depuis 1995 où ces sociétés ont connu un besoin de financement (1,5 milliard d'euros, soit 0,1% du PIB). Après avoir dégagé une capacité de financement légèrement positive en 2000 (0,8 milliard d'euros, soit 0,1% du PIB), elles ont confirmé ces résultats en 2001 (4 milliards d'euros, soit 0,3% du PIB). Ceci s'explique par la diminution du besoin de financement des sociétés d'assurance, de 8,2 milliards d'euros en 2000 à 6,6 milliards d'euros en 2001, et par l'augmentation de la capacité de financement des institutions financières monétaires (IFM), de 7,2 milliards d'euros à 8,9 milliards d'euros.

Le comportement financier des agents

Un moindre recours au crédit bancaire des ménages et des entreprises a été observé

Dans un contexte de ralentissement de l'activité et de l'investissement, l'ensemble des secteurs internes (ménages, sociétés non financières, administrations publiques...) ont moins recouru au crédit bancaire que les années précédentes (hausse de 2,9% en 2001 après 7,3% en 2000), le ralentissement étant particulièrement marqué pour le court terme.

La progression des crédits à court terme aux ménages s'est fortement infléchie (1,4%, après 24% en 2000). Le ralentissement de la croissance des crédits à long terme s'est poursuivi, essentiellement du fait de l'évolution de l'investissement en logement, ces derniers restant cependant encore dynamiques : 4,9%, après une hausse de 7,4% en 1999 et de 5,3% en 2000.

En raison, notamment, d'un fort déstockage et d'une moindre progression de leur niveau d'investissement, les sociétés non financières n'ont que modérément recouru au crédit, en dépit de la dégradation de leur besoin de financement. Les crédits à long terme n'ont augmenté que de 4,2% en 2001, après 7% en 2000, pour partie aussi du fait d'un coût redevenu supérieur, depuis fin 2000, à celui des obligations du secteur privé. Par ailleurs, la baisse est encore plus importante pour les crédits à court terme dont le coût n'a significativement diminué qu'au dernier semestre : ceux-ci n'ont progressé que de 2,2% en 2001, à comparer avec la très forte hausse de 22,2% enregistrée en 2000.

Les émissions d'obligations ont été dynamiques

Les sociétés non financières ont nettement accru leurs émissions sur le marché des titres de dettes, en particulier sur le compartiment obligataire : les flux d'obligations et assimilés se sont ainsi élevés à 35,5 milliards d'euros en 2001, contre 3 milliards en 2000. Les administrations publiques n'ont que légèrement renforcé les leurs (22,4 milliards d'euros en 2001 après 21,8 milliards d'euros en 2000) ; ils n'ont représenté que le tiers des émissions de l'ensemble de l'économie.

Le niveau des émissions d'action a été moins élevé

Sur le marché des actions, les sociétés non financières ont réduit leurs prises de participation dans des entreprises étrangères. En contrepartie, elles ont ajusté à la baisse leurs émissions à 120,2 milliards d'euros en 2000 contre 86,8 milliards en 2001, même si ce dernier montant reste supérieur au flux enregistré en 1999, égal à 70,6 milliards d'euros. Ce mouvement est concomitant avec un ralentissement des opérations de fusions-acquisitions transfrontières.

Les ménages ont privilégié des actifs moins risqués

En raison des incertitudes économiques nationales et internationales, du ralentissement de l'activité et de la baisse des taux monétaires au deuxième semestre, qui ont diminué l'attrait des TCN et réduit le coût d'opportunité des placements liquides, on a observé une forte préférence pour ces derniers (dépôts et placements à vue des ménages, augmentation des achats d'OPCVM monétaires par les ménages et les sociétés non financières), même si les placements longs les moins risqués (épargne contractuelle, notamment les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaires ; versements sur les contrats d'assurance vie en euros, qui ont pratiquement compensé la chute des versements sur les contrats en unité de compte) ont globalement bien résisté.

Les flux d'achats des ménages sur les actions non cotées ont augmenté. Ils sont restés à peu près stables pour les autres participations et ont enregistré une baisse marquée pour les actions cotées. Les placements en actions des sociétés d'assurance ont fortement diminué du fait d'une baisse des versements sur les contrats en unités de compte. Les OPCVM non monétaires sont restés très présents sur ce marché, avec 30,7 milliards d'achats après 37,5 milliards en 2000.

L'année 2001 s'est caractérisée par un net recul des fusions et acquisitions. Les acquisitions d'actions étrangères par les résidents ont baissé de 63% en 2001. Symétriquement, celles des non-résidents en actions françaises se sont repliées dans des proportions équivalentes et se sont établies à 30,7 milliards d'euros, soit en diminution de 64,1%.

4. L'activité sur les marchés de capitaux nationaux a ralenti

L'activité sur les marchés primaires

Les émissions d'actions brutes cotées ont diminué de moitié. Elles n'ont représenté que 9% du montant total des émissions en 2001, après 23% en 2000, en raison du repli généralisé des cours boursiers et du ralentissement des opérations de fusions-acquisitions. Les émissions brutes d'obligations des résidents sur les places financières internationales ont été multipliées par 2,4 par rapport à 2000, reflétant ainsi l'unification du marché obligataire européen.

Sur le marché obligataire national, les émissions brutes se sont élevées à 88 milliards d'euros (dont 85% à taux fixe). La part de l'État a représenté 57% du montant brut des émissions obligataires. Les sociétés non financières ont levé un montant d'obligations deux fois et demi moindre que celui de l'année précédente.

L'encours des titres de créance négociables a, de nouveau, progressé au cours de l'année 2001 pour atteindre 294 milliards d'euros. Cette expansion résulte de la croissance du compartiment des titres à moins d'un an, qui continue de s'affirmer comme le segment le plus dynamique du marché, alors que les titres à plus long terme restent soumis à la concurrence des instruments de financement alternatifs.

L'activité sur les marchés secondaires

À la Bourse de Paris, l'activité sur le Premier marché est demeurée bien orientée (+ 3,8%). En revanche, les transactions se sont significativement contractées sur le Second marché (– 28,4%) et plus encore sur le Nouveau marché (– 60,9%). Euronext a renforcé la diversification de son offre de produits en lançant, le 9 janvier 2001, un segment de marché dédié aux « *trackers* », fonds cotés en bourse et répliquant un indice de référence.

Sur le marché secondaire des titres d'État, l'année 2001 s'est caractérisée par une augmentation de la valeur des transactions. Parallèlement à la baisse des cours, la capitalisation boursière des actions de la Bourse de Paris a sensiblement reculé de 22,3 % pour revenir à près de 1000 milliards d'euros.

5. Les avancées dans le domaine législatif et les travaux de préparation de l'euro fiduciaire

Dans le domaine international, le cadre de la surveillance des systèmes et instruments de paiement a été renforcé en 2001. Dix principes fondamentaux pour les systèmes d'importance systémique et dix-neuf recommandations applicables aux systèmes de titres ont été adoptés dans le cadre du G10.

Les évolutions législatives nationales

Trois grands textes viennent s'insérer dans le Code monétaire et financier :

- la loi du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (dite loi NRE), dans le domaine financier, aménage le droit des offres publiques d'achat, améliore et renforce le fonctionnement des autorités de régulation financière et complète le dispositif de lutte contre le blanchiment des capitaux ;
- la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne (dite loi LSQ) confirme et précise le rôle de la Banque de France dans le domaine de la surveillance de la sécurité des moyens de paiement. Elle conforte également ses moyens d'action ;
- la loi du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier (dite loi MURCEF) vise à améliorer les relations entre les banques et leur clientèle par un renforcement de la transparence des services bancaires et de leur tarification, par une convention de compte de dépôt et la mise en place d'un système de médiation. Elle prévoit, en outre, que la Banque de France veille à la sécurité des systèmes de compensation, de règlement et de livraison des instruments financiers.

Les moyens et les systèmes de paiement

Le chèque est resté le moyen de paiement le plus utilisé, représentant 34,3% du nombre des paiements scripturaux et 43,5% de leur montant, la France étant ainsi, et de loin, le pays européen dans lequel cet instrument de paiement est le plus répandu. Le paiement par carte a progressé de 10,6% en volume et a totalisé 29,2% de l'ensemble des paiements scripturaux. Par ailleurs, la mise en œuvre du projet d'échange généralisé des chèques en euros sous forme d'images-chèques dans le système interbancaire de télécompensation (SIT) a été opérée en cours d'année. Cette importante réforme constitue l'ultime étape du processus de modernisation du système de paiement de masse français.

L'efficacité des paiements transfrontières de détail entre les pays européens a été renforcée. Le Parlement et le Conseil européens ont adopté, le 19 décembre 2001, un règlement visant à aligner les tarifs des paiements transfrontières en euros d'un montant inférieur à 12 500 euros sur ceux des paiements domestiques. À compter du 1^{er} juillet 2002, les tarifs appliqués aux paiements par carte et aux retraits en euros aux distributeurs automatiques de billets effectués dans un autre pays de l'Union européenne ne devront pas être supérieurs à ceux des opérations domestiques du même type.

Avec plus de 430 milliards d'euros échangés en moyenne par jour, les systèmes Transferts Banque de France (TBF), composante française du système Target, et *Paris Net Settlement (PNS)*, système net à règlement en continu et en monnaie de banque centrale, ont confirmé leur place importante dans l'infrastructure de paiement et de règlement de la Place de Paris, mais aussi leur part de marché significative dans les échanges au sein de l'Union européenne (respectivement 27% des échanges et près de 25% des flux).

La préparation du passage à l'euro fiduciaire

L'année 2001 s'est caractérisée par la mise en œuvre de la « pré-alimentation », en billets et en pièces conformément aux dispositions de l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 janvier 2001. La « pré-alimentation » des établissements de crédit et la « sous-préalimentation » en billets et pièces des groupes cibles professionnels ont été autorisées. C'est ainsi que les pièces ont commencé à être positionnées, en France, dès le 1^{er} septembre 2001, tandis que les billets l'ont été auprès des établissements de crédit à partir de la fin novembre. Enfin, les « sachets premiers euros » destinés à familiariser le public avec les nouvelles pièces ont été mis en vente le 14 décembre 2001.

Le montant des billets et pièces en circulation, qui s'élevait à 223,4 milliards de francs à fin décembre 2001, a enregistré une forte diminution de 20% sur un an. L'année 2001 a, en effet, été marquée par le retour des encaisses thésaurisées qui s'est amplifié à l'approche du passage à l'euro fiduciaire.

Cette préparation technique intensive, minutieusement préparée par la Banque de France et plus largement, la communauté bancaire et financière française, a permis de réussir pleinement l'introduction de l'euro fiduciaire et scriptural mis à la disposition de 60 millions de Français et de 305 millions d'Européens le 1^{er} janvier 2002.

1.

L'ENVIRONNEMENT FINANCIER INTERNATIONAL

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 1.a. L'activité bancaire des centres « *offshore* »
- 1.b. La recapitalisation du secteur bancaire au Japon
- 1.c. Les résultats pour la place de Paris de l'enquête triennale BRI sur les marchés des changes et les produits dérivés de gré à gré en avril 2001
- 1.d. Les enceintes internationales dans le domaine monétaire et financier
- 1.e. Le concept géographique de zone dollar
- 1.f. Le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres

Introduction : les flux internationaux de capitaux entre les trois principales zones économiques mondiales

En 2001, les balances des paiements des trois principales zones économiques développées ont continué d'être caractérisées par d'amples déséquilibres, tant en ce qui concerne les transactions courantes que les flux de capitaux qui en constituent la contrepartie.

Compte tenu du rôle moteur des États-Unis dans l'économie mondiale et de l'influence déterminante des marchés américains, le ralentissement économique intervenu aux États-Unis en fin d'année 2000 s'est en effet transmis rapidement au reste du monde. Dans ces conditions, les mécanismes traditionnels de rééquilibrage des flux commerciaux — réduction de la demande adressée aux principaux partenaires commerciaux — et des flux financiers — ajustement des mouvements de capitaux en fonction des écarts de taux d'intérêt et des anticipations de change — n'ont joué que de façon marginale, comme en témoigne la persistance, aux États-Unis, d'un déficit courant élevé qui a, néanmoins, pu être financé du fait d'entrées de capitaux toujours importantes.

BALANCES DES PAIEMENTS DES ÉTATS-UNIS, DE LA ZONE EURO DU JAPON ET DU ROYAUME-UNI ANNÉES 2000 ET 2001

(en milliards d'euros)

	États-Unis		Japon		Zone euro		Royaume-Uni	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
1 Transactions courantes + compte de capital (a) (capacité ou besoin de financement)	- 483,5	- 465,7	119,3	94,8	- 58,2	10,5	- 25,2	- 25,7
2 Investissements directs	150,2	2,4	- 25,9	- 35,6	15,2	-	- 145,7	16,2
à l'étranger	- 164,9	- 174,3	- 34,9	- 42,5	- 384,9	-	- 275,0	- 43,8
de l'étranger	315,1	176,6	9,0	6,9	400,1	123,2	129,2	60,0
3 Investissements de portefeuille (b)	368,6	505,5	- 47,4	- 50,6	- 104,2	15,9	168,9	- 69,0
dont opérations sur actions	100,5	nd	- 23,9	30,9	- 242,6	142,8	151,7	- 43,7
4 Autres investissements	- 3,8	8,0	- 11,0	32,2	172,5	1,1	13,0	80,1
dont Institutions financières monétaires	- 46,7	- 38,0	74,8	24,6	162,5	9,7	nd	nd
5 Avoirs de réserve	- 0,4	- 5,6	- 52,5	- 45,5	14,5	17,8	- 6,5	4,9
6 Erreurs et omissions nettes	- 1,2	- 44,6	17,5	4,7	- 39,8	59,5	- 4,3	- 6,5
Balance de base (1 + 2 + 3)	35,3	42,2	46,0	8,6	- 147,2	- 78,3	- 2,1	- 78,6

(a) Le signe (+) indique une capacité de financement, le signe (-) un déficit.

(b) Y compris produits financiers dérivés.

Sources : 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 ralentissement mondial n'a pas permis de réduire le très lourd déficit des transactions courantes des États-Unis, qui ont encore attiré des financements externes abondants

Le déficit courant des États-Unis ne s'est réduit que marginalement et de façon asymétrique

En dépit d'un net ralentissement de la croissance du produit intérieur brut (à 1,2% après 4,1% en 2000, en moyenne annuelle) et d'un recul des prix de l'énergie importée, le déficit des transactions courantes des États-Unis ne s'est que faiblement réduit en 2001 (de 18 milliards d'euros, soit de 0,4 point de PIB) pour atteindre 466 milliards d'euros, représentant 4,1% du PIB et près du triple du déficit enregistré en 1997. Cette faible correction recouvre, toutefois, des évolutions différenciées des soldes courants bilatéraux des États-Unis vis-à-vis des deux autres grandes économies mondiales. Alors que le déficit courant a diminué face au Japon (à 93 milliards d'euros, contre 106 milliards en 2000), il s'est maintenu avec la zone euro¹ (à 41 milliards, après 40 milliards).

Le rebond des importations de biens et services en valeur au premier trimestre 2002, en hausse de 2,7% par rapport au trimestre précédent, alors qu'elles avaient diminué quasiment sans discontinuer en 2001 (reculant au total de 5,9% par rapport à l'année 2000), semble confirmer que, contrairement aux précédentes phases de reprise économique, le redémarrage de la croissance s'effectuera, cette fois, sans véritable apurement des déséquilibres courants.

Continuant d'affluer, les investissements directs et surtout les investissements de portefeuille en provenance de l'étranger ont néanmoins permis aux États-Unis de combler aisément leur besoin de financement externe

Dans l'ensemble, les capitaux ont continué d'affluer vers les États-Unis en 2001. Ni l'ampleur du besoin de financement² des États-Unis — évalué par le FMI à 7,5% de l'épargne mondiale hors États-Unis en 2000 — ni la persistance des déséquilibres économiques et financiers internes (hausse de l'endettement des ménages et des entreprises, augmentation du nombre de défaillances, incertitudes boursières...), ni le ralentissement économique entraînant une détérioration des comptes publics n'ont dissuadé les investisseurs internationaux d'y placer leurs capitaux.

Les États-Unis ont ainsi continué de bénéficier d'investissements de portefeuille massifs. Quoique ces entrées de capitaux aient paru marquer le pas au troisième trimestre, elles ont finalement enregistré une nouvelle progression, pour la troisième année consécutive, contribuant à soutenir le dollar. Chaque trimestre (à l'exception du troisième) les achats de titres américains par les non-résidents ont ainsi dépassé 120 milliards de dollars, tandis que les investissements de portefeuille américains à l'étranger sont toujours restés inférieurs à 50 milliards de dollars (devenant même négatifs — ce qui correspond à des ventes nettes de titres étrangers — au troisième trimestre). Au total, les flux nets d'investissements de portefeuille dont ont bénéficié les États-Unis se sont élevés à 454 milliards de dollars en 2001 (505 milliards d'euros).

Les opérations sur titres obligataires ont constitué l'essentiel de ces financements. Au vu des statistiques disponibles (qui ne couvrent que les trois premiers trimestres de 2001³), il apparaît,

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

2 Égal au solde cumulé des comptes de transactions courantes et de capital, lorsque celui-ci est négatif. Lorsque ce solde cumulé est positif, il s'analyse comme une « capacité de financement ».

3 Contrairement aux balances des paiements du Japon et de la zone euro, la balance des paiements des États-Unis ne fournit pas de ventilation des investissements de portefeuille par instrument. Une ventilation simple entre opérations sur titres de créance et opérations sur titres de participation est effectuée par le FMI, à partir de données communiquées par le Bureau of Economic Analysis, mais elle n'est rendue publique qu'avec retard par rapport à la publication des résultats d'ensemble de la balance des paiements américaine. Cela explique que nous ne disposons, début mai 2002, que d'une ventilation sur les trois premiers trimestres 2001.

en effet, que les opérations sur actions ont contribué pour moins de 1% (trois milliards de dollars) au total des entrées nettes cumulées d'investissements directs et de portefeuille aux États-Unis, alors qu'elles en avaient constitué plus du quart en 2000 (94 milliards de dollars). Plusieurs raisons expliquent cette évolution :

- traditionnellement, les Américains, et notamment les investisseurs institutionnels, qui investissent en titres étrangers privilégient les actions, alors que les étrangers investissant aux États-Unis leur préfèrent des obligations ou des titres de créance à court terme. Sur longue période, les États-Unis bénéficient donc d'un flux net positif sur les obligations et instruments du marché monétaire, mais sont débiteurs nets s'agissant des opérations sur actions ;
- au cours de la seconde partie de la dernière décennie, l'essor des investissements directs étrangers aux États-Unis, souvent financés par échange de titres, avait renforcé cette tendance, les actions de sociétés européennes attribuées aux actionnaires des entreprises américaines investies étant enregistrées en investissements de portefeuille américains à l'étranger ;
- toutefois, la situation s'est inversée en 2000, sous l'effet de l'envolée des achats d'actions américaines par les non-résidents (+ 73%) à la recherche de titres offrant des rendements élevés (produits à « *spread* »). Le recul des cours sur les marchés boursiers, intervenu au second semestre, n'avait pas interrompu cette tendance, les investisseurs ayant continué de considérer que les perspectives de gain restaient supérieures à celles de leurs marchés d'origine ;
- en 2001, les achats d'actions américaines ont, néanmoins, nettement ralenti (diminuant de moitié), tandis que les investisseurs américains sont restés très présents sur les marchés étrangers.

À la différence des investissements de portefeuille, les investissements directs d'entreprises ou de groupes étrangers aux États-Unis ont, quant à eux, diminué de près de moitié (– 45%) en 2001, reculant de 130 milliards de dollars pour revenir en deçà de leur niveau de 1998. Comme dans les autres pays industrialisés, le ralentissement conjoncturel a entraîné un repli des opérations de fusions et d'acquisitions transfrontières : les perspectives de profit s'amenuisant, les grandes entreprises internationales sont devenues plus sensibles à la soutenabilité de leur endettement, tandis que la baisse des cours de bourse tout en réduisant mécaniquement le montant des opérations, a rendu plus difficile le financement par échange de titres. L'exercice écoulé a ainsi fortement contrasté avec l'exercice précédent, remarquable par le nombre et le montant record des opérations de restructuration et de concentration internationales intervenues dans de nombreux secteurs économiques. En 2001, les opérations américaines à l'étranger étant restées stables, les flux nets d'investissements directs entre les États-Unis et l'étranger sont apparus équilibrés, alors qu'ils s'étaient soldés par d'importantes entrées nettes les années précédentes.

Son déficit des transactions courantes s'étant résorbé en 2001, la zone euro a continué à financer sous forme d'investissements directs et de portefeuille le reste du monde en général et les États-Unis en particulier

La zone euro a restauré sa capacité de financement, celle-ci restant toutefois loin de couvrir les sorties nettes de capitaux sous forme d'investissements directs et de portefeuille

La tendance à la dégradation du compte de transactions courantes de la balance des paiements de la zone euro observée de 1998 à 2000 s'est inversée en 2001 : le ralentissement de la croissance à partir du deuxième trimestre 2001 a conduit à un net repli des importations de marchandises, qui a contribué au rétablissement du solde courant. Au total, compte tenu d'un excédent du compte de capital de plus de 8 milliards d'euros, la zone euro a dégagé en 2001 une

légère capacité de financement vis-à-vis de l'extérieur (10,5 milliards d'euros), contrairement aux deux années précédentes.

Au sein du compte financier, les investissements directs se sont soldés par d'importantes sorties nettes de capitaux de 105 milliards d'euros en 2001, qui contrastent avec les entrées nettes observées en 2000 (15 milliards d'euros). Ce renversement s'explique largement par l'opération de fusion Vodafone-Mannesmann survenue en 2000, investissement direct étranger dans la zone euro financé par échange de titres. À l'inverse, les investissements de portefeuille — augmentés des opérations sur produits financiers dérivés⁴ — se sont soldés par des entrées nettes de 16 milliards d'euros, contre des sorties nettes de 104 milliards en 2000. Au total, si l'on excepte l'opération exceptionnelle mentionnée ci-dessus, les sorties nettes d'investissements directs et de portefeuille ont été identiques en 2000 et 2001, atteignant 89 milliards d'euros.

Plus particulièrement, la zone euro a continué de « surfinancer » les États-Unis

En 2000, les pays de la zone euro avaient été à l'origine de 8% du déficit courant des États-Unis (40 milliards d'euros sur 484 milliards), contre 22% (106 milliards) pour le Japon et 47% (228 milliards) pour les pays d'Asie hors Japon, mais l'avaient, en revanche, financé à hauteur de 45%, soit 219 milliards, dont 121 milliards sous forme d'investissements de portefeuille⁵. Les flux nets de capitaux de la zone euro vers les États-Unis représentaient ainsi plus de cinq fois son excédent courant bilatéral.

En 2001, la zone euro a de nouveau « surfinancé » les États-Unis, mais de façon moins marquée qu'en 2000. Alors que son excédent bilatéral (41 milliards d'euros) a représenté 9% du déficit courant américain sur la période, elle a contribué à hauteur de 30% (soit 137 milliards d'euros) au financement du déficit courant américain, à la fois par des investissements directs (qui ont légèrement fléchi, à 71 milliards d'euros, par rapport aux 99 milliards de l'année 2000) et par des investissements de portefeuille (en baisse de moitié par rapport à 2000, à 66 milliards d'euros). Ses flux nets de capitaux vers les États-Unis ont été plus de trois fois supérieurs à son excédent courant bilatéral, expliquant pour partie la force persistante du dollar face à l'euro, en 2001 comme en 2000.

4 Depuis deux ans, conformément aux recommandations du FMI, les investissements de portefeuille et les opérations sur produits financiers dérivés sont enregistrés séparément dans la balance des paiements de la zone euro. Le Royaume-Uni et le Japon font respectivement de même depuis le deuxième trimestre 2001 et, depuis janvier 2002, tous deux ont mis l'ensemble de leurs résultats 2000 et 2001 en concordance avec ces règles d'enregistrement. Désormais, parmi les grands pays industrialisés, seuls les États-Unis n'isolent pas les transactions sur produits financiers dérivés. Afin de pouvoir effectuer des comparaisons internationales, il est néanmoins nécessaire d'agréger les opérations sur investissements de portefeuille et sur produits financiers dérivés pour tous les autres pays et zones économiques.

5 Ces indications doivent cependant être considérées avec prudence. Une étude américaine récente (Warnock et Cleaver, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers n° 722, avril 2002) estime que compte tenu de la méthodologie utilisée pour l'élaboration de la balance des paiements des États-Unis – la provenance et la destination géographique des investissements de portefeuille sont établies en fonction de la première contrepartie identifiée, qui est en général un intermédiaire financier – les flux bilatéraux d'investissements de portefeuille des États-Unis recensés en balance des paiements ne peuvent pas toujours être considérés comme significatifs. En particulier, par rapport à des données portant sur les pays d'émission des titres acquis par les investisseurs américains et sur l'origine première des fonds investis aux États-Unis, ces flux bilatéraux surestiment les flux nets avec le Royaume-Uni, pays de localisation privilégié des intermédiaires financiers les plus actifs au plan international, au détriment des flux avec les autres pays de l'Union européenne.

À l'inverse de la zone euro, le Japon a, en 2001, de nouveau disposé d'une capacité de financement externe « inemployée »

Quoique la capacité de financement du Japon se soit réduite en 2001, elle est restée très supérieure aux sorties nettes de capitaux privés

Le Japon a présenté un excédent des transactions courantes en repli en 2001 à 95 milliards d'euros, contre 119 milliards en 2000. Cette évolution résulte d'une forte contraction du solde des échanges de biens manufacturés qui n'a été que partiellement compensée par la hausse des revenus d'investissements de portefeuille en provenance de l'étranger et la baisse du coût des importations d'énergie. Le repli du solde des échanges de marchandises a tenu non seulement à une décreue des exportations, mais également à la croissance des importations, en dépit du faible dynamisme de la demande intérieure.

Au compte financier de la balance des paiements japonaise ont été enregistrés des investissements de portefeuille étrangers en nette hausse par rapport à l'année précédente, recouvrant en particulier une reprise des achats d'actions de sociétés japonaises par les non-résidents (dont l'ampleur peut s'expliquer par la volonté des investisseurs de corriger une sous-pondération manifeste, voire par le léger rebond de la Bourse au quatrième trimestre 2001). En outre, les difficultés persistantes auxquelles sont confrontées les institutions financières du pays les ont incitées à poursuivre le rapatriement de leurs avoirs détenus à l'étranger. Au total, malgré une légère progression tant des investissements de portefeuille que des investissements directs des résidents japonais à l'étranger, les sorties nettes de capitaux privés ont, comme en 1999 et 2000, été insuffisantes pour compenser l'excédent courant, de sorte que la banque centrale a été de nouveau amenée à accroître ses réserves de change (à hauteur de 46 milliards d'euros).

Le déséquilibre des opérations économiques et financières entre les États-Unis et le Japon s'est accentué en 2001, mais il aurait été en partie compensé par une augmentation du stock de titres publics américains détenu par la Banque du Japon

Si le déficit de la balance de base ⁶ des États-Unis vis-à-vis du Japon avait été contenu à 33 milliards d'euros en 2000, il a fortement progressé en 2001, à 76 milliards, en dépit de la réduction (de 13 milliards d'euros) du déficit courant bilatéral. En effet, d'une part les investissements directs entre les États-Unis et le Japon ont enregistré un nouveau renversement de tendance : des sorties de capitaux américains vers le Japon à hauteur de 8 milliards ont, en effet, été enregistrées à ce titre, succédant à des entrées de capitaux japonais aux États-Unis de 3 milliards d'euros en 2000. D'autre part, les investissements de portefeuille nets du Japon aux États-Unis, hors opérations sur titres publics américains, qui avaient atteint 70 milliards d'euros en 2000, ont fléchi à 26 milliards en 2001, sous l'effet notamment de rapatriements de capitaux effectués par des résidents nippons en début d'année.

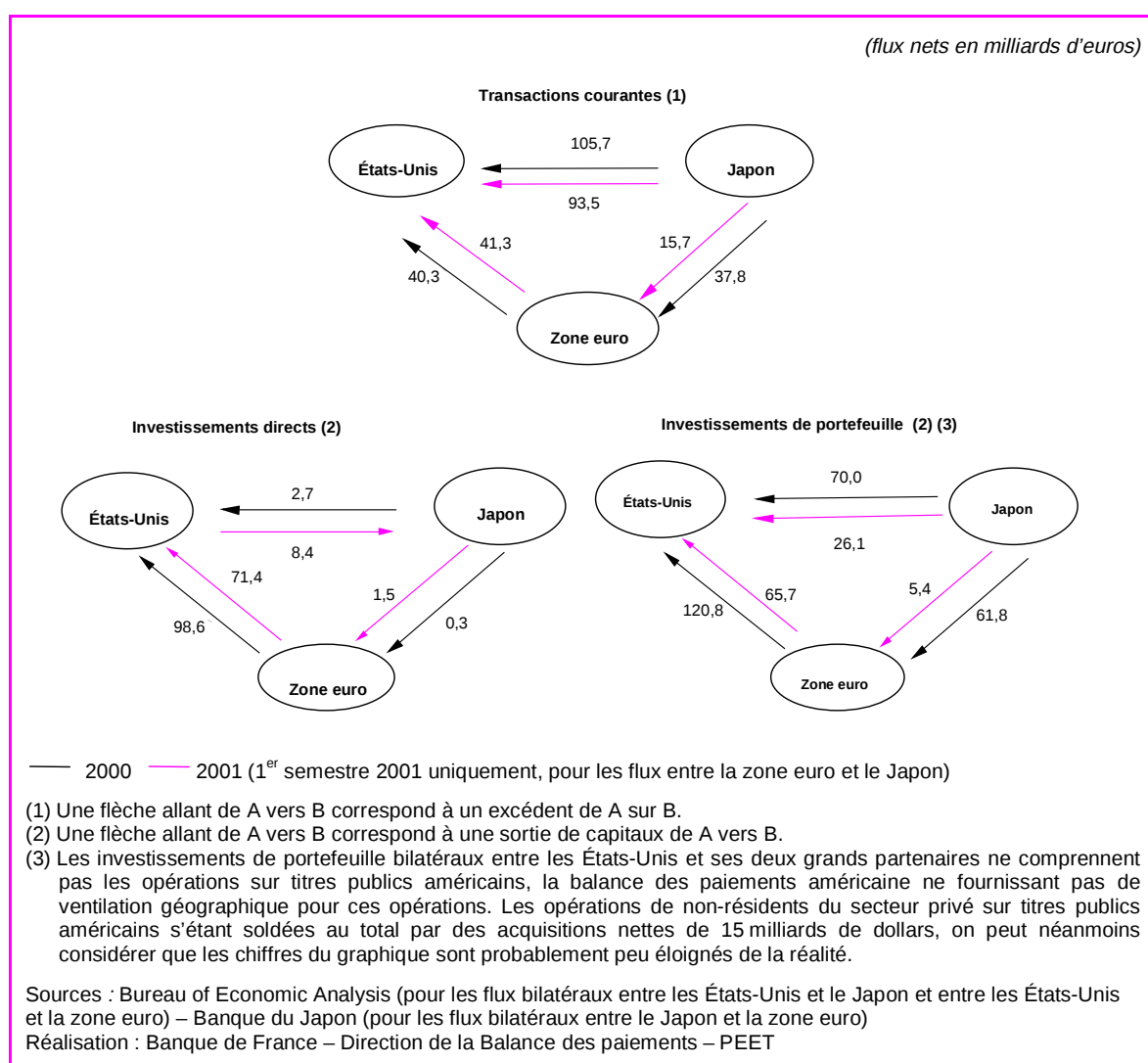
Au vu du déséquilibre croissant de la balance de base du Japon vis-à-vis des États-Unis, qui correspond à un afflux net de capitaux en provenance des États-Unis, la dépréciation du yen face au dollar observée entre la fin 2000 et la fin 2001 (12,8%) peut sembler paradoxale. Elle peut s'expliquer par le fait que les interventions de la Banque du Japon sur le marché des changes se sont vraisemblablement traduites par d'importants investissements en titres d'État américains. Quoique aucune donnée officielle, de source américaine ou japonaise, concernant ces opérations ne

⁶ Rappelons que la balance de base est constituée de l'agrégation des soldes du compte de transactions courantes et du compte de capital, ainsi que des flux nets d'investissements directs et de portefeuille.

soit disponible ⁷, cette hypothèse est cohérente avec la forte augmentation des réserves de change japonaises (46 milliards d'euros) en 2001.

Particulièrement limités, les flux financiers entre le Japon et la zone euro ⁸ ont commencé à se rééquilibrer début 2001

Au premier semestre 2001 (seules données bilatérales disponibles), la zone euro a enregistré une légère diminution de son déficit courant envers le Japon (à 16 milliards, après 18 milliards d'euros au second semestre 2000), accompagnée d'une réduction des entrées nettes de capitaux japonais. Le Japon a, en effet, procédé à des investissements directs nets dans la zone euro, mais pour des montants faibles (1,5 milliard d'euros) et en diminution (inférieurs de moitié aux flux nets enregistrés au cours de la même période de l'année précédente). Quant aux investissements de portefeuille du Japon dans la zone euro, ils atteignent des montants également très inférieurs à ceux de l'année précédente (5 milliards d'euros, contre 26 milliards au second semestre 2000 et 62 milliards pour l'année 2000 dans son ensemble).



⁷ Du point de vue de la balance des paiements japonaise, il s'agit d'une augmentation des réserves de change ; quant aux données bilatérales issues de la balance des paiements des États-Unis, elles n'intègrent pas les transactions sur titres publics américains.

⁸ Pour les flux entre le Japon et la zone euro, on ne dispose que de données sur le 1^{er} semestre 2001. En revanche, les flux bilatéraux des États-Unis avec la zone euro et le Japon sont connus pour l'ensemble de l'année 2001.

1.1. Les aspects financiers de l'économie mondiale en 2001

1.1.1. Les États-Unis

Net fléchissement de la croissance aux États-Unis

La période de croissance soutenue amorcée en 1991 et qui s'est poursuivie jusqu'en 2000, alimentée tant par la vigueur de la consommation des ménages que par la progression rapide de l'investissement total, s'est achevée en 2001. Selon le National Bureau of Economic Research, l'économie américaine est entrée en récession en mars, la croissance en moyenne annuelle du PIB revenant de 4,1% en 2000 à 1,2% en 2001.

Ce fort ralentissement a résulté principalement du recul de l'investissement des entreprises (– 3,2% en 2001) et de l'ajustement massif des stocks à la baisse (– 246,6 milliards de dollars sur l'ensemble de l'année). La contribution de ces deux postes à la variation annuelle du PIB en 2001 est devenue négative (respectivement – 0,5 et – 1,2 point). Le fléchissement de la croissance américaine pourrait ainsi être le contrecoup d'une suraccumulation de capital réalisée ces dernières années : l'investissement des entreprises, qui représentait entre 9 et 10% du PIB dans les années quatre-vingt, est monté jusqu'à près de 15% en 2000, puis est redescendu à 14% en 2001.

De plus, les attentats perpétrés aux États-Unis le 11 septembre ont accentué le ralentissement économique en freinant brutalement l'activité dans un certain nombre de secteurs (tourisme, aéronautique et assurances principalement). Toutefois, au-delà du choc initial, la confiance des agents économiques a, dans l'ensemble, bien résisté.

La consommation des ménages a conservé un rythme de progression soutenu (+ 3,1%) se traduisant par une contribution positive à la variation du PIB (+ 2,1 points), malgré la sensible progression du taux de chômage (+ 1,8 point sur un an) qui s'est établi à 5,8% à la fin de 2001. En effet, la progression toujours rapide des salaires (+ 5,8% en moyenne annuelle), la relative modération de l'inflation (la moyenne annuelle des prix de détail est revenue de 3,4% en 2000 à 2,8% en 2001), l'assouplissement exceptionnel des conditions monétaires (réduction de 475 points de base du taux des « *Fed funds* » en 2001) et les baisses d'impôts ont contribué à soutenir la demande des ménages.

Les déséquilibres financiers de l'économie américaine se sont accrus

La phase de croissance rapide des années 1990 s'est accompagnée d'un déséquilibre accru entre l'épargne et l'investissement. Alors que l'investissement des entreprises a augmenté à un rythme annuel moyen proche de 8% depuis 1992, les ménages n'ont pas cessé de réduire leur taux d'épargne. En 2001, ce taux est demeuré très faible, à 1,6% du revenu disponible brut, en légère hausse toutefois par rapport à 2000 (1%), mais à un niveau nettement inférieur à celui du début des années 1990 (entre 7 et 9%).

Par ailleurs, l'épargne publique qui avait progressé continûment depuis 1993, permettant aux administrations publiques de dégager un excédent à compter de 1997, n'a pas suffi à compenser l'insuffisance d'épargne privée. En outre, elle marque un net fléchissement depuis la fin 2001, prélude à une accumulation supplémentaire d'endettement public.

Contrepartie du déséquilibre entre épargne et investissement au niveau national, le déficit courant s'est creusé significativement ces dernières années : 4,1% du PIB en 2001 contre

1,7% 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 ou à une dépréciation forte du dollar, qui pourraient rendre les conditions de financement plus difficiles.

Parallèlement, le poids de l'endettement des ménages et des entreprises dans le PIB s'est accru significativement, passant respectivement de 80% et 45% au début de la décennie 1990, à 93% et 50% à fin 2001. En particulier, la dette des ménages, qui représentait 107% de leur revenu disponible en 1989, a dépassé la proportion de 127% en 2001⁹. En ce qui concerne les entreprises, la croissance régulière de leur endettement obligataire reflète une déformation de leur structure de financement marquée par la diminution progressive de leurs émissions d'actions¹⁰. On estime que l'excédent brut d'exploitation rapporté au total de leur dette obligataire s'établissait à 19% en 2001 contre 20% en 2000 et 26% en 1995¹¹. Il en est résulté une nette augmentation de la charge de leur dette obligataire. Si la reprise de l'activité s'avérait insuffisamment vigoureuse, les entreprises américaines seraient ainsi confrontées à un « effet de ciseau » redoutable entre la hausse de la charge de la dette d'un côté, et la baisse de leurs résultats de l'autre.

L'évolution du prix des actifs a pesé sur la croissance en 2001

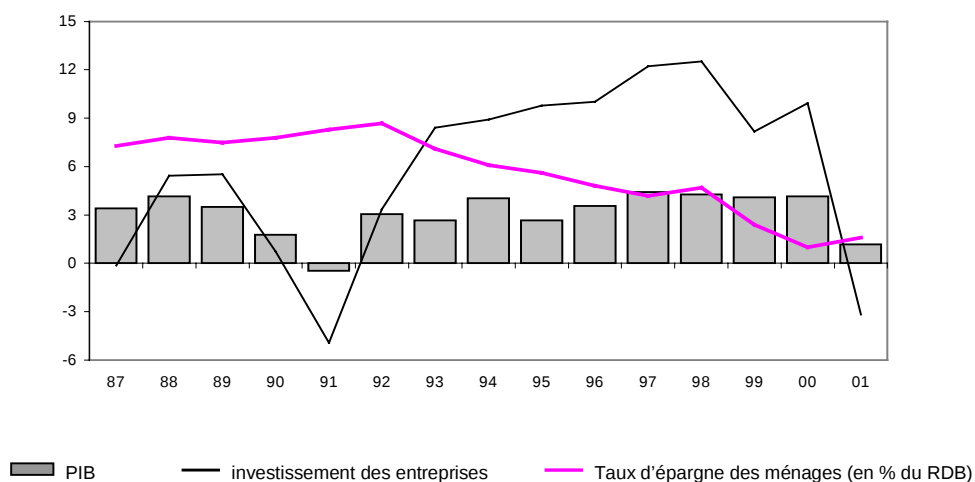
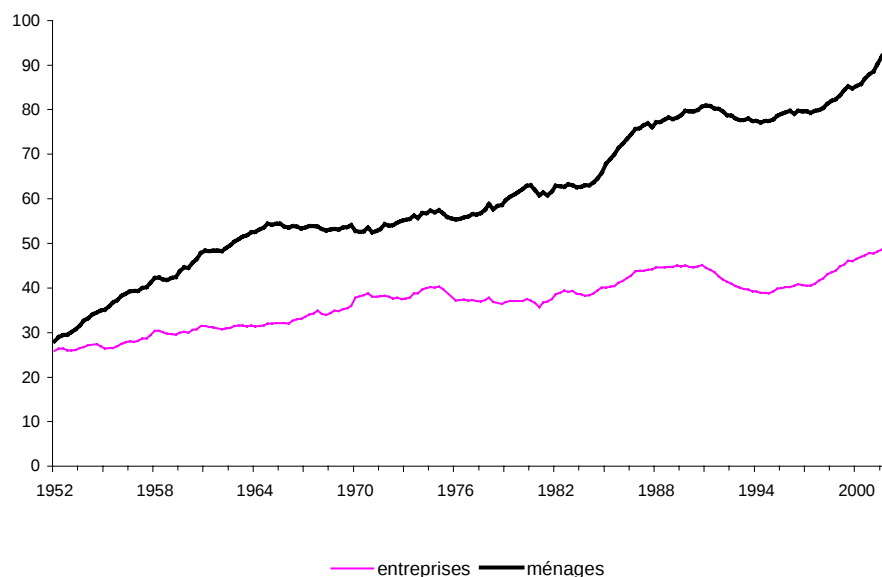
La poursuite de la baisse des cours boursiers en 2001 a concerné surtout les valeurs dites technologiques, sans épargner les valeurs « traditionnelles ». L'indice NASDAQ a perdu 25,5% de sa valeur sur un an (glissement sur douze mois), tandis que l'indice Dow Jones a diminué de 7,1%. La correction boursière s'est toutefois atténuée à la fin de l'année 2001 et au début de 2002 dans le sillage des anticipations de reprise de la croissance.

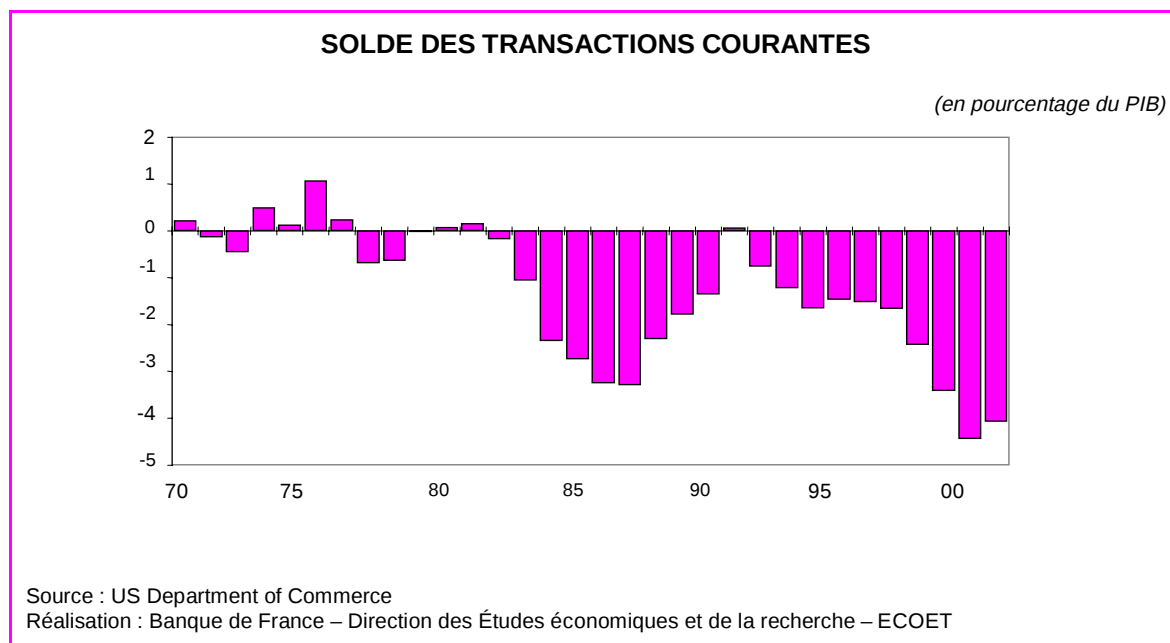
Cette baisse du prix des actifs financiers a eu probablement un impact négatif sur l'économie réelle. En particulier, elle a contribué à augmenter le coût d'usage du capital, exerçant ainsi une contrainte sur l'investissement des entreprises. En revanche, ses effets sur la consommation ont été plus diffus, dans la mesure où la valorisation des actifs immobiliers a probablement permis d'amortir l'effet de richesse négatif imputable à la baisse du prix des actifs financiers.

⁹ Les données statistiques relatives à l'endettement des agents aux États-Unis, fournis par les comptes financiers « *Flow of Funds* », regroupent le secteur des entrepreneurs individuels avec celui des entreprises et non celui des ménages, contrairement à d'autres pays comme le Japon ou les pays de la zone euro. Aussi, les chiffres présentés ici sont-ils recalculés afin d'inclure les entrepreneurs individuels dans le secteur des ménages, et par conséquent de les exclure du secteur des entreprises.

¹⁰ Cette déformation de la structure de financement des entreprises résulte pour partie de l'évolution passée des conditions du marché boursier, qui, en imposant des niveaux très élevés de rentabilité (« *Return on Equity* » – ROE) aux entreprises, ont encouragé les programmes de rachat d'actions financés notamment par endettement.

¹¹ Estimations de Goldman Sachs.

CROISSANCE ANNUELLE DU PIB, DE L'INVESTISSEMENT ET DU TAUX D'ÉPARGNE*(en pourcentage)***DETTE DES ENTREPRISES ET DES MÉNAGES***(en pourcentage du PIB)*



1.1.2. Le Japon

Net repli de l'activité économique en 2001

Au rebond de la croissance du PIB observé en 2000 (+ 2,2%) a succédé un repli de l'activité en 2001, avec une baisse du PIB de 0,4% en moyenne annuelle. Dans le secteur industriel, la baisse de la production a été encore plus marquée : - 7,5% en 2001, après une croissance de + 5,5% en 2000. Dans ce contexte de récession, le taux de chômage a atteint un niveau historiquement élevé depuis l'après-guerre, à 5,5% en décembre 2001, contre 4,9% à fin 2000.

La plongée de l'économie japonaise dans une nouvelle récession traduit d'abord le fléchissement des exportations résultant du ralentissement économique mondial et, notamment, de l'effondrement du marché des technologies de l'information et de la communication, qui a pénalisé les secteurs les plus performants de l'industrie japonaise (l'électronique, l'informatique et les télécommunications). Ainsi, les exportations nettes, principal moteur de la croissance en 2000 (avec une contribution de + 0,5 point à la variation annuelle du PIB), se sont nettement repliées en 2001, contribuant fortement à la baisse de l'activité (- 0,7 point), en dépit des gains de compétitivité induits par la poursuite de la dépréciation du taux de change effectif réel du yen (- 12,1% sur un an à fin 2001). L'excédent de la balance des paiements courants a été ramené à 2,2% du PIB en décembre 2001.

La contraction de la contribution du commerce extérieur s'est ajoutée aux difficultés d'ordre structurel des secteurs protégés de l'économie japonaise peu compétitifs du fait de l'insuffisance de la concurrence et du poids de la réglementation qui les caractérisent (agriculture, industrie textile, construction, services de la distribution). Cette composante majoritaire de l'économie est principalement responsable du ralentissement de la croissance potentielle de l'économie japonaise depuis le début de la décennie quatre-vingt-dix.

La demande interne est demeurée atone. En particulier, la contribution au PIB de l'investissement des entreprises a été quasiment nulle en 2001, enregistrant un net fléchissement au dernier trimestre en raison de la dégradation des perspectives de profit. La consommation des ménages est, quant à elle, restée déprimée la majeure partie de 2001, sous l'effet de la poursuite de la modération salariale observée depuis 1998, de la mauvaise orientation du marché de l'emploi, et

de la constitution d'une épargne de précaution destinée à amortir les pertes de revenu liées aux restructurations d'entreprises et à se prémunir contre les difficultés du système des retraites.

L'importance des créances douteuses portées par le secteur bancaire japonais continue de faire peser sur le Japon le risque d'une spirale déflationniste

Les pressions déflationnistes à l'œuvre dans l'économie japonaise se traduisent par la poursuite du recul, en moyenne annuelle, de l'indice des prix à la consommation en 2001 (– 0,7%), pour la troisième année consécutive après 2000 (– 0,7%) et 1999 (– 0,3%), ainsi que par la baisse du salaire nominal moyen par tête (– 1,1% en 2001).

La politique de fort assouplissement monétaire menée par la Banque du Japon s'est avérée impuissante à contrecarrer ces pressions déflationnistes. En effet, en dépit d'une modification de la conduite de la politique monétaire, fondée depuis mars 2001 sur un accroissement des réserves bancaires¹², le multiplicateur de base monétaire s'est réduit en 2001 : tandis que la quantité de monnaie centrale a progressé de 7,4% en 2001, la masse monétaire (M2 + CD) n'a augmenté que de 2,8%, et les crédits bancaires ont poursuivi leur mouvement de baisse pour la quatrième année consécutive (– 3,9%).

L'un des principaux facteurs d'enlèvement de l'économie japonaise dans la déflation est la masse des créances douteuses qui grève le bilan des banques (estimées entre 9,5% et 31% du PIB)¹³ et restreint leur offre de crédit. En outre, la baisse importante des cours boursiers en 2001 (l'indice Nikkei 225 a perdu près de 30% de sa valeur en moyenne annuelle) a contraint non seulement l'offre, mais aussi la demande de crédits, en dégradant la situation financière tant des créanciers bancaires que de leurs débiteurs acculés à la nécessité de se désendetter et de se restructurer.

En retour, les pressions déflationnistes, à savoir la baisse concomitante des prix et des revenus, contribuent à accroître la masse des créances douteuses du secteur bancaire par l'affaiblissement du pouvoir d'achat des ménages, la baisse des salaires nominaux ayant été plus forte que celle des prix en 2001, l'augmentation du nombre de faillites d'entreprises, et l'alourdissement du poids de la dette des agents non financiers qui atteint le niveau très élevé de 180% du PIB.

Par ailleurs, le poids de la dette publique exerce des pressions déflationnistes importantes sur l'économie japonaise. L'endettement du secteur public (plus de 130% du PIB en 2001) fait peser des doutes sur la solvabilité des administrations publiques qui, s'ils se matérialisaient par une hausse des taux d'intérêt à long terme¹⁴, auraient des retombées négatives sur les entreprises, ainsi que sur le secteur financier qui détient un tiers du total de l'encours des obligations d'État à long terme. Aussi, le nouveau gouvernement au pouvoir depuis avril 2001 a-t-il affiché la ferme détermination de procéder à moyen terme à la consolidation des finances publiques. Toutefois, la compression des dépenses publiques qui en résulte aura nécessairement des effets récessifs à court terme et réduit les marges de soutien conjoncturel de la politique budgétaire.

¹² Les réserves bancaires ont été multipliées par 2,5 à fin 2001.

¹³ L'estimation restreinte (9,5 % du PIB) correspond au montant des créances douteuses des banques et des établissements coopératifs, selon les statistiques officielles diffusées par les autorités bancaires. L'estimation large (31% du PIB) ajoute à ce premier montant les créances dites « à surveiller » à inclure dans la masse totale des créances douteuses dans une optique prudente.

¹⁴ Toutefois, le fait que la dette publique est détenue, à hauteur de 90%, par les résidents réduit la probabilité de survenance d'un tel risque en favorisant le maintien à un niveau très bas des taux d'intérêt à long terme.

Le redressement du système financier fragilisé est loin d'être mené à bien

Les banques japonaises ont poursuivi en 2001 le mouvement de consolidation entamé depuis la précédente crise de 1998. La situation du système bancaire reste toutefois contrastée. D'un côté, les grandes banques japonaises, qui ont bénéficié en 1998 et en 1999 d'une recapitalisation sur fonds publics à hauteur de 9 300 milliards de yens (environ 85 milliards d'euros), représentant près de 2% du PIB, se sont réorganisées en cinq pôles principaux qui comptent parmi les premiers mondiaux en termes de bilan¹⁵. Ces fusions doivent donner lieu à une réduction des effectifs de l'ordre de 20% au cours des trois prochaines années. De l'autre, les institutions de petite et moyenne tailles, constituées pour l'essentiel par des banques régionales et des institutions coopératives de crédit, qui ont peu progressé en termes de consolidation, ont été frappées d'une multiplication du nombre des faillites : plus d'une cinquantaine d'entre elles ont été placées en redressement judiciaire, soit quatre fois plus qu'en 2000. En outre, l'annonce de la levée de la garantie publique illimitée des dépôts à terme au 1^{er} avril 2002¹⁶ a particulièrement fragilisé les petits établissements bancaires en raison d'une réallocation partielle des fonds investis par les déposants au profit des grandes banques jugées plus sûres (en cas de crise, il est probable que l'État se portera prioritairement au secours des établissements les plus importants).

Il n'est pas sûr qu'une telle reconfiguration du système bancaire japonais se soit accompagnée d'une redéfinition claire des stratégies des différents acteurs et de la réalisation de gains de rentabilité et d'économies d'échelles suffisants pour lui permettre de faire face aux enjeux qui l'attendent en termes d'assainissement des créances douteuses et de redressement de la profitabilité.

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 boursière et immobilière, jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, et le rendement moyen de ses actifs placés (chute importante de la bourse et faiblesse des taux d'intérêt).

De plus, la valeur totale des polices d'assurance a diminué en 2001 pour le cinquième exercice consécutif, du fait d'une moindre demande de contrats après la faillite de six compagnies d'assurance vie depuis celle de Nissan Life en 1997, ce qui a largement entamé la confiance des contractants. Néanmoins, les filiales vie des assureurs dommages, récemment créées, 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 des créances douteuses détenues : les prêts aux entreprises représentent, en effet, 30% du montant de leurs actifs.

Au total, pour préserver le marché de l'assurance vie japonais qui représente le principal investissement des ménages résidents après l'immobilier, dans la mesure où, les placements en produits d'assurance et de retraite représentent environ 30% de l'ensemble de leurs actifs financiers, les intervenants doivent poursuivre leur consolidation, revoir leur stratégie pour l'axer sur le développement de nouveaux produits plus personnalisés et accélérer l'apurement de leurs créances douteuses. À cette fin, certaines compagnies d'assurance ont envisagé leur démutualisation pour lever des capitaux sur le marché boursier¹⁷.

¹⁵ Mizuho Holdings, Mitsubishi Tokyo Financial Group, Sumitomo Mitsui Banking (SMBC), UFJ Holdings, Daiwa Bank Holdings.

¹⁶ Cette première opération sera complétée au 1^{er} avril 2003 par la levée de la garantie publique illimitée des dépôts à vue. Cf. fiche thématique 1.b. sur la recapitalisation du secteur bancaire au Japon.

¹⁷ À l'instar de la compagnie Daido Life qui a été introduite en bourse en avril 2002.

1.1.3. La zone euro

Décélération de la croissance en 2001

La croissance dans la zone euro a fortement ralenti en 2001, revenant de 3,5% en 2000 à 1,5%. Elle a été affectée principalement par l'ajustement des entreprises au ralentissement de l'économie mondiale et par les effets retardés du choc inflationniste lié à la hausse du cours des matières premières et, particulièrement, du pétrole en 2000 et à la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar depuis 1999.

Le canal des échanges commerciaux a été le premier vecteur de diffusion à la zone euro du ralentissement économique mondial. Ce choc de demande n'a pas uniformément touché les pays de la zone euro mais, dans l'ensemble, la décélération des exportations a été très marquée. Ainsi, en volume, les exportations de biens et services n'ont augmenté que de 2,5%, après 12,2% en 2000. Les importations, qui avaient crû de 10,9% en 2000, ont limité leur progression à 0,9%, en liaison avec le tassement de la demande en biens d'équipement des entreprises. Dans la mesure où les importations ont davantage reculé que les exportations, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB est demeurée positive (+ 0,7 point), pratiquement dans la même mesure que l'année précédente (+ 0,6 point).

En 2001, les anticipations des chefs d'entreprise se sont retournées, ce recul se traduisant par un net fléchissement de la production industrielle hors bâtiment, dont le glissement annuel a atteint - 4,5% en décembre 2001 (baisse sur un an la plus forte depuis juillet 1993), après + 6,8% en décembre 2000. Le taux d'utilisation des capacités de production a rapidement baissé : 81,8% en fin d'année 2001 contre 84,6% un an plus tôt. Ces évolutions ont entraîné une contraction de l'investissement total de 0,5% après une hausse de 4,7% en 2000, ainsi qu'une correction substantielle des stocks, dont la variation a contribué négativement à la croissance du PIB (- 0,5 point contre une contribution de 0,1 point en 2000).

La consommation des ménages, quoiqu'en décélération depuis la mi-2001, est demeurée le principal ressort de l'activité : 1,7% en 2001, après 2,5% en 2000. Elle a été soutenue par le repli de l'inflation à partir de l'été, qui a accru le pouvoir d'achat, et les allègements d'impôts. En outre, la dégradation du marché du travail a été limitée malgré le ralentissement économique : en fin d'année, le taux de chômage harmonisé s'élevait à 8,4%, contre 8,5% en décembre 2000.

Des fondamentaux toujours favorables à une croissance équilibrée

Les fondamentaux économiques de la zone euro demeurent favorablement orientés. En outre, à la différence des autres grandes économies développées, la zone euro ne souffre pas de déséquilibres majeurs : la balance des paiements courants est à l'équilibre et la détérioration des finances publiques demeure d'une ampleur limitée.

La zone euro a préservé sa position compétitive grâce, d'une part, à la poursuite de la modération salariale, la progression sur un an du coût total horaire de la main d'œuvre dans l'ensemble de l'économie s'établissant à 3,3% au quatrième trimestre et, d'autre part, à la relative stabilité, en 2001, de l'euro par rapport aux devises des principaux pays partenaires, l'appréciation du taux de change effectif réel atteignant, en moyenne, environ 3% sur l'année.

Du fait, principalement, du sensible accroissement de l'excédent de la balance commerciale, passé de 11,7 milliards d'euros en 2000 à 74 milliards, le déficit du compte

de transactions courantes a très fortement diminué, à 9,3 milliards d'euros en 2001, contre 70,1 milliards l'année précédente.

Enfin, le glissement annuel de l'indice harmonisé des prix à la consommation s'est établi à 2% en décembre 2001, contre 2,6% en décembre 2000. Ce ralentissement de l'inflation traduit l'effacement progressif des tensions liées à la hausse des prix du pétrole en début d'année et aux crises alimentaires intervenues au premier semestre, alors que les hausses de fiscalité indirecte intervenues dans certains pays (écotaxe en Allemagne et aux Pays-Bas, notamment) n'ont pesé que ponctuellement. Toutefois, la progression annuelle des prix à la consommation hors énergie, alimentation, alcool et tabac (inflation sous-jacente) s'est renforcée en cours d'année, s'établissant à 2,3% en décembre 2001, contre 1,5% un an plus tôt.

En conséquence, les conditions de refinancement auprès de l'eurosystème se sont progressivement détendues en 2001 : après une hausse de 175 points de base sur l'ensemble de l'année 2000, les taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) ont ainsi été abaissés de 150 points de base, en quatre étapes. À la fin de 2001, le taux minimal des opérations principales de refinancement, principal taux directeur de l'eurosystème, s'établissait à 3,25%.

Cette détente des taux a tenu compte d'un retour, fin 2001, des perspectives d'inflation à moyen terme au-dessous du plafond de 2% fixé par la stratégie de politique monétaire. Plusieurs facteurs y ont contribué :

- le ralentissement perceptible de la croissance a atténué le risque d'une matérialisation d'« effets de second tour », via les salaires, que l'on pouvait redouter de l'accélération de l'inflation observée en début d'année¹⁸ ;
- puis les attentats perpétrés le 11 septembre aux États-Unis ont constitué un choc majeur pour l'économie mondiale, susceptible d'accentuer le ralentissement de l'activité dans la zone euro et diminuant, de ce fait, les risques inflationnistes à moyen terme.

Des déficits publics qui s'accroissent à nouveau

Le ralentissement économique de 2001 a invalidé les hypothèses de croissance du PIB sur lesquelles étaient bâtis les budgets des administrations publiques (APU) pour cette même année. Les réalisations budgétaires s'inscrivent donc en net retrait par rapport aux projections initiales. Ainsi, le déficit des administrations publiques (hors produit des cessions des licences UMTS) pour la zone euro a augmenté, passant de -0,8% du PIB, en 2000, à -1,3% en 2001, sans empêcher, cependant, la poursuite de la diminution du poids de la dette publique, revenu de 69,5% du PIB à 69,1%. L'excédent primaire s'est détérioré, passant, d'une année sur l'autre, de 4,3% du PIB à 2,6%. À l'effet de la décélération de l'activité, via le jeu des stabilisateurs automatiques, s'est ajouté l'impact des programmes d'allègements fiscaux consentis dans la plupart des pays européens, pour un montant équivalent à 0,8% du PIB, que n'a pas compensé un effort symétrique du côté des dépenses publiques.

¹⁸ Imputable, pour l'essentiel, à une hausse ponctuelle des prix des produits alimentaires, liée à diverses épizooties (ESB, fièvre aphteuse, etc.) ainsi qu'à une certaine résilience du choc pétrolier de 2000, cette accélération a eu un caractère temporaire.

1.1.4. L'équilibre épargne-investissement dans le monde

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, de nombreux pays ont des balances des paiements dont le solde des transactions courantes s'éloigne de l'équilibre en raison notamment d'évolutions divergentes de leurs taux d'investissement et d'épargne intérieurs¹⁹. En 2001, au plan mondial, malgré une réduction des déséquilibres par rapport à l'année précédente, l'ensemble des pays ayant dû faire appel à une épargne extérieure ont ainsi affiché un déficit courant cumulé de 539 milliards de dollars, supérieur de plus de 200 milliards à celui enregistré en 1997 (cf. tableau ci-après).

La corrélation entre les évolutions des taux d'épargne et d'investissement intérieurs, encore forte jusqu'au milieu des années quatre-vingt, peut être analysée comme une contrainte de financement, avec des marchés financiers ayant essentiellement pour fonction d'assurer la circulation des capitaux détenus par les résidents, aux règles peu transparentes et souvent isolés par un contrôle des changes, les pays en phase de croissance rapide devaient alors limiter leur effort d'investissement à la hauteur de l'épargne nationale disponible et de quelques financements bancaires additionnels sous peine de risquer une crise de balance des paiements. Aujourd'hui, les investisseurs et les organismes ayant pour fonction de gérer l'épargne collective sont beaucoup plus enclins à déplacer leurs capitaux en fonction des rendements escomptés, en privilégiant moins que par le passé leur pays d'origine. La forte progression des flux de capitaux internationaux depuis une décennie en est une conséquence, qui a permis de relâcher le lien traditionnel entre épargne et investissement intérieurs.

Les premiers à s'ouvrir à l'épargne mondiale ont été bien évidemment des pays industrialisés, aux structures financières robustes, aux marchés profonds et liquides, qui ont libéralisé les mouvements de capitaux. Quelques pays émergents ont pu également attirer des capitaux privés étrangers de façon à financer leur développement. Mais comme l'a montré la succession des crises mexicaine, asiatique, russe, brésilienne et plus récemment, turque ou argentine, les capitaux internationaux, particulièrement à court terme, sont de nature instable, contraignant dans la plupart des cas les pays émergents à s'appuyer principalement sur leurs ressources propres.

C'est, d'ailleurs, ce que l'on observe depuis quelques années, et en particulier depuis la crise asiatique de 1997. En 2001, il n'y a ainsi que deux groupes de pays émergents et en développement qui ont pu compenser l'insuffisance de leur épargne nationale par recours à une épargne extérieure, les pays d'Amérique latine et les économies en transition d'Europe centrale et orientale, à l'exception de la Russie au solde courant fortement excédentaire. Si l'on rapporte leur déficit courant, soit quelque 75 milliards de dollars, à l'ensemble de l'épargne internationale²⁰, il apparaît que ces pays en ont absorbé moins de 15%. La quasi-totalité des autres pays en développement ont été pourvoyeurs nets de capitaux, dégagant un excédent courant global de l'ordre de 180 milliards de dollars.

Dans le même temps, cinq pays industrialisés ont dégagé un déficit courant cumulé de 455 milliards de dollars, représentant près de 85% de l'épargne internationale. Parmi ces pays, les

19 Par construction, le solde des transactions courantes d'un pays correspond à l'écart entre épargne et investissement dans ce pays. Un solde courant négatif traduit un excès d'investissement au regard de l'ensemble de l'épargne intérieure disponible.

20 L'épargne internationale est définie ici comme le déficit courant cumulé de tous les pays présentant un compte de transactions courantes déficitaire. En 2001, par exemple, l'épargne internationale est évaluée à 539 milliards de dollars (cf. tableau ci-après), cette évaluation devant être considérée davantage comme un ordre de grandeur que comme une donnée statistique en raison de la fragilité, voire de l'absence, des données de balance des paiements pour de nombreux pays et du « trou noir » des balances des paiements mondiales, ou « écart statistique mondial ».

États-Unis ont accusé un déficit courant de 417 milliards de dollars, représentant 78% de l'épargne internationale, en dépit du ralentissement marqué de la demande intérieure, et notamment de la chute de l'investissement.

SOLDES DE TRANSACTIONS COURANTES PAR PAYS ET ZONES GÉOGRAPHIQUES					
<i>(en milliards de dollars)</i>					
	1997	1998	1999	2000	2001
États-Unis	- 140	- 217	- 324	- 445	- 417
Zone euro (à 12)			- 28	- 65	
Royaume-Uni	- 3	- 8	- 31	- 26	- 25
Canada	- 8	- 8			
Israël, Australie et Nouvelle-Zélande	- 21	- 22	- 30	- 20	- 13
Corée, Thaïlande, Malaisie, Indonésie et Philippines	- 26				
Économies en transition (hors Russie)	- 24	- 28	- 25	- 18	- 20
Russie	0	- 2			
Amérique latine	- 67	- 91	- 57	- 48	- 54
Afrique	- 7	- 20	- 15		- 2
Moyen-orient (Turquie comprise)		- 22			
Autres pays déficitaires	- 13	- 20	- 12	- 14	- 8
Pays déficitaires, total	- 310	- 437	- 522	- 635	- 539
Zone euro (à 12)	63	27			2
Japon	97	121	107	119	88
Canada			1	18	19
Suisse, Suède, Danemark et Norvège	42	30	46	62	61
Corée, Thaïlande, Malaisie, Indonésie et Philippines		70	63	47	33
Chine, Hongkong, Singapour et Taiwan	56	59	52	54	71
Russie			23	45	35
Afrique				3	
Moyen-orient (Turquie comprise)	7		15	65	45
Autres pays excédentaires	3	5	3	3	2
Pays excédentaires, total	267	311	310	417	355
Écart statistique mondial ²¹	- 42	- 126	- 212	- 218	- 184
Écart statistique mondial calculé par le FMI ²²	- 3	- 90	- 152	- 164	- 144
Sources : Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Banque du Japon, BCE (zone euro), Office of National Statistics (Royaume-Uni), Statistiques Canada, Banque nationale suisse et FMI (Statistiques financières internationales et Perspectives de l'économie mondiale d'avril 2002, pour les autres pays et régions). Réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – PEET					

21 L'écart statistique mondial, également appelé « trou noir » des balances des paiements mondiales, est égal au solde cumulé des transactions courantes mondiales, en principe nul, les déficits des uns devant correspondre aux excédents des autres, mais dont le déficit connaît un accroissement marqué depuis 1998.

22 Il apparaît une différence entre les écarts statistiques mondiaux des transactions courantes calculés par le FMI et ceux figurant dans le tableau, qui tiennent d'une part à ce que les soldes des principaux pays industrialisés repris dans le tableau incorporent des informations et des révisions récentes, d'autre part à la différence des modes de calcul du solde courant de la zone euro. Le solde retenu dans le tableau est celui de la balance des paiements de la zone euro élaborée par la BCE, le FMI agréant pour sa part les soldes courants de tous les pays membres de la zone.

1.2. Les marchés financiers internationaux en 2001

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

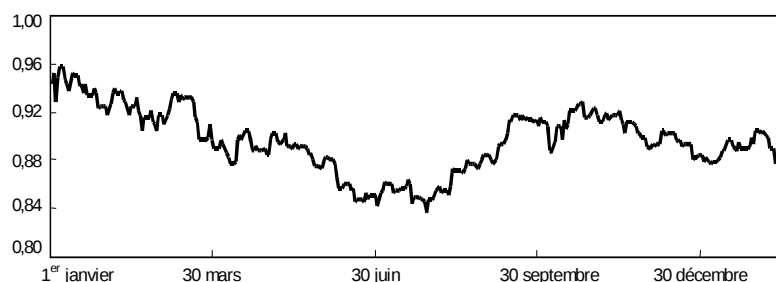
En termes effectifs nominaux vis-à-vis des monnaies des pays industrialisés (Union européenne, États-Unis, Japon, Canada, Norvège, Australie, Nouvelle-Zélande), le dollar a poursuivi en 2001 son mouvement d'appréciation entamé en 1995. L'euro s'est stabilisé à un niveau moyen, légèrement supérieur à celui de l'année 2000 (+ 1,5%), rompant ainsi avec la tendance globalement baissière de 1999. Quant au taux de change effectif nominal du yen, il a enregistré une légère dépréciation en 2001.

En terme de taux de change nominal bilatéral, ces évolutions n'ont toutefois pas été linéaires. Trois sous-périodes principales peuvent ainsi être distinguées en ce qui concerne la parité euro contre dollar.

Tout d'abord, l'euro a enregistré une érosion contre dollar pendant la première moitié de 2001, descendant à son plus bas niveau de l'année, à 0,8350, le 6 juillet. Cette dépréciation a principalement résulté de la publication d'indicateurs économiques plus médiocres qu'attendu dans la zone euro, alors que le marché anticipait parallèlement une reprise économique rapide aux États-Unis — dès le deuxième semestre de l'année — ce qui a favorisé le maintien de flux d'investissements importants en faveur des marchés américains. En mai, l'annonce de la restructuration d'un indice de référence majeur sur les marchés boursiers (indice MSCI) entraînant une réallocation d'actifs au détriment de ceux libellés en euro a également contribué au soutien du dollar.

Ensuite, la monnaie unique a rebondi à partir de la seconde partie du mois de juillet, dans un contexte d'affaiblissement du dollar face à toutes les grandes devises, lié à une succession de signes de ralentissement plus marqué de la croissance économique aux États-Unis qui ont entraîné une révision en baisse et un éloignement dans le temps des perspectives de reprise économique outre-Atlantique. La persistance du déséquilibre de la balance courante américaine, que le FMI a jugé difficilement soutenable, ainsi que la montée des interrogations sur un infléchissement possible de la politique du dollar fort, ont par ailleurs accentué l'affaiblissement du dollar jusqu'au mois de septembre.

Enfin, au cours du dernier trimestre 2001, l'euro s'est stabilisé autour de 0,89. À la suite des attentats du 11 septembre, les décisions prises par les principales banques centrales d'abaisser leurs taux d'intérêt et de fournir une ample liquidité au marché ont, en effet, rapidement réduit les incertitudes. Si la devise américaine a alors bénéficié de la publication d'indices de confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise meilleurs que ce que l'on prévoyait à la suite des attentats, les incertitudes liées à l'émergence d'un nouvel environnement géopolitique, couplées à des signaux plus nuancés sur la situation économique (montée du chômage) ont été de nature à contenir tout rebond significatif du dollar.

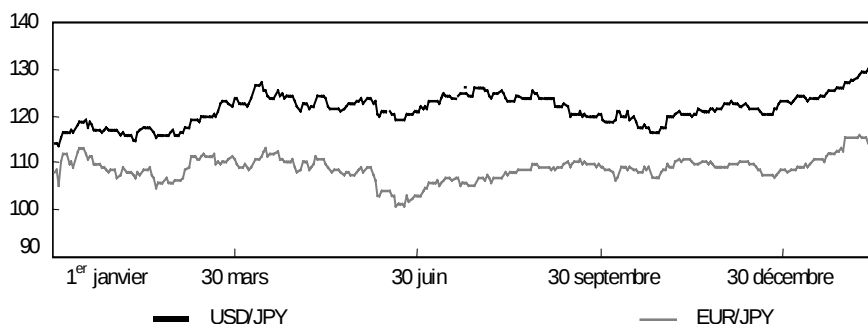
TAUX DE CHANGE DE L'EURO CONTRE DOLLAR

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Études de marché et des relations avec la place – SEMASFI

Au cours de l'année 2001, le yen s'est déprécié de plus de 12% contre dollar (de 114,88 à 130,86) et de 6% contre euro (de 108,26 à 115,33).

Jusqu'au début du mois de novembre, la monnaie japonaise a évolué sans direction précise, son taux de change contre dollar fluctuant dans un corridor assez large dont les bornes étaient comprises entre 115 et 125 contre dollar et entre 102 et 112 contre euro. En effet, en dépit du nouvel assouplissement de la politique monétaire japonaise et de la publication d'indicateurs confirmant la dégradation de la situation économique nipponne, le recul du yen a été ponctuellement limité par des facteurs de soutien tels que des rapatriements de capitaux par les résidents. À l'inverse, l'opposition affichée par les autorités japonaises à l'appréciation du yen ainsi que les incertitudes concernant la nature et l'envergure des réformes structurelles susceptibles d'être décidées à la suite des élections à la Chambre haute ont modéré la progression du yen.

Lors des deux derniers mois de l'année 2001, le yen s'est orienté nettement à la baisse, dans le sillage des interventions effectuées par la Banque du Japon en septembre. En outre, la publication de chiffres soulignant la détérioration du marché du travail et l'entrée de l'économie nationale en récession pour le seconde fois en l'espace de trois ans, la fragilisation du secteur bancaire et la dégradation de la notation de la dette publique japonaise par les grandes agences de notation ont accéléré la dépréciation du yen.

TAUX DE CHANGE DU DOLLAR (USD) ET DE L'EURO (EUR) CONTRE YEN (JPY)

(en yens)

Source : Banque centrale européenne

Réalisation : Banque de France – Direction des Études de marché et des relations avec la place – SEMASFI

1.2.2. Les marchés boursiers

Deuxième année de baisse consécutive des indices boursiers

Parallèlement au ralentissement de l'économie mondiale, l'année 2001 a constitué la deuxième année de baisse consécutive pour l'ensemble des indices boursiers. Le CAC 40 a ainsi cédé 22%, l'EuroStoxx 20,5%, le Dow Jones 7,1% et le Nikkei 30,8%. Dans un contexte d'incertitude marquée quant à l'ampleur du ralentissement économique, notamment aux États-Unis, les marchés boursiers ont été particulièrement sensibles à toutes les annonces négatives sur les résultats des sociétés.

On peut distinguer quatre périodes successives en matière d'évolution des cours des actions en 2001 :

- de janvier à début avril, les marchés ont poursuivi leur tendance baissière amorcée en 2000. Ils ont été particulièrement affectés par des annonces de résultats décevantes, notamment de la part de sociétés de la « nouvelle économie », laissant craindre une large surévaluation des cours par rapport aux bénéfices ;
- de début avril à fin mai, les marchés boursiers ont amorcé un rebond, les investisseurs anticipant une reprise rapide de l'économie américaine dès la fin de l'année 2001. La hausse enregistrée par les marchés a principalement été alimentée par la bonne performance des valeurs technologiques, liée à la publication de résultats meilleurs qu'attendu, notamment aux États-Unis ;
- de fin mai au 22 septembre, à mesure que le scénario d'un rebond rapide de l'économie américaine cédait la place à des anticipations d'une reprise plus lente et que le ralentissement de l'activité économique en Europe se précisait, une nouvelle correction a eu lieu. Les jours qui ont immédiatement suivi les événements du 11 septembre ont été caractérisés par un repli sensible des cours, qui sont tombés à leurs plus bas niveaux de l'année le 21 septembre ;
- du 22 septembre à la fin de l'année, une remontée des cours est intervenue, favorisée par un regain d'optimisme des investisseurs, après l'assouplissement très important des conditions monétaires aux États-Unis. Une plus grande confiance dans les perspectives de reprise, couplée à une moindre aversion au risque, a alors suscité des réallocations de portefeuille au profit des actions.

Ample fluctuation des volatilités

Les volatilités historiques sur les différents indices boursiers ont atteint ponctuellement des niveaux très élevés, notamment sur les indices technologiques rendus extrêmement sensibles à toutes les annonces de résultats. Après s'être fortement accrus à la suite des événements du 11 septembre, les niveaux de volatilité se sont néanmoins progressivement repliés pour s'établir, en fin d'année, en retrait plus ou moins sensible par rapport aux niveaux de fin 2000.

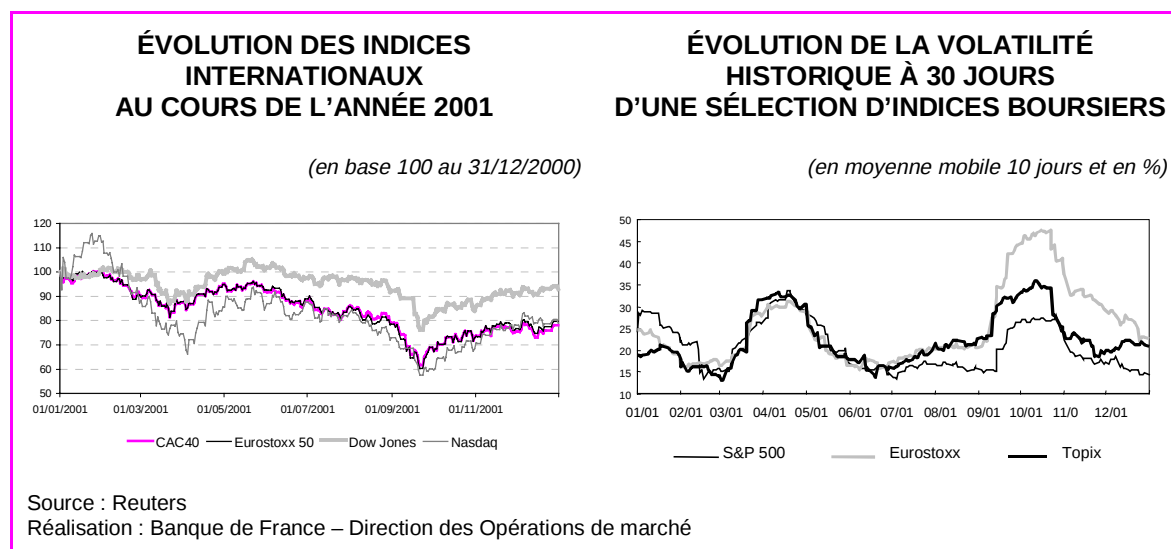
Les volatilités implicites tirées des options sur indices ont, en revanche, fluctué dans de moindres proportions. Exception faite de la période consécutive aux événements du 11 septembre (volatilité implicite dérivée des options sur indice CAC 40 au plus haut, à 50%, le 21 septembre), elles se sont inscrites, durant la majeure partie de l'année, sur des niveaux légèrement en retrait par rapport à ceux de l'année précédente.

Sous-performance des valeurs de la « nouvelle économie »

Les valeurs de la « nouvelle économie » ont enregistré les plus mauvaises performances. La « bulle » sur les valeurs technologiques s'est dégonflée à mesure que s'accroissaient les interrogations sur la pertinence des méthodes de valorisation des actions des sociétés du secteur technologie-médias-télécommunications (TMT), les cours atteints par ces valeurs paraissant alors excessifs par rapport aux résultats attendus (recul du Nasdaq de 21,1%, de l'ITCAC de 36,5% et de l'indice du Nouveau marché de 63% au cours de l'année 2001).

Plus spécifiquement, en Europe, la correction des cours boursiers des opérateurs de télécommunications a été largement imputable aux inquiétudes suscitées par des niveaux d'endettement très élevés, sanctionnés par une dégradation de la notation de la dette des différents opérateurs, alors que les perspectives de profit restaient faibles et que les investissements dans les réseaux UMTS se révélaient moins prometteurs qu'initialement escompté.

A contrario, les valeurs appartenant à des secteurs réputés défensifs (santé, agroalimentaire, biens de consommation non cycliques) ont joué le rôle de valeurs refuge, au fur et à mesure que les prévisions de croissance étaient revues à la baisse.



Fort repli du marché japonais et des bourses des pays émergents

Dans un contexte de ralentissement économique mondial, l'absence de reprise de l'économie japonaise malgré la mise en œuvre d'une politique monétaire accommodante et les inquiétudes concernant la santé du système bancaire pénalisé par le poids de ses créances douteuses ont pesé sur le Nikkei qui a reculé de 30,8% au cours de l'année 2001.

L'actualité des marchés financiers émergents a été essentiellement marquée par la détérioration progressive de la situation économique, budgétaire et politique en Argentine qui a conduit au défaut de paiement de l'État argentin. Dans ce contexte, le Merval a perdu 29,5%.

1.2.3. Les marchés de taux

Les marchés de taux courts

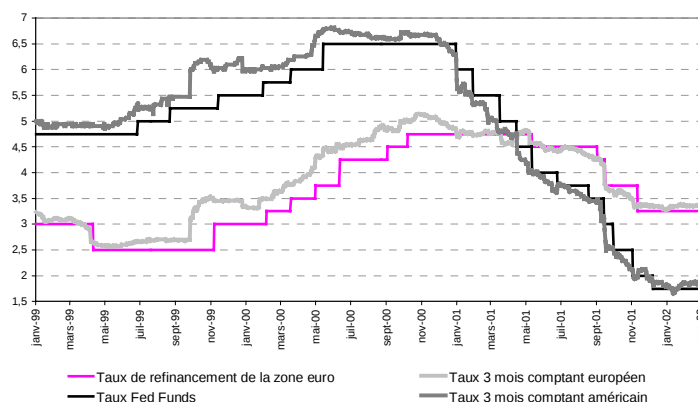
Au cours de l'année 2001, dans un contexte de ralentissement marqué de l'économie mondiale, la BCE a abaissé ses taux directeurs de 150 points de base en quatre mouvements successifs, tandis que la Réserve fédérale a mis en œuvre une politique monétaire très accommodante, ramenant ses taux directeurs de 6% à 1,75%.

L'évolution des taux courts a été marquée par trois phases distinctes :

- de janvier à mai, alors que le Système fédéral de réserve abaissait son taux objectif des « Fed Funds » et son taux d'escompte de 150 points de base en raison du ralentissement brutal de l'économie américaine, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés, dans un contexte d'activité économique encore soutenue et de légère accélération du rythme de hausse des prix dans la zone euro. Néanmoins, à partir du mois de mars, les marchés ont développé de fortes anticipations de baisse des taux directeurs, illustrées par une inversion de l'ensemble de la courbe des rendements à court terme, à la suite de la publication d'indicateurs d'activité ou de confiance en baisse sensible au sein de la zone euro ;
- de mai à novembre, les anticipations de baisse des taux se sont accentuées, sous l'influence de la décélération des pressions inflationnistes au sein de la zone euro, notamment au cours de l'été, de l'apparition de nouveaux signes de ralentissement économique de part et d'autre de l'Atlantique et de la montée des incertitudes après les attentats du 11 septembre compte tenu du développement de craintes de dysfonctionnement des marchés financiers et d'aggravation du ralentissement de l'activité. Au cours de cette période, la BCE a baissé ses taux directeurs de 125 points de base et la Réserve fédérale de 200 points de base ;
- la baisse des taux directeurs par la BCE, le 8 novembre, et par la Réserve fédérale, le 11 décembre, ont été suivies d'un retournement des anticipations de taux d'intérêt du marché, les opérateurs tablant alors sur un rebond rapide de l'économie américaine et, dans son sillage, de celle de la zone euro.

ÉVOLUTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS DEPUIS 1999

(en pourcentage)

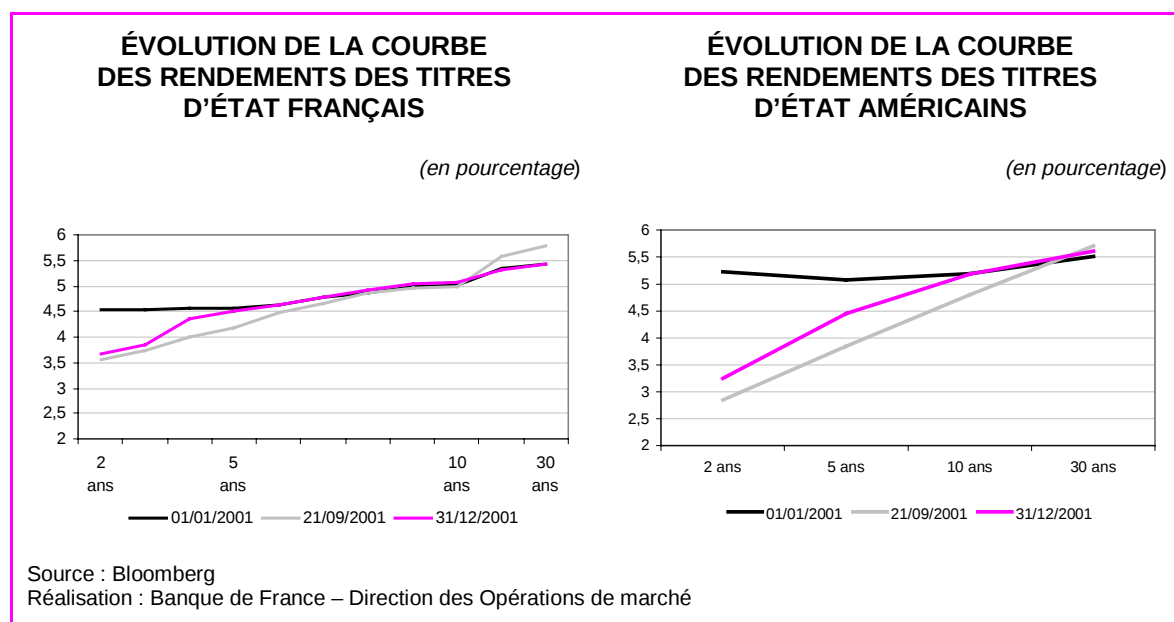


Source : Reuters

Réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché

Les marchés obligataires

La pente de la courbe des rendements s'est, sur la période, fortement accentuée, les taux longs clôturant l'année sur des niveaux comparables à ceux observés en fin d'année 2000, tandis que les rendements sur les échéances les plus courtes se détendaient nettement (les rendements à deux ans français se sont inscrits en baisse de 88 points de base et les rendements à deux ans américains de près de 200 points de base) parallèlement aux baisses de taux directeurs décidées par les Banques centrales.



L'évolution des marchés obligataires peut être décomposée en deux phases distinctes :

- de janvier à novembre, les divers assouplissements monétaires opérés par la BCE et la Réserve fédérale, alliés à des anticipations par le marché de baisses supplémentaires des taux directeurs eu égard à la détérioration des perspectives d'activité et à l'absence de tensions inflationnistes, ont favorisé une nette détente des rendements obligataires. Les rendements du secteur deux ans ont ainsi été ramenés de 4,55% en fin d'année 2000 à un plus bas niveau de 3,05% début novembre en zone euro et de 5,23% à 2,49% aux États-Unis. Les taux longs se sont également détendus, le rendement de l'obligation française à dix ans passant de 5% à 4,40% et celui des titres du Trésor américain de 5,19% à 4,28%. Ce mouvement a été amplifié par les événements du 11 septembre qui ont engendré une augmentation de l'aversion au risque et un mouvement de fuite vers la qualité de la part des investisseurs ;
- de novembre à décembre, la baisse de l'aversion au risque et l'amélioration des perspectives de croissance se sont traduites par une remontée des taux obligataires courts et longs. Les taux à deux ans français se sont ainsi tendus jusqu'à 3,67% tandis que les taux américains atteignaient 3,25%. Sur la même période, le rendement de l'OAT à dix ans s'est inscrit en hausse de 4,40% à 5,07% tandis que ceux des titres du Trésor américain à dix ans se sont tendus jusqu'à 5,18%.

Le différentiel de croissance observé de part et d'autre de l'Atlantique évoluant progressivement en faveur de l'Europe, l'écart de rendement entre les titres américains et français à dix ans s'est progressivement réduit au cours des trois premiers trimestres de l'année 2001 au point de devenir négatif à compter du mois de septembre. Après les événements du 11 septembre, les titres d'État américains se sont traités jusqu'à 30 points de base en deçà des titres européens.

Néanmoins, au cours des derniers mois de l'année, dans un contexte marqué par un net regain d'optimisme sur les perspectives de reprise aux États-Unis, l'écart de rendement s'est de nouveau modérément inversé.

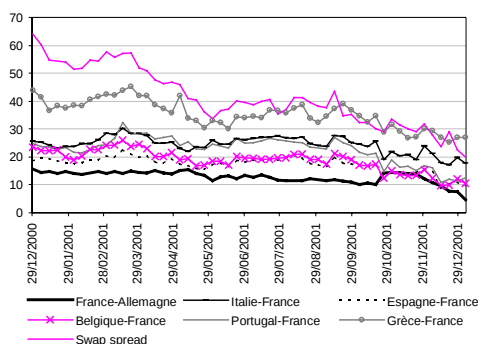
L'année 2001 a été également marquée par une réduction sensible des écarts de rendement à long terme au sein de la zone euro, tout particulièrement au cours du dernier trimestre. Cette convergence des taux longs a résulté de plusieurs facteurs :

- des facteurs conjoncturels, parmi lesquels le ralentissement plus marqué de l'économie allemande comparativement aux autres pays de la zone euro, qui s'est traduit par le creusement du déficit budgétaire et l'annonce d'un programme gouvernemental d'émission en hausse pour l'année 2002 ;
- les efforts menés par les Trésors nationaux, destinés à favoriser une plus grande homogénéité des dettes d'État de la zone euro et à renforcer la liquidité des titres nouvellement émis ;
- enfin, la moindre aversion au risque observée au cours du dernier trimestre, illustrée par le resserrement de l'écart entre le taux fixe des « swaps » et le rendement des titres d'État de même échéance et qui a également favorisé le resserrement de l'ensemble des écarts de rendement entre titres d'État au sein de la zone euro.

Le marché du crédit a également été marqué par des évolutions contrastées. Au cours des neuf premiers mois de l'année 2001, les titres privés ont tiré avantage des mesures d'assouplissement monétaire opérées de part et d'autre de l'Atlantique. En effet, les conditions financières apparaissant plus favorables aux entreprises et les risques de défaillance étant réduits par les perspectives de reprise économique, les investisseurs ont progressivement procédé à une recomposition de leur portefeuille au profit des titres privés. Néanmoins, à la suite des événements du 11 septembre, la montée de l'aversion au risque s'est traduite par une fuite vers la qualité au détriment des titres privés. Ce phénomène est, cependant, demeuré temporaire et au dernier trimestre, l'écart de rendement entre titres privés et titres d'État s'est de nouveau réduit en liaison avec l'amélioration des perspectives de croissance à court terme, en particulier aux États-Unis.

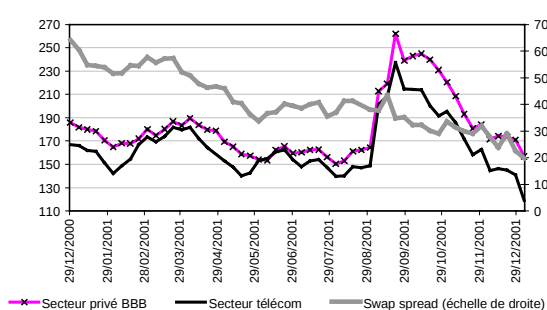
ÉCARTS DE RENDEMENTS DES TITRES D'ÉTAT DE LA ZONE EURO À 10 ANS VIS-À-VIS DE L'OAT

(en points de base)



ÉCARTS DE RENDEMENTS CONTRE TITRES D'ÉTAT

(en points de base)



Source : Bloomberg

Réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché

1.3. Crises financières et régulation financière internationale en 2001

1.3.1. Les crises financières en Argentine et en Turquie

Argentine

L'actualité des marchés financiers émergents, au cours de l'année 2001, a été essentiellement marquée par la détérioration progressive de la situation argentine. Faisant du maintien de la loi de convertibilité de 1991 un principe de politique économique, la stratégie des autorités argentines en 2001 a consisté à renforcer les mesures d'austérité budgétaire afin de tenter d'enrayer le processus de surendettement public et d'éviter le défaut de paiement sur la dette souveraine. Cependant, l'annonce d'un objectif de « déficit zéro » en juillet est apparue rapidement irréaliste en raison tant de la faiblesse des rentrées fiscales, liée à la récession économique, que des difficultés à réformer en profondeur la structure des dépenses budgétaires. Ni le reprofilage partiel de la dette (« *méga-swap* » de début juin), ni le recours à des mesures d'urgence, telles que le placement forcé des titres publics d'État auprès des institutions financières domestiques ou le paiement par les provinces de salaires en titres de dettes à court terme (*Patacones*, *Lecops*), n'ont permis de stabiliser la dynamique de la dette et de restaurer la crédibilité internationale du pays.

En septembre 2001, l'Argentine a bénéficié de financements d'urgence de la part du FMI d'un montant de 8 milliards de dollars, portant l'assistance financière totale du FMI à ce pays à 21,5 milliards, soit 18,6% du total de ses engagements. Cependant, alors que les marchés accueillaient favorablement le programme brésilien, l'aide additionnelle accordée à l'Argentine a été sans effet sur les « *spreads* ». Dans un contexte social de plus en plus tendu, la crise de surendettement public a déclenché une crise de confiance des agents économiques argentins, aggravant les tensions sur la liquidité du secteur bancaire et financier. Malgré les mesures de sauvegarde du système bancaire et du régime de change — notamment les limitations drastiques apportées à la disponibilité des dépôts bancaires, à l'origine d'une crise politique et sociale majeure — l'Argentine a finalement dû suspendre le service de sa dette, puis abandonner le régime du « *currency board* »²³, déclenchant une dévaluation du peso de 29% par rapport au dollar.

Le défaut argentin a été exceptionnel par son ampleur, la dette publique du pays avoisinant 130 milliards de dollars. Néanmoins, les effets de contagion de la crise argentine apparaissent au total assez limités. Plusieurs facteurs peuvent contribuer à expliquer ce phénomène. En premier lieu, la détérioration de la situation de l'Argentine et son impact sur la dette du pays, largement anticipés par les marchés, n'ont nullement constitué une surprise. Les investisseurs internationaux, et plus généralement les intervenants de marché, ont, semble-t-il, intégré ce risque bien avant l'éclatement de la crise dans leurs stratégies d'investissement et leur approche du marché argentin, comme des marchés émergents dans leur ensemble. De plus, l'activité sur les marchés financiers émergents est aujourd'hui le fait à la fois de fonds d'investissement dédiés et d'investisseurs opportunistes (fonds dits « *cross-over* ») qui, d'une façon générale, ont moins recours à l'effet de levier. Ces facteurs ont pu contribuer à prévenir les réactions de panique et à limiter la volatilité sur les marchés émergents, dans un environnement au demeurant marqué par le déclin persistant, depuis les crises de 1997-1998, des flux d'investissement vers les économies émergentes.

²³ Système de parité fixe caractérisé par un strict adossement de la base monétaire aux réserves de change.

Turquie

La crise de liquidité qui s'est développée en Turquie, dès la fin 2000, s'est aggravée au début de l'année 2001, reflétant la perte de confiance des marchés financiers dans la politique des autorités publiques. La fragilité du secteur bancaire, le niveau élevé de l'inflation et le dérapage du déficit des transactions courantes, sur fond de crise politique et institutionnelle, ont été sanctionnés par des pressions croissantes sur la livre turque, qui ont amené le gouvernement à annoncer, le 22 février, l'abandon du régime de « *crawling peg* » au profit d'un flottement de la monnaie.

Au mois de mai 2001, la Turquie a mis au point avec le FMI un programme économique renforcé. L'effort de redressement engagé par les autorités n'a toutefois pas réussi à restaurer la confiance des marchés. D'une part, la persistance de taux d'intérêt élevés compliquait le refinancement de la dette publique et aggravait son coût. D'autre part, la dépréciation plus importante que prévu de la livre ne permettait pas un ralentissement de l'inflation aussi significatif qu'on aurait pu l'espérer.

Alors qu'elle semblait commencer à se stabiliser, la situation économique de la Turquie a subi un nouveau choc à l'automne, avec les événements du 11 septembre, qui ont provoqué un déclin des exportations et des recettes liées au tourisme et rendu plus difficile l'accès aux marchés financiers internationaux.

Au mois de novembre, le besoin de financement du pays était estimé à 10 milliards de dollars pour la période allant jusqu'à fin 2002. Le 15 novembre, le FMI recommandait l'adoption d'un nouvel accord de confirmation (« *stand-by arrangement* »), formellement approuvé par le Conseil d'administration le 4 février 2002. Cet accord, qui se substitue à celui adopté en décembre 1999, octroie 16,3 milliards de dollars à la Turquie pour la période 2002-2004 en soutien de son programme économique.

À la fin de l'année 2001 et au début de l'année 2002, la restructuration du système bancaire (rationalisation puis privatisation des petites banques publiques, recapitalisation des grandes banques d'État), la poursuite du programme de privatisations et la confirmation de la politique d'assainissement budgétaire ont commencé à porter leurs fruits et la situation économique et financière de la Turquie s'est stabilisée. Le soutien apporté par la communauté financière internationale a également joué un rôle important dans ce processus de stabilisation, en facilitant l'accès de la Turquie aux marchés internationaux de capitaux.

1.3.2. La réflexion sur la restructuration des dettes souveraines

En mettant en évidence les limites du cadre actuel de gestion des crises financières internationales, l'effondrement économique et financier de l'Argentine, considérée encore récemment comme l'un des pays membres vertueux du FMI, a démontré la nécessité de poursuivre les travaux en matière de résolution des crises engagés sous l'impulsion du sommet du G7 de Cologne en 1999. Répondant à cette urgence, la communauté internationale a concentré ses efforts sur l'élaboration d'un dispositif de restructuration ordonnée des dettes souveraines, propre à assurer le retour à la soutenabilité de la dette pour les pays ne pouvant plus honorer leurs obligations financières du fait de leur capacité de paiement.

Le nouveau contexte des crises de paiements dans les années quatre-vingt-dix

Lors de la crise de la dette de 1982, la part prépondérante des prêts bancaires dans les dettes souveraines et leur concentration sur un nombre limité d'établissements avaient permis de résoudre les problèmes de coordination des créanciers dans le cadre relativement informel du Club de

Londres (parallèlement au Club de Paris pour les financements publics bilatéraux). La résolution avait été facilitée par la stratégie des banques (maintien des relations à long terme avec les pays emprunteurs), la présence dans les prêts syndiqués de mécanismes de coordination des créanciers, les moyens de pression des autorités sur les banques ainsi que la possibilité pour ces dernières d'étaler les pertes dans le temps.

L'évolution du mode de financement des pays émergents intervenue au cours des années 1990 a compliqué à plusieurs égards la restructuration des dettes souveraines. En effet, l'accroissement dans la décennie passée des financements privés sous forme de titres a conduit à l'atomisation de la base des créanciers, à une complexité croissante des dettes souveraines, à l'hétérogénéité des motivations et comportements des créanciers privés, ainsi qu'à la diversité des règles comptables qui leur sont applicables. Les difficultés et les risques liés à la restructuration des dettes résultant de ces nouveaux modes de financement ont été illustrés par l'action juridictionnelle engagée par le fonds « vautour » Elliott Associates contre le gouvernement péruvien²⁴ ou encore le sentiment négatif qu'a pu engendrer chez les acteurs de marché la méthode peu coopérative d'offre d'échange retenue pour mener à bien les processus de restructuration des dettes souveraines du Pakistan (fin 1999), de la Russie en 2000 ou de l'Équateur (fin 1999-2000).

Les réflexions internationales ont permis de dégager plusieurs approches complémentaires de la gestion des crises de surendettement des États

L'approche générale, développée dans une proposition exposée par Anne Krueger, Directrice générale adjointe du FMI, dans un discours du 26 novembre 2001²⁵, a concentré l'attention de la communauté internationale. Elle envisage la restructuration des dettes souveraines insoutenables sur un modèle inspiré des législations nationales en matière de faillite du secteur privé (par exemple, le chapitre 11 du Code de commerce des États-Unis). Prenant acte des limites de l'assistance financière du FMI dans le cas de dettes souveraines insoutenables, elle recommande d'accorder au Fonds le double pouvoir d'avaliser la décision par un État, de suspendre les paiements sur sa dette et d'imposer à l'ensemble des créanciers privés une suspension des recours juridictionnels, sous certaines conditions (notamment, insoutenabilité avérée de la dette publique, négociations de bonne foi entre l'État et ses créanciers). L'application de ce dispositif pourrait impliquer la création d'une instance internationale chargée notamment de régler les différends entre le débiteur et ses créanciers et entre créanciers. En conférant des pouvoirs quasi-juridictionnels à une instance internationale, cette approche vise à lever deux obstacles potentiels à une restructuration ordonnée des dettes souveraines : d'une part, les risques de contentieux susceptibles de faire achopper les négociations entre le débiteur et une majorité de créanciers (risques liés au comportement prédateur de fonds tel qu'Elliott Associates) ; d'autre part, la difficulté de coordonner l'ensemble de la masse des créanciers obligataires du fait de la multiplicité des types de titres émis ainsi que de la diversité d'origine des créanciers (obligataires, bancaires, etc.).

L'approche dite contractuelle, *relancée par la proposition du FMI*, donne la référence aux solutions de marché, décentralisées et volontaires. En pratique, il s'agit d'insérer dans les contrats d'endettement obligataire des clauses dites d'action collective. Celles-ci régleraient par avance les questions de coordination des créanciers porteurs des titres et organiseraient, le cas échéant, la suspension temporaire des paiements ainsi que celle des actions judiciaires. En cela, cette approche

²⁴ Refusant l'offre d'échange des titres (contre des obligations Brady) qu'il détenait et sur lesquels l'État péruvien avait fait défaut, le fonds « vautour » Elliott a préféré poursuivre le débiteur pour obtenir le remboursement intégral des titres. En 2000, la cour d'appel de Bruxelles a donné raison au créancier sur un point de son action juridictionnelle. Alors que toutes les voies de recours juridictionnels n'étaient pas épuisées, les autorités péruviennes décidèrent de ne pas faire appel de la décision et de passer un accord amiable avec le créancier.

²⁵ Anne Krueger, *International financial architecture for 2002 : A new approach to sovereign debt restructuring*, discours prononcé lors du dîner annuel des membres du National economists' Club, Washington DC, 26 novembre 2001.

s'inspire pour partie des recommandations du rapport Rey du G10 sur la résolution des crises souveraines (1996) et des propositions formulées par les autorités canadiennes en 1998.

Ces deux dernières approches ont constitué les deux principaux axes de la discussion au plan international sur ce sujet.

L'approche dite informelle se présente comme un moyen terme entre les deux précédentes. En pratique, elle se confond largement avec la proposition développée dans un document conjoint de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Canada²⁶, proposition qui recueille un large soutien des autorités européennes. Elle s'inspire en partie de la « *London approach* », qui est un ensemble de règles développées et appliquées sous l'égide de la Banque d'Angleterre, en matière de restructuration des dettes des entreprises industrielles ou commerciales au niveau national. D'une part, l'approche repose sur le strict respect des limites d'accès aux financements du FMI afin de corriger les comportements risqués tant des créanciers privés que des débiteurs souverains et d'inciter les parties prenantes à rééchelonner ou restructurer la dette souveraine pour faire face aux difficultés de paiement du débiteur. D'autre part, comme dans le cas de la « *London approach* », le processus de négociation entre le débiteur et ses créanciers, qui interviendrait après la suspension temporaire des paiements par le pays débiteur, serait rendu plus prévisible et ordonné grâce à l'application « d'orientations » (« *guidelines* ») pré-établies, faisant l'objet d'un consensus international.

Par ailleurs, les économistes américains Adam Lerrick et Allan H. Meltzer²⁷ ont suggéré, avec moins d'écho que les propositions précédentes, de traiter les dettes souveraines insoutenables en créant une nouvelle facilité du FMI. Celle-ci serait destinée à soutenir le marché secondaire de la dette souveraine en crise. Dans leur schéma, le pays souverain déclarerait la suspension de paiement sur l'ensemble de sa dette en devises afin d'engager les négociations de restructuration. Parallèlement, il bénéficierait de la nouvelle facilité du FMI, laquelle consisterait à offrir aux porteurs de la dette un cours plancher garanti pendant le processus de négociation à la fois suffisamment élevé pour éviter les phénomènes de panique et suffisamment bas pour que la charge de refinancement de la dette n'incombe pas uniquement aux autorités publiques. La restructuration de la dette suivrait ainsi un processus de négociation décentralisé et de marché, les risques de contagion liés au défaut de paiement d'un État étant par ailleurs contenus grâce à la garantie de cours.

Les différentes questions soulevées par les propositions passées en revue continuent de faire l'objet de débats intenses. Si aucune d'entre elles ne fait l'unanimité, elles convergent néanmoins sur un point, dont les participants de marché semblent avoir pris conscience, à savoir la volonté de la communauté internationale d'impliquer plus systématiquement le secteur privé dans la résolution des crises financières.

²⁶ Andy Haldane et Mark Kruger, Presumptions about official response to financial crises, Banque d'Angleterre / Banque du Canada, novembre 2000 ; The resolution of international financial crises : private finance and public funds, Banque d'Angleterre / Banque du Canada, novembre 2001.

²⁷ Adam Lerrick et Allan H. Meltzer, Blueprint for an international lender of last resort, Carnegie Mellon, 22 octobre 2001.

Fiche thématique

n° 1.a.

L'ACTIVITÉ BANCAIRE DES CENTRES « OFFSHORE »

Plus encore que les crises financières régionales qui, depuis au moins la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, ont sévèrement affecté plusieurs pays émergents, l'actualité internationale récente a à nouveau démontré combien il était nécessaire de pouvoir correctement appréhender le rôle des centres financiers extraterritoriaux (dits aussi « *offshore* », terme qui sera repris ci-après) en ce qui concerne la circulation des capitaux à l'échelle mondiale.

Toutefois, outre la fragilité inhérente à tout exercice de déclaration statistique, une difficulté supplémentaire tient à la pluralité des définitions possibles de la notion de centre « *offshore* », comme l'attestent notamment les travaux publiés sous l'égide 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.

En retenant la définition proposée par la Banque des règlements internationaux, parce qu'elle offre la plus large base statistique en la matière, seront donc ici considérées 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 avec les besoins de l'économie domestique et participant à des opérations initiées le plus souvent hors de leur territoire.

Pour appréhender le rôle des centres « offshore » en matière d'activité bancaire internationale, deux approches complémentaires sont proposées :

- au sein des vingt-huit pays déclarants à la Banque des règlements internationaux (BRI), apprécier l'activité bancaire internationale qui est déclarée par les sept centres « offshore » que la BRI définit comme tels : Bahamas, Bahreïn, les Îles Caïmans, Hong Kong, Singapour, ainsi que les compartiments « offshore » du Japon (*Japanese Offshore Market*) et des États-Unis (*International Banking Facilities*).
- dans un second temps, étudier la part des créances et des engagements déclarés par les 28 pays déclarants et qui portent sur les quatorze centres « offshore » — cette fois en tant que contreparties — retenus par la BRI : les Antilles néerlandaises, les Antilles britanniques, Aruba, les Bahamas, Bahreïn, la Barbade, les Bermudes, les Îles Caïmans, Hong Kong, le Liban, le Liberia, Panama, Singapour et Vanuatu.

Ces deux analyses complémentaires ont en commun cinq centres « offshore » définis comme tels par la BRI, et qui sont donc à la fois des déclarants statistiques et des contreparties des banques internationales : les Bahamas, Bahreïn, les Îles Caïmans, Hong Kong et Singapour.

1. La part des créances et des engagements déclarés à la BRI par les centres « offshore » décroît

1.1. Créances bancaires transfrontières

Les sept centres « offshore » qui fournissent régulièrement à la BRI des déclarations statistiques¹ représentent, sur les dernières années, une part décroissante de l'activité bancaire internationale totale. En effet, alors que, depuis fin 1998, le total des créances bancaires transfrontières a progressé de 14% (atteignant près de 11 300 milliards de dollars fin septembre 2001²), la part de ces créances appartenant à ces sept centres « offshore » considérés comme tels par la BRI est revenue sur la période de 29% (2 819 milliards de dollars) à 24% (2 712 milliards de dollars).

¹ Bahamas, Bahreïn, les Îles Caïmans, Hong Kong, Singapour, ainsi que les compartiments « offshore » du Japon (*Japanese Offshore Market*) et des États-Unis (*International Banking Facilities*).

² Le 30 septembre 2001 est la date d'arrêt des dernières statistiques bancaires internationales de la BRI disponibles à la date de rédaction de cette fiche.

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

(en milliards de dollars)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001	Variation déc. 98/sept. 01
Centres « offshore » déclarant à la BRI	2 819	2 645	2 725	2 712	– 3,8%
Îles Caïmans	649	655	782	812	+ 25,1%
États-Unis (International Banking Facilities)	254	286	309	307	+ 20,6%
Japanese Offshore Market	636	457	363	351	– 44,8%
Singapour	437	419	424	406	– 7,2%
Hong Kong	501	476	450	419	– 16,3%
Total créances bancaires transfrontières	9 902	9 940	10 766	11 271	+ 13,8%
Part des centres « offshore »	28,5%	26,6%	25,3%	24,1%	– 4,4%

Source : Banque des règlements internationaux

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

Il convient, cependant, de noter la diversité des évolutions qu'ont connues ces centres « offshore » : en moins de trois ans (de fin 1998 à septembre 2001), le total des créances bancaires transfrontières déclarées par les Îles Caïmans a progressé d'un quart (dépassant 800 milliards de dollars de créances fin septembre 2001) et d'un cinquième pour ce qui concerne le compartiment « offshore » des États-Unis, tandis que les créances portées par le compartiment « offshore » du Japon chutaient de 45%.

La concentration des créances bancaires transfrontières déclarées par les centres « offshore » a diminué sur la période récente : fin septembre 2001, les trois plus importants centres « offshore » (les Îles Caïmans, loin devant Hong Kong et Singapour) déclaraient 15% du total des créances bancaires transfrontières recensées par la BRI, contre 18% pour les trois premiers centres (les Îles Caïmans, le compartiment « offshore » du Japon et Hong Kong) fin 1998.

1.2. Engagements bancaires transfrontières

De façon relativement logique, la moindre part des centres « offshore » déclarants à la BRI dans le total des créances bancaires transfrontières se retrouve également dans les engagements qu'ils déclarent. Entre fin 1998 et fin septembre 2001, le total des engagements bancaires transfrontières a augmenté de 13% (dépassant les 10 900 milliards de dollars fin septembre 2001), mais ceux déclarés par les centres « offshore » restent quasiment stables (– 1%, à environ 2 480 milliards de dollars d'engagements transfrontières) : sur cette période, le poids des centres « offshore » est donc revenu de 26% à 23%.

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

(en milliards de dollars)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001	Variation déc. 98/sept. 01
Centres « offshore » déclarant à la BRI	2 511	2 391	2 534	2 478	– 1,3%
Îles Caïmans	631	644	746	773	+ 22,5%
Japanese Offshore Market	207	181	211	212	+ 2,4%
États-Unis (International Banking Facilities)	442	424	429	387	– 12,3%
Hong Kong	447	372	319	287	– 35,9%
Singapour	442	418	427	407	– 8,0%
Total dépôts bancaires transfrontières	9 689	9 619	10 450	10 915	+ 12,7%
Part des centres « offshore »	25,9%	24,9%	24,2%	22,7%	– 3,2%

Source : Banque des règlements internationaux

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

Le contraste est également important entre les situations des Îles Caïmans, dont les engagements bancaires transfrontières collectés ont progressé de 23% en moins de trois ans, et de Hong Kong notamment, dont les engagements se contractaient de 3%. Fin septembre 2001, les Îles Caïmans recevaient 31% des engagements bancaires transfrontières déclarés par les centres « offshore » à la BRI.

2. Les banques internationales déclarantes à la BRI ont accordé moins de financements aux centres « offshore », mais ont reçu davantage de dépôts de ceux-ci

Un second angle d'analyse des centres « offshore » — complémentaire du premier — consiste à les analyser, non plus à travers les déclarations statistiques que sept d'entre eux adressent à la BRI — comme l'ensemble des vingt et un autres déclarants —, mais en tant que bénéficiaires, ou contreparties, des financements et des dépôts transfrontières auxquels procèdent les banques des vingt-huit pays déclarants à la BRI. Quatorze centres « offshore » sont retenus dans cette analyse par contrepartie.

2.1. Les banques internationales accordent globalement moins de financements aux centres « offshore »

Du fait notamment des charges statistiques liées à la situation de pays déclarants, la BRI a retenu quatorze centres « offshore » en tant que contreparties³ de l'activité bancaire internationale, soit le double du nombre de centres « offshore » déclarants. Ces quatorze contreparties bénéficiaient, fin septembre 2001, de 11% des financements internationaux — sous forme de prêts ou de titres — octroyés par les banques des pays déclarants à la BRI, contre 13% fin 1998.

PART DES CENTRES « OFFSHORE » DÉCLARANTS À LA BRI DANS LES CRÉANCES BANCAIRES TRANSFRONTIÈRES					
(en milliards de dollars)					
	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001	Variation Déc. 98/sept. 01
Centres « offshore »	1 308	1 227	1 251	1 267	– 3,1%
Îles Caïmans	401	426	480	531	+ 32,6%
Singapour	268	224	220	211	– 21,3%
Hong Kong	322	256	193	168	– 47,7%
Bahamas	144	146	173	167	+ 15,7%
Total créances bancaires transfrontières	9 902	9 940	10 766	11 271	+ 13,8%
Part des centres « offshore »	13,2%	12,3%	11,6%	11,2%	– 2,0%
Source : Banque des règlements internationaux Réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX					

Toutefois, les financements internationaux accordés aux Îles Caïmans se sont accrus d'un tiers entre fin 1998 et septembre 2001 (et de 16% pour ceux consentis aux Bahamas), tandis que l'encours des financements internationaux portés sur Hong Kong diminuait presque de moitié (48%) sur la même période. La concentration du total des créances bancaires internationales sur les trois plus importants centres « offshore » (les Îles Caïmans, Singapour et Hong Kong) s'est légèrement réduite entre fin 1998 et septembre 2001, revenant de 10% à 8%.

2.2. À l'inverse, les centres « offshore » représentent une part croissante des dépôts transfrontières effectués auprès des banques déclarantes à la BRI

Dans un contexte de hausse notable des dépôts bancaires transfrontières (+ 10% entre fin 1998 et septembre 2001), le poids relatif des centres « offshore » en tant que déposants a fortement progressé : si l'encours des dépôts transfrontières effectués par les centres « offshore » augmente de 19% sur la période, la hausse est encore plus marquée pour l'encours des dépôts effectués par les Bahamas (+ 45%) et les Îles Caïmans (+ 33%).

³ Antilles néerlandaises, Antilles britanniques, Aruba, Bahamas, Bahreïn, Barbade, Bermudes, Hong Kong, Îles Caïmans, Liban, Liberia, Panama, Singapour et Vanuatu.

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

(en milliards de dollars)

	Décembre 1998	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001	Variation déc. 98/sept. 01
Centres « <i>offshore</i> »	1 378	1 506	1 661	1 637	+ 18,79%
Îles Caïmans	427	471	532	566	+ 32,6%
Singapour	249	252	277	270	8,5%
Hong Kong	296	323	346	315	+ 6,3%
Bahamas	153	203	239	221	+ 45,10%
Total dépôts bancaires transfrontières	8 933	8 844	9 457	9 833	+ 10,1%
Part des centres « <i>offshore</i> »	15,4%	17,0%	17,6%	16,6%	+ 1,2%

Source : Banque des règlements internationaux

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

L'importance des Îles Caïmans s'est donc très sensiblement renforcée ces dernières années : représentant 31% des dépôts effectués par l'ensemble des centres « *offshore* » fin 1998, cette place était à l'origine de 35% d'entre eux fin septembre 2001. En revanche, les trois plus importants centres « *offshore* » en matière de dépôts bancaires transfrontières effectués (les Îles Caïmans, Hong Kong et Singapour) représentent une part stable du total des dépôts bancaires transfrontières entre fin 1998 (11%) et septembre 2001 (12%).

Olivier VIGNA – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 1.b.

LA RECAPITALISATION DU SECTEUR BANCAIRE AU JAPON

Les pertes affichées par le secteur bancaire au terme de l'exercice fiscal 2001-2002 ont continué d'éroder le capital des banques japonaises. Elles sont principalement dues au provisionnement et au passage en perte des créances douteuses, ainsi qu'aux moins-values enregistrées sur le portefeuille boursier des banques. La dégradation de la profitabilité des banques japonaises nourrit à son tour la mauvaise orientation des indices boursiers. Certains observateurs considèrent que les mesures adoptées jusqu'à présent en vue d'un apurement des créances douteuses et d'un accroissement de la profitabilité des banques sont insuffisantes et que la vraie solution aux problèmes financiers des banques japonaises est leur recapitalisation sur fonds publics. Cette dernière solution présente, toutefois, des inconvénients non négligeables en termes de dégradation supplémentaire des finances publiques et de risque moral.

1. Un enjeu majeur

Les pertes affichées par le secteur bancaire au terme de l'exercice fiscal 2001-2002 qui s'est clos le 31 mars 2002, ont continué d'éroder le capital des banques japonaises. Ces pertes sont principalement dues au provisionnement et au passage en perte des créances douteuses, ainsi qu'aux moins-values enregistrées sur le portefeuille boursier des banques.

Ces dernières ont, dans l'ensemble, présenté des ratios de solvabilité largement supérieurs à la norme de 8% fixée par la Banque des règlements internationaux. Toutefois, de nombreux analystes jugent plus réaliste d'ôter des fonds propres de base les actifs constitués par les impôts différés (qui en représentent plus du tiers au 30 septembre 2001), les plus-values enregistrées lors de réévaluations immobilières réalisées lorsque les prix de l'immobilier étaient plus élevées (10%), et les fonds publics injectés en 1999 par nature remboursables (environ 40%), ce qui ramènerait les ratios à moins de 8%⁴.

⁴ En outre, selon de nouvelles règles prudentielles internationales, en cours de négociation, qui n'entreront pas en vigueur avant 2006, les besoins en fonds propres des banques seraient accrus si la notation de la dette souveraine du Japon était dégradée de AA à A. En effet, dans ce cas, les banques devraient pondérer leurs encours de titres publics à long terme à 20%, au lieu de 0% actuellement.

La dégradation de la situation financière des banques accroît le risque d'une crise qui pourrait affecter l'économie mondiale dans la mesure où elle provoquerait le rapatriement par les banques japonaises et leurs débiteurs de leurs avoirs à l'étranger. En 2000, les banques japonaises étaient créancières nettes sur le reste du monde à hauteur de 220 milliards d'euros (environ 15% de leurs créances nettes totales).

Dans ce contexte, la recapitalisation du secteur bancaire japonais est un enjeu majeur. De façon plus structurelle, elle constitue un préalable à une reprise durable de la croissance, en permettant le redémarrage de l'activité d'intermédiation bancaire au Japon en faveur d'une meilleure allocation des ressources susceptible d'accroître le potentiel de production.

2. Voies de recapitalisation

2.1. Mesures réglementaires et comptables

En avril 2001, le gouvernement japonais a adopté un plan d'urgence prévoyant l'apurement sur deux ans du stock des créances douteuses des seize principales banques, qui s'élevait à 13 000 milliards de yens (120 milliards d'euros), et sur trois ans de toute nouvelle créance douteuse à compter de son apparition. Le plan de lutte contre la déflation, présenté en février 2002, a repoussé à 2004 l'achèvement du processus d'apurement des créances douteuses, notamment par la voie des rachats effectués par l'organisme public de défaisance, la Resolution and Collection Corporation ; la RCC aura encore trois ans, jusqu'à 2007, pour revendre les créances achetées aux banques. Elle a, en outre, été autorisée en janvier 2002 à racheter les créances douteuses des banques à leur prix de marché et des responsabilités nouvelles lui ont été confiées dans la restructuration des débiteurs défaillants.

De leur côté, les banques font l'objet de pressions de leur organe de tutelle, la Financial Services Authority⁵, afin qu'elles cessent de soutenir des débiteurs virtuellement en faillite, qu'elles adoptent des normes de provisionnement et d'octroi de nouveaux prêts plus strictes et qu'elles développent la titrisation d'une partie de leurs crédits et des actifs immobiliers placés en garantie.

Un organe de rachat des participations boursières des banques, la Banks Shareholdings Purchase Corporation⁶, a été créé en janvier 2002 en vue de les aider à appliquer les nouvelles réglementations de comptabilisation en valeur de marché de leur portefeuille de titres et de dénouement de leurs participations industrielles⁷. Ces mesures, ainsi que l'adoption d'une réglementation plus stricte des ventes de titres à découvert, ont contribué à soutenir les cours boursiers⁸.

5 Notamment à l'occasion des dernières missions d'inspection spéciales de novembre 2001 à mars 2002 au sein des principaux établissements bancaires.

6 Cet organe finance ses achats au moyen de prêts souscrits auprès du secteur bancaire, qui bénéficient de la garantie de l'État jusqu'à un plafond de 2 000 milliards de yens (environ 18 milliards d'euros).

7 Selon une nouvelle réglementation adoptée en novembre 2001, les banques devront limiter leurs participations dans d'autres sociétés à un montant inférieur à leurs fonds propres, à compter de l'exercice fiscal d'avril 2004 à mars 2005.

8 À titre indicatif, les analystes considèrent que les pertes latentes des banques sur leur portefeuille boursier sont annulées lorsque l'indice Nikkei 225 franchit la barre des 12 000-12 400 points.

Plus généralement, le retrait progressif de la garantie publique des dépôts bancaires⁹ qui force les banques à une gestion plus efficace et plus transparente, le dénouement progressif des liens capitalistiques privilégiés entre les banques et leurs plus gros clients, la réalisation d'économies d'échelle à la faveur de la concentration du système bancaire et la réduction du poids du secteur public financier, devraient contribuer à améliorer la profitabilité des banques japonaises.

2.2. Apport de fonds publics

Un certain nombre d'observateurs considère, toutefois, que les mesures adoptées jusqu'à présent sont insuffisantes et que la vraie solution aux problèmes financiers des banques japonaises est leur recapitalisation sur fonds publics. Les Pouvoirs publics disposent, à cette fin, d'une enveloppe de 15 000 milliards de yens (138 milliards d'euros), supérieure à celle mobilisée lors des deux précédentes recapitalisations en 1998 et en 1999 (9 300 milliards de yens, soit 85 milliards d'euros). Le gouvernement ne peut y avoir recours qu'en cas de crise avérée du système bancaire¹⁰ ; cette notion étant toutefois laissée à son appréciation, sa marge de manœuvre est assez large. En pratique, cet apport de fonds publics bénéficierait davantage aux grands établissements « trop gros pour faire faillite » qu'aux petits, appelés à disparaître faute d'être rachetés.

Craignant une nationalisation rampante, les banques sont cependant très réticentes à cette perspective, quand bien même la recapitalisation prendrait la forme d'une souscription par l'État d'actions préférentielles sans droits de vote comme lors des opérations précédentes. En outre, la recapitalisation du secteur bancaire par l'État présente un risque moral non négligeable en réduisant l'incitation des banques à recouvrer leurs créances, et des débiteurs à honorer leurs engagements. Pour atténuer ce risque, il a été proposé que la recapitalisation bancaire soit accompagnée d'une modification des équipes dirigeantes et d'une réorganisation de l'activité, avec une obligation de résultat en termes de rentabilité, ce qui induit une immixtion de l'État dans la gestion des établissements que ces derniers redoutent précisément. Enfin, le public y est également hostile en raison de la situation déjà très dégradée des finances publiques.

Julia GUÉRIN – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

9 La garantie illimitée mise en place en 1996 est limitée à 10 millions de yens par titulaire de compte et par banque à compter du 1^{er} avril 2002 sur les dépôts à terme, et à compter du 1^{er} avril 2003 sur les dépôts à vue. Pour faire face au risque de faillite accru des établissements bancaires de petite taille qui en résulte, le gouvernement japonais a annoncé la création, à partir d'avril 2002, d'une banque destinée à reprendre les activités des institutions financières ayant fait faillite, en attendant que celles-ci aient trouvé un repreneur. Cet organisme sera doté d'un capital minimal de 2 milliards de yens.

10 Après avoir réuni le Comité de crise du système financier présidé par le Premier ministre et composé de ministres de premier rang et d'autres hauts responsables tels que le gouverneur de la Banque du Japon.

Fiche thématique

n° 1.c.

LES RÉSULTATS POUR LA PLACE DE PARIS DE L'ENQUÊTE TRIENNALE BRI SUR LES MARCHÉS DES CHANGES ET LES PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ EN AVRIL 2001

Coordonnée au plan international par la Banque des règlements internationaux (BRI), l'édition 2001 de l'enquête triennale « change-dérivés » a été conduite par les banques centrales et les autorités monétaires de quarante-huit places financières. La direction de la Balance des paiements (DBDP) de la Banque de France était chargée de centraliser les données auprès des principaux établissements. Elle a bénéficié, pour le contrôle de fiabilité et l'analyse des résultats, du concours de la direction des Opérations de marché (DOM) de la Banque de France. Comme en 1998, cette enquête a été scindée en deux volets distincts :

- le premier volet de l'enquête mondiale portait sur les montants de transactions « *turnover* » enregistrés au cours du mois d'avril 2001 sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré. Ce volet correspond à une optique de « place » ;
- le second volet de l'enquête portait, quant à lui, sur les encours notionnels et les valeurs de marché positives et négatives des positions des banques de nationalité française sur produits dérivés à fin juin 2001, sur une base consolidée. Pour ce volet, le critère déclaratif appliqué par la BRI n'est donc pas celui de la place financière, mais la nationalité d'origine des banques déclarantes.

Les résultats ci-après ne portent que sur le premier volet, pour lequel des comparaisons internationales sont possibles.

1. Place de Paris : activité sur les marchés de change et de produits dérivés de change en avril 2001

1.1. Méthodologie du premier volet de l'enquête

L'enquête 2001 a suivi le même cadre d'analyse que celle d'avril 1998, ce qui facilite les comparaisons dans le temps. Les changements par rapport à la précédente enquête résident dans l'introduction de l'euro le premier janvier 1999 et dans un élargissement du nombre des devises pour lesquelles des statistiques sont collectées. Les résultats sont présentés sur la base d'une moyenne journalière (20 jours ouvrés pour avril 2001, contre 21 en 1998) après élimination de l'incidence de la double comptabilisation résultant des transactions effectuées entre banques résidentes.

Déroulement de l'enquête : le périmètre des banques concernées sur la place de Paris (d'origines françaises et étrangères) a été légèrement élargi par rapport à celui d'avril 1998 : 89 banques ont répondu à la partie change de l'enquête contre 84 en 1998.

1.2. Résultats pour la place de Paris

Sur les marchés de change et de produits dérivés de change de gré à gré, 49,7 milliards en contre-valeur dollars de transactions quotidiennes nettes (après élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris) ont été effectuées en avril 2001, à comparer aux 77,2 milliards enregistrés en avril 1998 (– 35,6% en trois ans).

ACTIVITÉ JOURNALIÈRE NETTE SUR LES MARCHÉS DE CHANGE ET DE PRODUITS DÉRIVÉS DE CHANGE DE GRÉ À GRÉ EN AVRIL 2001 <i>(montants en milliards de dollars – variation en pourcentage)</i>						
	1998	2001				Variation par rapport à 1998
	Moyenne journalière (21 jours ouvrés)	Total brut	50% interbancaire local	Total net (1)	Moyenne journalière (20 jours ouvrés)	
Comptant	19,2	195,4	20,9	174,5	8,7	– 54,7
Terme sec	3,2	31,4	2,3	29,1	1,5	– 53,1
« Swaps » cambistes	49,5	829,8	74,0	755,8	37,8	– 23,6
Total change traditionnel	71,9	1 056,6	97,2	959,4	48,0	– 33,2
« Swaps » de devises	0,8	6,9	0,4	6,5	0,3	– 62,5
Options de change	4,5	27,8	0,7	27,1	1,4	– 68,9
Total dérivés de devises	5,3	34,7	1,1	33,6	1,7	– 67,9
Total général	77,2	1 091,3	98,3	993,0	49,7	– 35,6
(1) Après élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris.						
Source et réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX						

Cette baisse globale constitue un renversement de tendance puisque l'activité sur ces marchés avait progressé de 26% entre les éditions 1995 et 1998 de l'enquête. Le même phénomène de recul de l'activité s'observe, mais de façon moins marquée, au niveau mondial : la BRI annonce, en effet, une diminution globale de 19% de l'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de change entre avril 1998 et avril 2001, contrastant avec la progression de 28% enregistrée entre 1995 et 1998.

La part relative des « swaps » cambistes sur les marchés de change et de produits dérivés de change poursuit la progression constatée depuis 1995, pour atteindre 76,1% en avril 2001. Cette hausse s'effectue au détriment de la part du change au comptant dont le recul relatif est particulièrement marqué — sa part est revenue de 41,4% en avril 1995 à 24,9% en 1998 pour s'établir à 17,5% en avril 2001 — tandis que la part du terme sec s'inscrit en diminution à 2,9% contre 4,1%.

La part occupée par les produits dérivés de change, minime en 1995 (5,5%), mais qui avait légèrement progressé en 1998 (6,8%), a diminué pour s'établir à 3,4% en avril 2001. Il convient toutefois d'interpréter avec prudence cette évolution, compte tenu de la centralisation opérée par certains établissements en matière de comptabilisation des opérations.

Le dollar renforce en avril 2001 sa position dominante par rapport à avril 1998 : 92,5/200¹¹ des transactions impliquent le dollar en avril 2001 contre 81,5/200 trois ans auparavant.

L'euro se situe en deuxième position mais occupe une place moindre que les monnaies constitutives de l'euro en 1998 : 72,5/200 dans l'ensemble des transactions de change à Paris contre plus de 80/200 lors de la précédente enquête.

Par ailleurs, si la baisse des transactions affecte surtout le compartiment interbancaire, les opérations avec la clientèle sont également en baisse quoique de manière différenciée : alors que le chiffre d'affaires avec la clientèle non financière « *corporate* » est en baisse très marquée (en dépit d'importantes opérations de fusions et acquisitions transfrontières), les transactions avec la clientèle financière (gestionnaires de portefeuilles) sont en hausse.

La tendance à l'accroissement de la concentration de l'activité des transactions sur le change « traditionnel » au niveau des dix premières banques déclarantes s'est confirmée avec 91% des montants recensés en avril 2001 contre 80% en 1998. Le mouvement de concentration est encore plus marqué en ce qui concerne les dérivés de change puisque les dix premières banques réalisent 96,6% du montant des transactions contre 95,2% lors de la précédente édition.

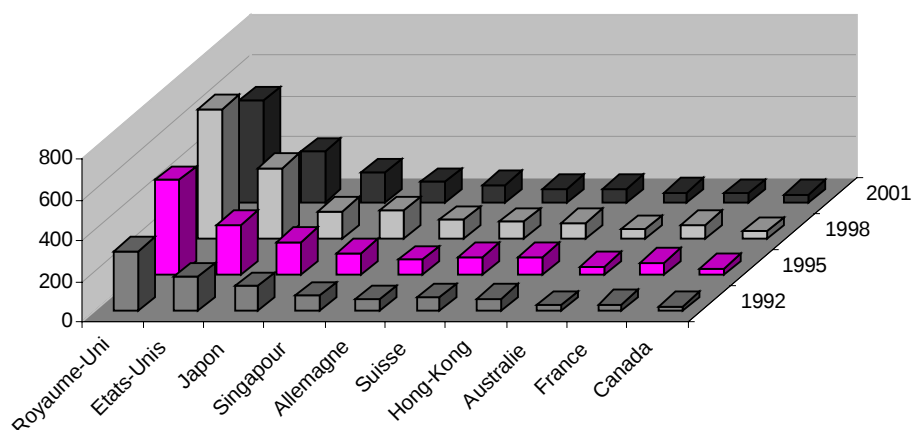
1.3. Comparaison internationale

En ce qui concerne les montants quotidiens nets de change à terme (terme sec + « swaps » cambistes), principal segment de l'activité, la France conserve en avril 2001 le rang qu'elle occupait en 1998 (huitième). En revanche, compte tenu de la forte diminution des opérations au comptant, la place de Paris cède une place par rapport à avril 1998 pour l'ensemble du change « traditionnel » au profit de l'Australie : elle passe ainsi de la huitième à la neuvième place du palmarès mondial, avec une part de marché de 3%. Cependant, elle demeure au quatrième rang européen derrière le Royaume-Uni, l'Allemagne et la Suisse. La place de Paris occupe enfin la deuxième position au sein de la zone euro avec une part de marché de 20,1%.

¹¹ L'ensemble des parts relatives de chaque monnaie représente un total de 200%.

ÉVOLUTION DES MONTANTS QUOTIDIENS NETS DES TRANSACTIONS SUR LES MARCHÉS DE CHANGE TRADITIONNELS POUR LES PRINCIPAUX PAYS REMETTANTS

(en milliards de dollars)



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

Dans un contexte mondial de baisse de l'activité sur les marchés de change « traditionnel » (– 17,3%¹² en trois ans, soit un montant quotidien total net des doubles comptabilisations de 1 210 milliards de dollars en avril 2001 contre 1 490 milliards en avril 1998), Londres maintient sa position dominante bien que sa part de marché soit en légère diminution par rapport à celle d'avril 1998 (31,2% en avril 2001 contre 32,5% trois ans auparavant) : c'est la première fois, depuis que l'enquête est menée, que la part de la place financière londonienne dans l'activité mondiale sur le change « traditionnel » diminue. La part de marché de New York a également reculé, revenant de 17,9% en 1998 à 15,7% cette année. Le Royaume-Uni et les États-Unis réalisent encore à eux deux près de 47% des montants recensés.

L'activité sur le change « traditionnel » de Singapour représente 6,2% de l'activité mondiale (près d'un point de moins par rapport à la précédente enquête). En revanche, le Japon et l'Allemagne voient leur part progresser : respectivement 9,1% et 5,5% en avril 2001 (contre 6,9% et 4,8% en avril 1998), de même que l'Australie et le Canada avec 3,2% et 2,6% (contre 2,4% et 1,9% trois ans auparavant).

¹² Les montants ont été retraités afin d'éviter les doubles comptabilisations résultant des transactions effectuées entre les banques déclarantes sur une même place financière. Ils n'ont, en revanche, pas été retraités au niveau mondial afin de ne pas pénaliser les places financières qui effectuent de nombreuses opérations avec d'autres centres financiers.

DISTRIBUTION GÉOGRAPHIQUE DU CHANGE TRADITIONNEL*(montants quotidiens en milliards de dollars)*

	1992		1995		1998		2001	
	Montant	Part %	Montant	Part %	Montant	Part %	Montant	Part %
Royaume-Uni	291	27,0	464	29,5	637	32,5	504	31,2
États-Unis	167	15,5	244	15,5	351	17,9	252	15,7
Zone euro	184	17,1	276	17,6	339	17,3	239	14,8
<i>Allemagne</i>	55	5,1	76	4,8	94	4,8	88	5,5
<i>Autriche</i>	4	0,4	13	0,8	11	0,6	8	0,5
<i>Belgique</i>	16	1,5	28	1,8	27	1,4	10	0,6
<i>Espagne</i>	12	1,1	18	1,1	19	1,0	8	0,5
<i>Finlande</i>	7	0,7	5	0,3	4	0,2	2	0,1
<i>France</i>	33	3,1	58	3,7	72	3,7	48	3,0
<i>Grèce</i>	1	0,1	3	0,2	7	0,4	5	0,3
<i>Irlande</i>	6	0,6	5	0,3	10	0,5	8	0,5
<i>Italie</i>	16	1,5	23	1,5	28	1,4	17	1,0
<i>Luxembourg</i>	13	1,2	19	1,2	22	1,1	13	0,8
<i>Pays-Bas</i>	20	1,9	26	1,7	41	2,1	30	1,9
<i>Portugal</i>	1	0,1	2	0,1	4	0,2	2	0,1
Australie	29	2,7	40	2,5	47	2,4	52	3,2
Canada	22	2,0	30	1,9	37	1,9	42	2,6
Danemark	27	2,5	31	2,0	27	1,4	23	1,4
Hong Kong	60	5,6	90	5,7	79	4,0	67	4,1
Japon	120	11,2	161	10,2	136	6,9	147	9,1
Singapour	74	6,9	105	6,7	139	7,1	101	6,2
Suède	21	2,0	20	1,3	15	0,8	27	1,5
Suisse	66	6,1	87	5,5	82	4,2	71	4,4

Source : Banque des règlements internationaux

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

La zone euro, avec une activité quotidienne de 239 milliards de dollars sur l'ensemble des douze pays, contribue à 14,8% de l'activité mondiale sur le change « traditionnel » ; ainsi, la zone euro arrive en troisième position au niveau mondial juste après les États-Unis (part de 15,7%). En 1998, elle aurait également occupé le troisième rang, mais avec une part de marché supérieure (17,3%), voisine de celle des États-Unis (17,9%). Les deux principaux pays (Allemagne et France) représentent plus de la moitié de l'activité (56,9%) des marchés de change « traditionnels » de l'UEM. La troisième position revient aux Pays-Bas avec une part de marché de 12,6% (contre 12,1% lors de la précédente enquête).

Les places financières du Canada et de la Suède ont, par ailleurs, bénéficié d'importants flux transnationaux d'investissements de portefeuille qui ont soutenu l'activité de change.

2. Place de Paris : activité sur les marchés de produits dérivés de taux en avril 2001

La méthodologie est la même que celle décrite en 1.1.

94 banques ont répondu à l'enquête pour la partie taux contre 76 en 1998.

2.1. Résultats pour la place de Paris

ACTIVITÉ JOURNALIÈRE NETTE SUR LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS DE TAUX DE GRÉ À GRÉ EN AVRIL 2001 (montants en milliards de dollars – variation en pourcentage)						
	1998	2001				Variation par rapport à 1998
	Moyenne journalière (21 jours ouvrés)	Total brut	50% interbancaire local	Total net (1)	Moyenne journalière (20 jours ouvrés)	
FRA	4,6	141,0	6,7	134,3	6,7	45,7
« Swaps » de taux d'intérêt	32,5	1 359,4	242,7	1 116,7	55,8	71,7
Options de taux	3,5	56,2	5,3	50,9	2,6	– 25,7
Total général	40,6	1 556,6	254,7	1 301,9	65,1	60,3
(1) Élimination de la double comptabilisation résultant des transactions entre banques déclarantes sur la place financière de Paris.						
Source et réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX						

En données quotidiennes, le montant moyen net de transactions des banques déclarantes (après élimination de la double comptabilisation des opérations) a fortement progressé en trois ans, passant de 40,6 milliards en contre-valeur dollars en 1998 à 65,1 milliards en avril 2001 (soit une hausse de 60,3%).

Cette évolution globale traduit une poursuite, quoique à un rythme plus modéré, de la tendance à la hausse enregistrée depuis le recensement de ces données en 1995 : l'activité avait plus que doublé entre les éditions 1995 et 1998 de l'enquête. Cette variation se retrouve également au niveau mondial, la BRI faisant état d'un accroissement en avril 2001 de 85% de l'activité sur produits dérivés de taux d'intérêt par rapport à avril 1998 (contre une progression légèrement moins forte de 75% entre 1995 et 1998).

La progression de l'activité est essentiellement le fait, en France, tout comme à l'échelle mondiale, des « swaps » de taux d'intérêt qui constituent de très loin l'instrument dérivé de gré à gré le plus traité. Sur la place de Paris, ces « swaps » représentent 86% du total des transactions quotidiennes sur instruments dérivés en 2001 contre 80% en 1998 et 66% en 1995.

L'euro intervient pour 75% dans les opérations sur dérivés de taux d'intérêt (77% pour les « swaps », 69% pour les options et 58% pour les accords de taux « futures »). Le dollar arrive en deuxième position avec 16% de l'ensemble des transactions sur dérivés de taux.

La prépondérance des transactions interbancaires a continué de s'accroître pour atteindre 81,4% du total des transactions en avril 2001 contre 78,8% en 1998 et 75% en 1995.

Comme sur les marchés de change, la concentration de l'activité sur les marchés de taux apparaît particulièrement importante, les dix premiers établissements assurant 90,1% du montant des transactions recensées.

2.2. Comparaison internationale

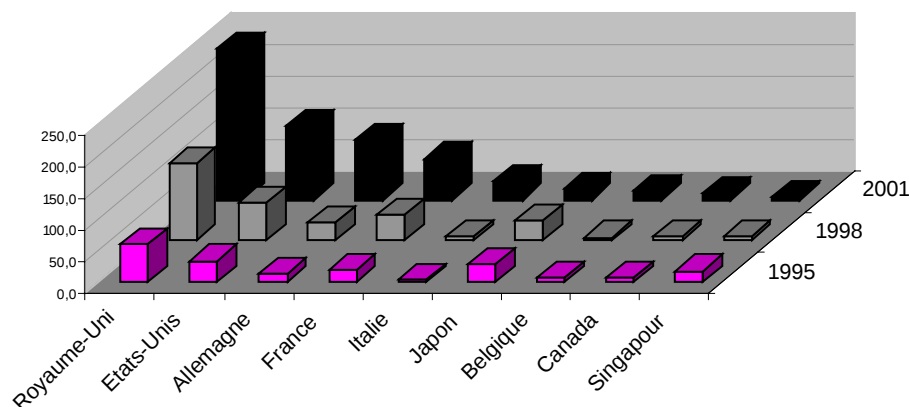
En ce qui concerne l'activité enregistrée en moyenne sur les produits dérivés de taux d'intérêt, la place de Paris s'inscrit à la quatrième place du palmarès mondial, avec une part de marché de près de 10%. Après la croissance importante déjà observée en 1998, l'Allemagne enregistre un triplement de son activité et se situe désormais en troisième position.

La place de Londres confirme sa prédominance avec un volume de transactions particulièrement élevé, les États-Unis se maintenant en deuxième position.

Deux pays enregistrent une diminution sévère de l'activité sur leurs places respectives : le Japon, qui se situait en troisième position en 1995, n'arrive qu'en sixième position pour l'édition 2001 de l'enquête avec un recul du montant quotidien net de 50% par rapport à 1998, tandis que la place financière de Singapour enregistre une nouvelle baisse en avril 2001 (3,2 milliards de dollars en 2001, contre 5,3 milliards en 1998 et 16,3 milliards en 1995).

ÉVOLUTION DES MONTANTS QUOTIDIENS NETS DES TRANSACTIONS SUR LES MARCHÉS DE TAUX POUR LES PRINCIPAUX PAYS REMETTANTS

(en milliards de dollars)



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

La prédominance de la place de Londres s'exerce pour l'essentiel sur les « swaps » et les accords de taux futurs. Pour ce qui concerne les options de taux de gré à gré, elle ne devance que légèrement les États-Unis.

RÉPARTITION PAR PLACE FINANCIÈRE ET PAR INSTRUMENT DES OPÉRATIONS SUR DÉRIVÉS DE TAUX

(montants quotidiens en milliards de dollars)

	1998				2001			
	FRA	« Swaps »	Options	Total	FRA	« Swaps »	Options	Total
Royaume-Uni	42	69	12	123	83	142	13	238
États-Unis	16	31	11	58	23	82	11	116
Allemagne	6	20	3	29	17	74	3	94
France	5	32	4	41	7	56	2	65
Japon	1	18	13	32	1	13	2	16
Belgique	1	4	0	5	1	12	1	14

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

Au niveau mondial, la hausse de l'activité sur « swaps » de taux a été particulièrement importante pour ce qui concerne les taux en dollar (augmentation de 178%) reflétant ainsi la part grandissante de ces instruments en tant que « benchmark ». L'activité des « swaps » de taux en euro s'est accrue de façon sensible (104%), les opérations de taux faisant référence à l'euro intervenant pour près de la moitié des transactions (47,2% en avril 2001 par rapport à 46,4% en 1998 pour les monnaies composant la zone euro). Le dollar s'inscrit en deuxième position, en net accroissement avec une part relative de 31,1% contre 26,8% trois ans auparavant, au détriment, pour l'essentiel, des opérations libellées en yen.

Sylvie RENOTON-MARILLIA – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales
Cyrille STEVANT – Banque de France – Direction générale des Opérations

Références

« Enquêtes changes-produits dérivés d'avril 2001 » – Communiqué de presse de la Banque de France du 9 octobre 2001.

« L'activité des marchés de change et de produits dérivés de change sur la place de Paris » – Le site Internet de la Banque de France.

« L'activité sur les marchés de produits dérivés de taux d'intérêt sur la place de Paris » – Le site Internet de la Banque de France.

« L'activité des marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2001 » – Bulletin mensuel de la Banque de France n° 96 de décembre 2001 (Sylvie Renoton-Marillia – Cyrille Stevant).

Fiche thématique

n° 1.d.

LES ENCEINTES INTERNATIONALES DANS LE DOMAINE MONÉTAIRE ET FINANCIER

Le développement des enceintes de concertation internationale dans le domaine monétaire et financier s'est fait en deux étapes. La création du G5 en 1973, auquel a succédé le G7, a tout d'abord permis de développer un dialogue à caractère très général, portant sur les questions politiques, économiques, et monétaires. La libéralisation continue du système monétaire international et le processus de mondialisation ont ensuite favorisé la transformation ou la création d'enceintes soit plus spécialisées, soit élargies aux pays émergents d'importance systémique. D'autres groupes plus spécifiques ont poursuivi leurs travaux parallèlement (G10, G24, G30) et abordent généralement des thèmes plus spécialisés.

1. *Le Groupe des 7 (G7)* est composé de l'Allemagne, du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon, et du Royaume-Uni. Il succède dans le milieu des années quatre-vingt au G5 (Allemagne, États-Unis, France, Japon, Royaume-Uni), créé en 1973 pour faire face à la crise pétrolière et à l'effondrement du système de changes fixes de Bretton-Woods. Les autorités politiques, économiques et monétaires de ses pays membres se réunissent dans les configurations suivantes :
 - une fois par an, *le sommet du G7* rassemble les chefs d'État et de gouvernement des sept pays membres et de la Russie, membre à part entière du groupe élargi (G8) depuis le sommet de Birmingham en 1998, ainsi que le président de la Commission européenne. Dans ce cadre, le G7/G8 traite des principaux enjeux politiques, économiques et financiers du moment. Sur ces deux derniers aspects, les rapports établis par les ministres des finances et gouverneurs des banques centrales du G7 servent, en particulier, de base aux discussions ;
 - trois fois par an, les *réunions ministérielles* permettent aux ministres des finances et aux gouverneurs des banques centrales de se rencontrer pour débattre des questions ayant trait à la surveillance multilatérale, et à l'adaptation du système monétaire et financier international. Le président de la Banque centrale européenne (BCE) participe à l'ensemble de la réunion. Pour l'exercice de surveillance multilatérale, il représente les gouverneurs des banques centrales de la zone euro membres du G7, qui ne prennent pas part, en conséquence, à cette partie de la réunion. À l'exercice de surveillance multilatérale assistent également le ministre du pays assurant la présidence de l'Eurogroupe (s'il n'est pas un

ressortissant d'un pays du G7) et le directeur général du Fonds monétaire international (FMI).

2. Au cours des années quatre-vingt-dix, le nouveau cadre des relations diplomatiques internationales, l'approfondissement de la mondialisation et une attention accrue à la stabilité financière ont conduit à la création ou à la transformation d'instances internationales : le Groupe des 20 (G20), le Forum de stabilité financière (FSF) et le Comité monétaire et financier international (CMFI), ce dernier se substituant au Comité intérimaire du FMI.

Le Groupe des 20 a été créé lors de la réunion du G7 du 26 septembre 1999, et fait suite à deux groupes informels (le G33, qui avait lui-même pris la suite du G22). L'objectif de cette nouvelle instance est de permettre un dialogue régulier entre les autorités des pays industrialisés et des pays émergents d'importance systémique. Siègent au G20, les ministres des finances et les gouverneurs des pays du G7, douze représentants de pays hors G7, (Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique, Russie, Turquie), les présidents de l'Union européenne et de la BCE, le directeur général du FMI et le président de la Banque mondiale. Le G20 se réunit également au niveau des suppléants pour préparer les réunions ministérielles. Le but de ces réunions est de faire émerger un consensus autour d'initiatives internationales destinées à promouvoir la stabilité économique et financière internationale.

Le Forum de Stabilité Financière (FSF), créé par le G7 en 1999, a une triple mission :

- détecter les facteurs conjoncturels et structurels de vulnérabilité du système financier international ;
- renforcer la coopération entre les institutions nationales de surveillance et de contrôle et les institutions financières internationales ;
- améliorer le fonctionnement des marchés internationaux par une meilleure circulation de l'information et une étroite coopération entre superviseurs nationaux.

Présidé par A. Crockett, directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), le FSF réunit, outre les membres du G7, les superviseurs financiers de plusieurs pays (G7, Australie, Hong Kong, Pays-Bas, Singapour), des représentants d'institutions financières internationales : FMI, Banque Mondiale, BRI, Organisation de coopération pour le développement économique (OCDE) ; d'organes internationaux de régulation et de contrôle : Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), organisation internationale des commissions de valeurs, International Association of Insurance Supervisors (IAIS), association internationale des contrôleurs d'assurance, ainsi que de Comités d'experts des banques centrales : Committee on the Global Financial System (CGFS), comité sur le système financier mondial, Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), comité sur les systèmes de paiement et de règlement. Le FSF a formulé des recommandations ou suscité des initiatives dans plusieurs domaines relatifs à la stabilité financière : promotion de codes et normes internationaux ; institutions à fort effet de levier ; centres « *offshore* », flux de capitaux à court terme.

Le Comité monétaire et financier international, mis en place en 1999 par le Conseil des gouverneurs du FMI s'est substitué au Comité intérimaire, le principal organe consultatif du Conseil antérieurement au CMFI. Le CMFI fournit des avis sur l'évolution du système monétaire et financier international, les propositions d'amendements aux statuts du FMI. De façon plus générale, il définit les orientations stratégiques du FMI. Présidé actuellement par G. Brown, chancelier de l'Échiquier britannique, le CMFI se réunit en formation plénière et au niveau des suppléants deux fois par an, au printemps et à l'automne (avant l'assemblée annuelle du FMI et de la Banque Mondiale) et se compose des 24 gouverneurs des pays représentés au Conseil

d'administration du FMI (ministres des finances ou gouverneurs de banques centrales pour l'essentiel).

3. Le *Groupe des 10 (G10)* a été créé en 1961 à l'occasion de la négociation des Accords généraux d'emprunts entre les dix principaux pays industrialisés et le FMI. Depuis 1983, date de l'intégration complète de la Suisse, le G10 comporte en réalité onze pays membres (les pays du G7 ainsi que la Belgique, les Pays-Bas, la Suède et la Suisse). Chargé de l'examen du fonctionnement des Accords généraux d'emprunts (AGE), le G10, est, en outre, une enceinte de réflexion sur les questions relatives au système monétaire et financier international. Chaque pays membre est représenté par son ministre des finances et son gouverneur de banque centrale aux réunions du groupe tenues en marge des réunions de printemps et d'automne du FMI. Le G10 se réunit en formation suppléants (directeurs du Trésor et sous-gouverneurs de banque centrale) trois à quatre fois par an.

Par ailleurs, les gouverneurs des banques centrales du G10 se retrouvent, tous les deux mois, dans le cadre des réunions organisées par la BRI à Bâle. À l'occasion de ces rencontres, les rapports des comités permanents du G10 sont examinés : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Comité sur le système financier mondial ou encore Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, par exemple.

Le Groupe des 24 (G24), qui a succédé au G77 en 1971, regroupe des pays en développement soucieux de coordonner leur position sur les questions portant sur le système monétaire et financier international. En outre, le G24 leur permet de faire valoir leurs intérêts dans les négociations monétaires internationales. Le G24 se réunit deux fois par an, avant les réunions du Comité monétaire et financier international et du Comité du développement. Ce groupe est ouvert en pratique à l'ensemble des pays en développement, qui peuvent prendre part aux discussions.

Le Groupe des 30 (G30) est un groupe international à caractère privé, qui se compose de trente personnalités du monde des affaires, du secteur public et des milieux universitaires. Le groupe examine, lors de ses deux réunions annuelles, l'évolution de la situation économique et financière internationale et, dans ce cadre, les vulnérabilités du système financier international.

**TABLEAU RÉCAPITULATIF DES ENCEINTES INTERNATIONALES
(COMPOSITION, DOMAINE DE COMPÉTENCE)**

Groupe	Pays membres	Champ de compétences
G7	Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni	Coopération dans les domaines économique et monétaire
G8	G7 + Russie	Réunions dans les domaines de coopération entre le G7 et la Russie
G10	G7 + Belgique + Pays-Bas + Suède + Suisse	Gestion des Accords généraux d'emprunts et questions relatives au SMI
G20	G7 + Afrique du Sud + Arabie Saoudite + Argentine + Australie + Brésil + Chine + Corée + Inde + Indonésie + Mexique + Russie + Turquie + Union européenne	Promotion de la stabilité financière internationale. Sujets transversaux dépassant les champs de compétence <i>stricto sensu</i> des organisations internationales
G24	Afrique du Sud, Algérie, Argentine, Brésil, Colombie, Côte d'Ivoire, Congo, Égypte, Éthiopie, Gabon, Ghana, Guatemala, Inde, Iran, Liban, Mexique, Nigeria, Pakistan, Pérou, Philippines, Sri Lanka, Syrie, Trinité et Tobago, Venezuela.	Coordination des positions des pays en développement sur les questions relatives au système monétaire et financier international
G30	Trente personnalités du monde des affaires, du secteur public et des milieux universitaires	Examen de la situation économique et financière globale et des vulnérabilités du système financier international
CMFI	Gouverneurs des 24 pays disposant d'un poste d'administrateur au FMI	Orientations stratégiques du Conseil d'administration du FMI
FSF	Autorités responsables (G7, Australie, Hong Kong, Pays-Bas, Singapour), organisations internationales	Préservation de la stabilité financière internationale

Sources : FMI – Banque de France

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

Benoît COUGNAUD – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 1.e.

LE CONCEPT GÉOGRAPHIQUE DE ZONE DOLLAR

1. Une réduction très limitée du déficit courant américain en 2001

Permanent depuis le milieu des années soixante-dix, le déficit des échanges de biens et services de la balance des paiements américaine s'est creusé de façon ininterrompue entre 1992 et 2000. Il est ainsi passé de 108 milliards de dollars (1,3% du PIB) à 376 milliards (3,8% du PIB) entre 1997 et 2000. Le solde du compte de transactions courantes, qui est resté longtemps supérieur au solde des biens et services, les revenus d'investissements nets permettant de compenser, et au-delà, les transferts courants des États-Unis à l'étranger, a connu pour sa part une dégradation encore plus marquée de 2,9 points de PIB au cours des trois mêmes années, s'établissant à - 4,5% du PIB en 2000.

Aux observateurs qui jusqu'à l'année dernière s'inquiétaient d'une progression aussi vive des déficits extérieurs américains, nombre d'économistes — et certains représentants du gouvernement ou de l'administration fédérale des États-Unis — répondaient qu'elle découlait de la vigueur exceptionnelle du cycle d'investissement et de croissance interne ; que survienne un ralentissement économique, inéluctable après tant d'années de croissance, et le déficit se résorberait spontanément, en partie tout au moins, sous l'effet de deux mécanismes traditionnels de rééquilibrage : l'inversion du décalage de conjoncture entre les États-Unis et le reste du monde qui pèserait sur l'évolution des importations de biens et services relativement à celle des exportations ; le moindre attrait des États-Unis pour les capitaux internationaux qui entraînerait une dépréciation du dollar et, après un délai de quelques mois, une reprise des exportations et un affaiblissement des importations, liés aux gains de compétitivité-prix des entreprises américaines.

Ces phénomènes ne se sont pas produits : la croissance de l'économie américaine s'est fortement ralentie en 2001 (à 1,2% après 4,1% en 2000, en moyenne annuelle), mais le taux de change effectif du dollar a continué à s'apprécier, de même que les taux de change bilatéraux du dollar vis-à-vis du yen (+ 12,8%) et de l'euro (+ 3%) ; les importations en volume ont certes reculé (de 5,2% pour les échanges de biens, selon le département du Commerce américain), mais les exportations ont décliné plus encore (de 6,8%, selon les mêmes sources) et, au total, le solde des échanges de biens et services (en valeur) de la balance des paiements ne s'est amélioré que dans

des proportions marginales (passant de – 376 milliards de dollars en 2000 à – 348 milliards en 2001). De plus, cette amélioration s'explique, en partie, par des raisons sans rapport avec la compétitivité ou les évolutions relatives de la demande intérieure ou étrangère, telles que la forte hausse de l'excédent des services d'assurance, suite aux attentats du 11 septembre, ou le recul des prix de l'énergie importée.

Parmi les facteurs à l'origine de cette situation, le rôle plus que jamais moteur des États-Unis pour l'économie mondiale a souvent été mis en avant par les économistes. De fait, le ralentissement conjoncturel américain de la fin de l'année 2000 s'est transmis très rapidement au reste du monde, d'une part, via les échanges commerciaux, d'autre part, sous forme de contagion financière, la contraction des cours sur les marchés boursiers américains s'étant immédiatement répercutée sur les bourses de valeurs des pays industrialisés. Ces mécanismes de transmission des crises à l'échelle internationale ne sont pas nouveaux. Ils ont seulement fait preuve d'une efficacité sans précédent, que l'on peut attribuer au poids déterminant pris par les États-Unis au sein des exportations de nombre de pays émergents et en développement et à la part croissante des marchés financiers dans le financement des entreprises des pays industrialisés.

La concentration des activités au plan mondial, qui a pour conséquence que dans la plupart des secteurs économiques, et en particulier les plus concernés par les échanges internationaux, les principales entreprises sont désormais implantées à la fois aux États-Unis, en Europe et en Asie, a également contribué à accélérer la diffusion et à démultiplier les effets de la crise américaine, les firmes multinationales ajustant simultanément leur production sur les trois continents.

Une explication plus spécifique et moins souvent avancée de la perpétuation des déficits extérieurs américains, tient à l'existence présumée de ce que l'on pourrait appeler une « zone dollar », rassemblant les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux, qui serait à l'origine du *statu quo* actuel. Nous allons voir quels sont ses fondements et dans quelle mesure cette explication peut être considérée comme réellement significative.

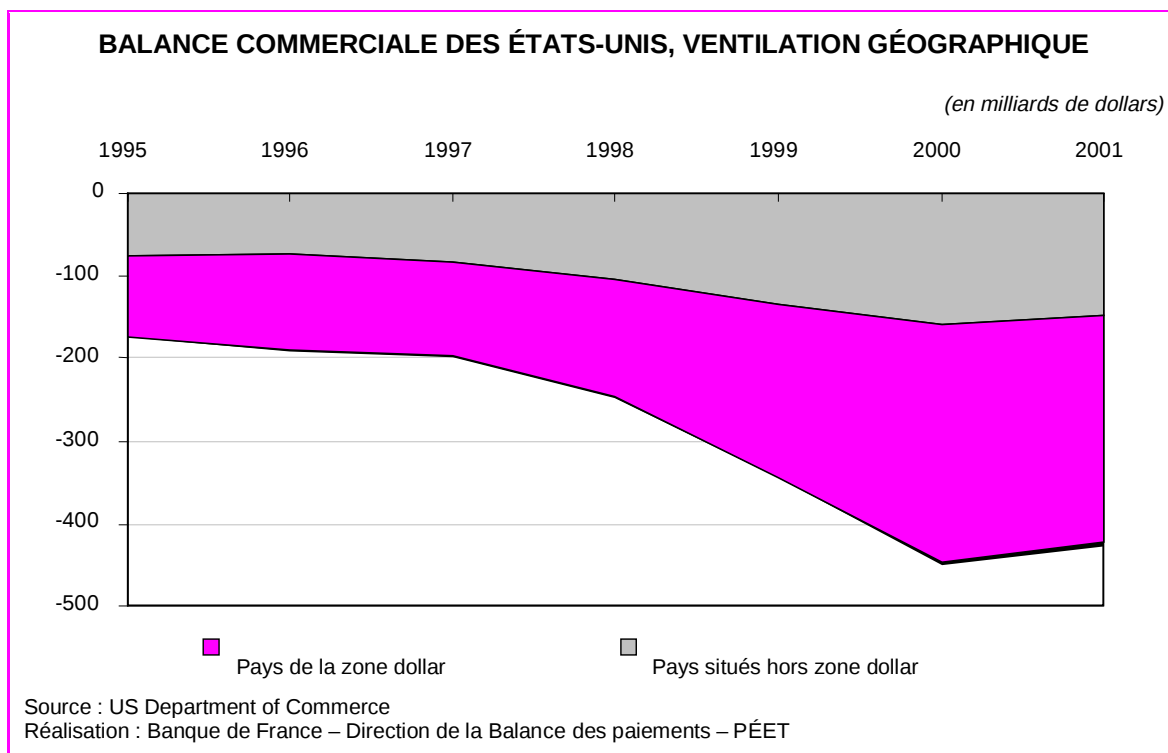
2. La zone dollar : définition et composition

Comme le montre le graphique ci-dessous, le déficit bilatéral des échanges de biens¹³ des États-Unis avec l'ensemble des pays européens et le Japon¹⁴ s'est nettement accru entre 1995 et 2001, passant de 76 à 148 milliards de dollars. La part de ce déficit a néanmoins constamment décroché sur la période, déclinant de 45% environ du déficit commercial global des États-Unis à un peu plus du tiers de celui-ci ; le reste, soit près des deux tiers du déficit global, provient maintenant des échanges avec l'Asie hors Japon, notamment la Chine, et du commerce avec le Canada et le Mexique ou, plus marginalement, avec l'Amérique du sud ou avec les pays membres de l'OPEP¹⁵.

¹³ Si l'analyse géographique est limitée aux échanges de biens, cela tient à ce que le département du Commerce américain ne fournit pas de ventilation géographique des échanges de services.

¹⁴ Désignés dans le graphique comme les « pays situés hors zone dollar ».

¹⁵ L'ensemble de ces pays sont désignés dans le graphique comme les « pays de la zone dollar ».



Dans le second groupe, plusieurs pays (dont la Chine, la Malaisie, Hongkong, l'Argentine avant la crise récente) maintiennent officiellement une parité fixe entre leur monnaie nationale et le dollar américain et peuvent donc être considérés comme des pays appartenant à la zone dollar. D'autres (dont Israël et l'Arabie saoudite) annoncent que leur objectif est de stabiliser la parité de leur monnaie vis-à-vis du dollar américain ou d'un panier de monnaie au sein duquel le dollar est prépondérant et peuvent également, à ce titre, être inclus dans la zone dollar.

Les derniers (parmi lesquels le Canada, le Mexique, la Thaïlande, les Philippines) déclarent officiellement que leur monnaie n'est rattachée à aucun accord de change, ne fait l'objet d'aucun alignement formel ou informel sur quelque monnaie-ancrage ou sur un panier de monnaies, et flotte librement sur les marchés des changes ou fait l'objet d'interventions ponctuelles visant uniquement à réduire les fluctuations de change¹⁶. À partir d'une étude comparée de la volatilité des taux de change nominaux et des avoirs de réserve, mais aussi des taux d'intérêt, des agrégats monétaires et des prix du commerce extérieur, Calvo et Reinhart¹⁷ montrent, cependant, que ces pays mènent souvent une politique de change active qui, par certains côtés, s'assimile à un ancrage souple — mais non revendiqué — sur une monnaie-ancrage. Des études de corrélation par pays permettent de préciser que lorsque les prix du commerce extérieur y sont établis en dollars et varient en fonction du taux de change, ce qui est le cas général, on peut présumer que le taux de change est fixé par rapport au dollar¹⁸.

¹⁶ Cf. les rapports annuels du FMI sur « *Exchange arrangements and exchange restrictions* ».

¹⁷ Cf. le « Working paper » n° 7993 du NBER, Cambridge (États-Unis), novembre 2000.

¹⁸ Cf. Artus, Flash n° 83, CDC IXIS, Paris, avril 2001.

Au total, l'Asie à l'exception du Japon, le Canada, l'ensemble de l'Amérique latine et les pays de l'OPEP peuvent être classés dans un vaste ensemble défini comme une zone dollar au sens large, c'est-à-dire regroupant des pays pour lesquels la monnaie de transaction internationale et de réserve est presque exclusivement le dollar américain. Cela signifie que, pour la plupart des résidents, publics et privés, de ces pays, il est indifférent de détenir des avoirs en dollars ou en monnaie nationale¹⁹.

3. L'existence d'une vaste zone dollar contrarie l'ajustement de la balance courante des États-Unis

Dans ce cas, un déficit commercial ou courant bilatéral des États-Unis vis-à-vis de l'un de ces pays est *a priori* sans conséquence pour la parité du dollar, les règlements — en dollars — reçus en contrepartie d'exportations vers les États-Unis n'entraînant pas de cessions de dollars sur les marchés des changes, mais étant *in fine* placés aux États-Unis, soit directement par leurs destinataires, soit par l'intermédiaire du secteur financier. Dans la mesure où ces pays contribuent à près des deux tiers du déficit commercial américain, ce sont plusieurs centaines de milliards de dollars qui, chaque année, donneraient lieu à un flux spontané de capitaux vers les États-Unis, couvrant l'essentiel de leur besoin de financement externe. Plusieurs études²⁰ ont d'ailleurs montré la part croissante des investissements directs et de portefeuille en provenance des pays émergents parmi les investissements étrangers aux États-Unis au cours des dernières années, et en particulier le rôle joué par la hausse des réserves de change en dollars.

Si les mécanismes décrits ci-dessus ont été effectivement à l'œuvre lors des dernières années, il serait sans doute excessif d'en déduire que les déséquilibres extérieurs américains peuvent se prolonger indéfiniment sans affecter la parité du dollar. L'idée que tout déficit américain vis-à-vis d'un pays de la zone dollar sera toujours automatiquement financé repose sur l'hypothèse implicite que les pays dégagant un excédent commercial vis-à-vis des États-Unis et appartenant à la zone dollar ont des échanges équilibrés par ailleurs, ce qui leur permet de conserver les dollars reçus en contrepartie de l'excédent de leurs échanges bilatéraux avec les États-Unis. En effet, si tel n'est pas le cas, et si ces pays ont, par exemple, un déficit vis-à-vis du Japon ou de la zone euro, ils peuvent — et doivent — utiliser leurs dollars pour régler leur surcroît d'importations en provenance de ces deux zones. Cela se traduit bien *in fine* par des cessions de dollars sur les marchés des changes, susceptibles d'affecter la parité du dollar.

La même observation vaut, *mutatis mutandis*, pour la détention d'actifs en dollars par les agents économiques des pays de la zone dollar. S'il est probable que les autorités monétaires de ces pays constituent principalement des réserves en dollars, même lorsqu'elles anticipent une dépréciation de la devise américaine, pour éviter une appréciation de la monnaie nationale et pour préserver la compétitivité des exportations, une partie des agents privés peut souhaiter diversifier ses avoirs afin de les rendre moins dépendants des fluctuations du dollar ou de bénéficier de gains de change en cas de détention d'avoirs dans des monnaies autres que le dollar et d'appréciation de celles-ci face au dollar.

Pour conclure, il semble que l'on puisse affirmer que l'utilisation très large du dollar américain, à la fois comme monnaie de transaction et de réserve internationales, en particulier par

¹⁹ Ceux-ci considérant même souvent comme moins risqué de détenir des avoirs en dollars plutôt qu'en monnaie nationale, compte tenu de la grande vulnérabilité de certaines économies émergentes.

²⁰ Cf. « Comment les États-Unis ont-ils financé leur déficit courant au cours des années 1990 ? », décembre 2001, miméo Banque de France, Direction de la Balance des paiements, et « L'accroissement des réserves de change mondiales depuis une décennie : interprétation et conséquences », Bulletin mensuel de la Banque de France, mai 2002.

des pays qui dégagent des excédents commerciaux et courants récurrents vis-à-vis des États-Unis, exerce, dans une perspective de moyen terme, un effet équilibrant sur le système monétaire et financier mondial. L'accumulation de titres et d'avoirs en dollars dans les pays de la « zone dollar », s'ajoutant aux stocks considérables d'actifs financiers libellés en dollars détenus par les résidents européens et japonais (dont plus de 1 000 milliards de dollars, hors réserves de change, sont des titres de créance, aisément cessibles), accroît cependant les risques d'une rupture brutale de l'équilibre actuel, se traduisant par une forte dépréciation du dollar face aux autres grandes devises internationales. En tout état de cause, tout soutien apporté au dollar — et contribuant à la surévaluation de son taux de change d'équilibre — ne peut que retarder une dépréciation qui apparaît comme l'un des seuls moyens de parvenir à une résorption progressive du déficit courant et de réduire la dette extérieure nette des États-Unis.

Dominique NIVAT – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 1.f.

LE NOUVEL ACCORD DE BÂLE SUR LES FONDS PROPRES

Des exigences en fonds propres prudentes visant à garantir que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement détiennent des fonds propres adaptés à l'ampleur et à la nature des risques qu'ils encourent constituent un élément essentiel de la réglementation prudentielle. Ainsi, les règles définies par le Comité de Bâle²¹ sur le contrôle bancaire dans l'Accord de 1988²², dont s'inspire étroitement le dispositif en vigueur dans l'Union européenne²³, exigent que les établissements détiennent des fonds propres à hauteur d'au moins 8% d'un panier d'actifs pondérés selon leur degré de risque.

Cet accord de 1988 a ensuite été complété à diverses reprises, afin de prendre en compte, notamment, les activités de hors-bilan (avril 1995) et les risques de marché (janvier 1996). Néanmoins, conscient que, malgré ces amendements, la simplicité de la démarche retenue en 1988 était devenue aujourd'hui simplificatrice et ne permettait plus d'appréhender pleinement l'ampleur et la nature des risques encourus ni d'encourager à une meilleure gestion de ces risques, le Comité de Bâle a engagé des travaux pour rénover profondément l'accord de 1988 et définir un Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres.

À l'issue d'une consultation sur un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres²⁴, le Comité de Bâle a publié en janvier 2001 des propositions plus complètes²⁵ qui permettront, en tenant compte des commentaires de la profession et des études d'impact menées dans l'intervalle, de présenter, début 2003, de nouvelles propositions, qui devraient déboucher sur un document final à la fin 2003 pour une mise en application en 2006, en même temps que la législation

²¹ Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, institué en 1975 par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des dix, rassemble les autorités de contrôle des banques. Il est composé de hauts représentants des autorités de contrôle bancaire et des banques centrales d'Allemagne, de Belgique, du Canada, des États-Unis, de France, d'Italie, du Japon, du Luxembourg, des Pays-Bas, du Royaume-Uni, de Suède, de Suisse et depuis, février 2001, de l'Espagne.

²² « Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres », Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (juillet 1988). Tous les textes du Comité de Bâle peuvent être obtenus sur le site BRI <http://www.bis.org>.

²³ Cf. référence bibliographique n° 1.

²⁴ Cf. référence bibliographique n° 2.

²⁵ Cf. référence bibliographique n° 3.

communautaire sur laquelle des réflexions sont menées par la Commission européenne ²⁶, en étroite collaboration avec le Comité de Bâle.

Face aux insuffisances des règles actuelles, cette réforme était attendue et les autorités peuvent la fonder sur des objectifs incontestés et un champ d'application élargi qui renforceront l'efficacité du contrôle bancaire (cf.1.). Les nouvelles exigences minimales de fonds propres seront plus différenciées en fonction des risques, avec un éventail d'options pour leur mesure assurant aux établissements la flexibilité nécessaire en fonction de la sophistication de leurs outils de gestion des risques (cf.2.). Mais, la rapidité du rythme des innovations financières et la complexité croissante des opérations justifient le renforcement de la dimension préventive et de la discipline de marché, conduisant à compléter l'exigence minimale d'une approche plus individualisée et d'une meilleure qualité de la communication financière (cf.3.).

1. Des objectifs ambitieux et un champ d'application élargi pour renforcer l'efficacité d'un contrôle bancaire fondé sur trois piliers

1.1. La réforme proposée retient des objectifs ambitieux

Le dispositif de 1988 s'est traduit par une augmentation très significative des fonds propres pour la quasi-totalité des banques internationales. Toutefois, le ratio de solvabilité actuel ne constitue plus qu'une mesure simplificatrice des risques auxquels une banque est exposée et ne permet pas de prendre en compte les nombreuses évolutions technologiques qui ont eu lieu dans le domaine de la finance. C'est donc afin de remédier à ces insuffisances que le Comité de Bâle a entamé, dès 1998, une réflexion sur la réforme du ratio de solvabilité, avec quatre objectifs principaux :

- développer et promouvoir la solidité et la stabilité du système financier avec un ratio de solvabilité qui serait plus sensible aux risques réellement encourus par un établissement ;
- améliorer les conditions de la concurrence bancaire en éliminant les possibilités d'arbitrage réglementaire ;
- élaborer une approche plus exhaustive de contrôle des risques bancaires ;
- s'adresser principalement aux banques actives au niveau international, tout en permettant une application à des banques présentant différents niveaux de complexité et de sophistication.

Le Nouvel accord a ainsi été conçu avec l'idée qu'il devra, pour le moins, préserver le niveau actuel des fonds propres dans l'ensemble du système bancaire, c'est-à-dire qu'en moyenne, il ne devrait générer ni une augmentation nette ni une diminution nette des fonds propres minimaux.

²⁶ La Commission européenne a publié, en novembre 1999, un document consultatif sur la « révision des exigences de fonds propres réglementaires applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement de l'Union européenne », complété, en 2001, par un second document « *Commission services' second consultative document on review of regulatory capital for credit institutions and investment firms* ».

1.2. Avec un champ d'application élargi, le Nouvel accord permettra la prise en compte des risques dans l'ensemble des groupes bancaires

Tenant compte de l'élargissement de l'éventail des activités des banques et du développement de structures de plus en plus complexes, le Nouvel accord sera étendu pour couvrir, sur une base consolidée, les sociétés holdings contrôlant les groupes à prédominance bancaire. En outre, pour garantir la disponibilité immédiate des fonds propres pour absorber les pertes et protéger ainsi les déposants auprès de chaque banque du groupe, l'accord s'appliquera aussi sur une base individuelle ou sous-consolidée à toutes les banques internationales.

1.3. Un dispositif plus souple et plus différencié en fonction des risques qui reposera sur trois piliers se consolidant mutuellement

Pour répondre aux préoccupations de sécurité et de solidité du système financier, tout en adoptant une approche plus globale et plus fine des risques, le Comité de Bâle propose un dispositif qui ne repose pas uniquement sur des exigences minimales de fonds propres mais donne plus de place aux procédures internes de contrôle et de gestion, au processus de surveillance individuelle et à la discipline de marché.

Alors que l'accord de 1988 ne prévoyait qu'une seule modalité de mesure de l'adéquation des fonds propres, le nouveau dispositif offre une gamme d'options allant de mécanismes simples aux méthodologies avancées pour mesurer les risques, comme c'est déjà le cas pour la mesure des risques de marché avec la possibilité ouverte aux banques d'utiliser leurs modèles internes. Il prévoit une architecture dans laquelle les établissements retiendront l'option la mieux adaptée à leur niveau de technicité et à leur profil de risque.

En fixant des exigences plus conformes aux risques sous-jacents, le Nouvel accord devrait permettre aux établissements de gérer leurs activités, en rapprochant les concepts de fonds propres économiques et fonds propres réglementaires.

Pour s'assurer que les établissements appliqueront des procédures internes saines pour déterminer l'adéquation des fonds propres sur la base d'une analyse approfondie des risques encourus, les autorités de contrôle auront à juger de la qualité de ces procédures, notamment en examinant leur caractère approprié en fonction du profil de risques.

Enfin, la discipline de marché, c'est-à-dire la publication d'informations significatives par les banques, devrait permettre de conforter les normes minimales de fonds propres et les autres exigences qualitatives en favorisant l'évaluation de leur situation financière.

Le Nouvel accord reposera ainsi sur trois piliers se consolidant mutuellement pour contribuer au renforcement de la sécurité et de la solidité du système financier :

- premier pilier : exigences minimales de fonds propres ;
- deuxième pilier : processus de surveillance prudentielle ;
- troisième pilier : discipline de marché.

2. Des exigences minimales de fonds propres plus sensibles aux risques et mieux adaptées aux outils de gestion des établissements

Si la logique de calcul des exigences minimales en fonds propres demeure fondamentalement la même, c'est-à-dire un rapport entre des fonds propres²⁷ et un encours de risques pondérés, en revanche la mesure de ces derniers est profondément modifiée à la fois par sa précision (utilisation des notations et prise en compte des techniques de réduction des risques), par l'étendue des risques pris en compte (risque de crédit, risque de marché et risque opérationnel) et par l'adoption de méthodologies différenciées.

Ainsi, les établissements devraient être encouragés à améliorer leurs procédures de gestion et de mesure du risque, pour se doter des méthodes différenciées en fonction du risque et déterminer avec davantage de précision leurs exigences de fonds propres.

2.1. Pour le risque de crédit, deux grandes options seront ouvertes : une approche standardisée et deux approches fondées sur les notations internes ; pour chacune d'elles les techniques de réduction des risques seront plus largement reconnues

La méthode standard est celle qui se rapproche le plus de la méthode actuelle, mais elle est plus différenciée en fonction des risques et la classification de ceux-ci résultera de notations externes obtenues auprès d'organismes reconnus par les autorités de contrôle : agences de notations reconnues, organismes de crédit à l'exportation mais aussi, pour les banques françaises, la cotation Banque de France. Les actifs seront ainsi pondérés selon la grille suivante :

PONDÉRATION DES ACTIFS SUR LA BASE DE LA COTATION-TYPE STANDARD AND POOR'S								
Notation		AAA à AA–	A+ à A –	BBB+ à BBB–	BB+ à BB–	B+ À B–	Inférieur A B–	Non noté
États		0%	20%	50%	100 %	100%	150%	100 %
Banques (1)	Option 1 qui est à	20%	50%	100%	100 %	100%	150%	100%
	Option 2 qui est à	20%	50%	50%	100 %	100%	150%	50%
Entreprises		20%	50%	100%	100 %	150%	150%	100%
Parts de titrisations		20%	50%	100%	150 %	Déduction des FP		
(1) Deux options existent pour la pondération des prêts aux banques : – dans l'option 1, elles se voient attribuer la pondération de l'État où elles se trouvent, déflatée d'un grade – alors que dans l'option 2, la pondération ne dépend que de leur notation. Chaque superviseur national choisira l'option que devront suivre les banques placées sous sa responsabilité. Source : Comité de Bâle Réalisation : Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire								

²⁷ La définition des fonds propres reste la même que celle de l'accord de 1988 et de l'interprétation qui en a été faite par le Comité à Sydney en 1998 (inclusion strictement limitée d'éléments de capital « hybride »).

Dans les approches fondées sur les notations internes (« *Internal rating based approaches* » ou approches IRB), les établissements devront classer leurs expositions dans les grandes catégories d'actifs. Six portefeuilles ont été définis : entreprises, souverains, banques, activités de banque de détail, titrisation et portefeuilles d'actions. Les trois premiers ont été définis et les méthodologies s'y appliquant développées dans le document consultatif de janvier 2001. En revanche, les trois derniers, ainsi qu'un traitement particulier pour le financement de projet, au sein du portefeuille entreprises, font toujours l'objet de réflexions et des propositions ont été faites sur ces sujets, à la fin de l'année 2001, dans différents documents de travail ²⁸.

Pour chaque catégorie d'exposition, le cadre méthodologique est le même et les établissements auront la possibilité de recourir à deux approches :

- une approche IRB simple, fondée sur une classification des risques obtenue à partir des probabilités de défaillance (PD) identifiées par les banques elles-mêmes pour chacun de leurs portefeuilles, l'impact (les taux de perte ou LGD « *loss given default* ») et la portée (les expositions aux risques ou EAD « *exposure at default* »), les maturités et les effets de diversification de ces défaillances restant fixés par les autorités de contrôle ;
- une approche IRB dite avancée dans laquelle les banques pourront s'appuyer sur leurs propres variables pour le calcul des PD, LGD et EAD.

L'adoption de l'une ou l'autre des approches IRB sera conditionnée à un certain nombre de critères qualitatifs et quantitatifs et à l'approbation préalable de l'autorité de contrôle.

Une reconnaissance accrue des techniques de réduction des risques permettra également un traitement plus différencié en fonction du risque. Le traitement des collatéraux, des garanties, des dérivés de crédit, de la compensation de bilan, d'une part, et des titrisations, d'autre part, suit ainsi une double logique d'élargissement des couvertures reconnues et de prise en considération de risques résiduels liés au caractère toujours imparfait des couvertures.

L'élargissement de l'éventail des collatéraux éligibles ne sera toutefois effectif que si ces derniers respectent un certain nombre de conditions préalables telles que la robustesse juridique, la qualité des systèmes de gestion, l'information publiée. Sous cette réserve, les valeurs mobilières pourront ainsi, désormais, constituer des collatéraux éligibles. Toutefois, pour tenir compte de l'imperfection de certaines couvertures, des décotes réglementaires seront appliquées en fonction de la nature et de la maturité des instruments de couverture (degré de liquidité, volatilité) ou encore de la fréquence de leur valorisation et des appels de marge associés, voire de leur documentation.

2.2. Le risque opérationnel sera intégré dans l'assiette des risques retenus

Le risque opérationnel est défini comme « le risque de pertes résultant d'une inadéquation ou d'une défaillance attribuable aux procédures, au facteur humain et aux systèmes ou à des causes externes » ²⁹. Par rapport aux risques de crédit et de marché, il s'agit donc d'un risque de nature plus « qualitative » ou d'ordre « technique ou technologique ».

Bien qu'il n'ait défini qu'une exigence de fonds propres en termes de risques de crédit et de marché, l'accord de 1988 était destiné à couvrir également les autres risques dans la norme

²⁸ Basel Committee on Banking Supervision, Working paper on the IRB approach to specialised lending exposures (August 2001), Working paper on risk sensitive approaches for equity exposures in the Banking book for IRB banks (August 2001), Working paper on the treatment of asset securitisation (October 2001).

²⁹ Basel Committee on Banking Supervision, Working paper on the regulatory treatment of operational risk (September 2001).

forfaitaire de 8%. Le Nouvel accord, en s'efforçant de mieux différencier la couverture du risque de crédit, cherche également à expliciter la couverture du risque opérationnel.

Comme pour le risque de crédit, le nouveau dispositif offre un spectre d'options allant d'un mécanisme simple à une méthodologie avancée, pour mesurer le risque opérationnel, et lui associer une charge en fonds propres. Ainsi, trois approches pourront être retenues :

- une approche standard fondée sur un indicateur global de risque opérationnel pour l'ensemble des activités d'un établissement (« *basic indicator approach* »). Cet indicateur sera un pourcentage du produit net bancaire (PNB), ce qui se traduit par une approche peu sensible au risque, mais d'une mise en œuvre aisée et rapide ;
- une approche standard fondée sur un indicateur de risque opérationnel spécifié pour chaque ligne de métier, au sein d'un établissement (« *standardised approach* »). Selon cette approche, l'exigence en fonds propres sera la somme de celles calculées pour chaque ligne de métier en fonction du PNB de celle-ci. Cette approche est donc plus sensible au risque mais suppose une estimation du risque relatif de chaque ligne de métier ;
- enfin, une approche interne fondée sur la modélisation, par chaque établissement, de la distribution des pertes à partir de données internes ou externes ou encore d'analyses de scénarios. Conceptuellement séduisante car très sensible au risque, cette approche est néanmoins techniquement difficile à mettre en œuvre en raison d'historiques de données encore faibles. En tout état de cause, elle ne pourra être utilisée que par les établissements dont les systèmes de gestion du risque opérationnel et de collecte des données auront été validés par l'autorité de contrôle.

3. Une approche plus individualisée et une meilleure discipline de marché complètent les exigences minimales

3.1. Le processus de surveillance prudentielle devrait renforcer la maîtrise interne des risques par les établissements

Le deuxième pilier du nouveau dispositif vise à introduire davantage de cohérence entre les risques pris par une banque et l'allocation des fonds propres au sein de cette dernière. Pour cela, il repose sur quatre principes fondamentaux :

- les banques doivent disposer d'un système de mesure interne de l'adéquation de leur fonds propres à leur profil de risques et d'une stratégie de maintien de cette adéquation ;
- les autorités de contrôle doivent examiner ce système de mesure et cette stratégie et s'assurer de leur conformité avec la réglementation ;
- les autorités de contrôle attendent des banques qu'elles disposent de fonds propres supérieurs à ceux fixés réglementairement et doivent pouvoir le leur imposer ;
- les autorités de contrôle doivent pouvoir intervenir de manière préventive afin d'éviter que les fonds propres des banques ne tombent en deçà de niveaux prudents et doivent pouvoir leur imposer une action correctrice si le niveau de ces derniers n'est pas maintenu ou restauré.

Des principes définis et des commentaires qui accompagnent leur énoncé, il apparaît clairement que l'objectif du pilier 2 est double : d'une part, inciter les banques à développer des techniques de contrôle et de gestion de leurs risques et de leur niveau de fonds propres (le Comité

de Bâle renvoie explicitement à l'ensemble des documents qu'il a publiés, lesquels sont en France très largement repris dans le règlement n° 97-02 sur le contrôle interne) et, d'autre part, permettre aux autorités, « si elles le jugent opportun », de prescrire un ratio supérieur au minimum, en fonction d'éléments quantitatifs et qualitatifs.

3.2. La discipline de marché devrait favoriser une meilleure évaluation de la solidité financière des établissements

Depuis quelques années déjà, les autorités de contrôle considèrent que la qualité de l'information financière est un élément fondamental de l'efficacité des marchés et de la solidité des systèmes financiers.

En s'inspirant de ses recommandations antérieures, le Comité de Bâle a défini un ensemble d'informations, que les banques devront publier sur un rythme semestriel, touchant à la structure et à l'allocation des fonds propres, la nature des expositions ainsi qu'aux méthodes employées pour mesurer ces dernières.

La logique qui sous-tend le pilier 3 est que l'amélioration de la communication financière permet de renforcer la discipline de marché, perçue comme un complément à l'action des autorités de contrôle. L'information financière est, en effet, toujours une incitation à rationaliser la gestion des risques pour traduire la nécessaire cohérence dans la démarche des banques entre leur système de gestion interne, l'information des autorités de contrôle et celle de leurs actionnaires et investisseurs.

Laurent LE MOUËL – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

Bibliographie

Directive 2000/12 qui reprend notamment les éléments de :

- la directive concernant les fonds propres des établissements de crédit (89/2999/CEE) qui régit la qualité et la composition des fonds propres de ces établissements ;
- la directive relative à un ratio de solvabilité (89/647/CEE) qui fixe les exigences de fonds propres nécessaires à la couverture du risque de crédit ;
- et des directives sur l'adéquation des fonds propres (93/6/CE et 98/31) qui définissent la couverture en fonds propres des risques de marché.

« Un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres » (juin 1999) ³⁰.

Trois documents ont été publiés en janvier 2001 dans le cadre de la consultation :

- une Vue d'ensemble, qui détaille les motifs des modifications proposées et sollicite les commentaires et contributions sur les aspects qui restent à parachever ;
- le Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, qui définit dans le détail le contenu et l'architecture du Nouvel accord ;
- sept documents techniques sur des sujets particuliers comprenant des analyses techniques, des descriptions des travaux en cours et des orientations sur la mise en œuvre du dispositif.

³⁰ Cf. le rapport de la Commission bancaire pour 1999.

2.

L'ESPACE FINANCIER EUROPÉEN

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 2.a. Le rapport Lamfalussy et sa mise en oeuvre
- 2.b. Euronext
- 2.c. Le rapport Charzat
- 2.d. L'attractivité relative de la France au regard de trois indicateurs macrofinanciers
- 2.e. L'état de la convergence des systèmes financiers dans les pays d'Europe centrale et orientale, candidats à l'Union européenne
- 2.f. L'utilisation de la notion de « flottant » dans la construction des indices sur actions
- 2.g. La concentration du système bancaire français

Préambule : le passage à l'euro fiduciaire

La préparation, en 2001, du passage à l'euro fiduciaire, a représenté l'ultime phase d'un projet sans précédent, né avec le Traité de Maastricht de février 1992. Elle devait permettre un lancement en douceur de la nouvelle monnaie pour 304 millions d'Européens répartis dans les douze pays de l'Union le 1^{er} janvier 2002.

La première étape de ce long processus, franchie avec succès le 1^{er} janvier 1999, voyait le monde bancaire et financier basculer à l'euro scriptural, et avait été l'apanage des professionnels de cette branche. Elle a ouvert la voie, amenant progressivement à d'autres basculements, l'ensemble du secteur vers la monnaie unique. C'est ainsi qu'à la veille de l'introduction des pièces et des billets en euros, plus de 53% des paiements scripturaux s'effectuaient en euros. L'utilisation des moyens de paiement en euros est restée différenciée puisque près de 90% des prélèvements et des titres interbancaires de paiement (TIP) étaient libellés en euros à fin décembre 2001 contre 44% des chèques et 37% des paiements par cartes bancaires. S'agissant des chèques, la sensibilisation du public a été renforcée par la conversion des comptes en euros et la distribution massive des chéquiers en euros qui ont permis un accroissement rapide des paiements effectués par chèques dans la monnaie unique : de 0,09% en juin 2001, ils sont passés à 44% de l'ensemble des chèques utilisés à la fin de l'année 2001, avec une très forte augmentation au mois d'octobre (+ 72% d'augmentation de chèques en euros par rapport à septembre). Trois projets ont marqué l'achèvement du passage à l'euro pour les paiements scripturaux en vue de l'introduction de l'euro fiduciaire :

- l'échange d'images-chèques en euros qui est traité dans le système interbancaire de télécompensation français (SIT),
- l'adaptation des distributeurs automatiques de billets,
- et le passage des traitements du SIT à l'euro.

La dernière étape, consistant à émettre puis prédisposer les pièces et les billets en euros, à en prévoir le scénario de substitution à l'ancienne monnaie nationale, devait impliquer la totalité des acteurs économiques nationaux. Cet édifice se situait, lui-même, dans un processus communautaire piloté par le Comité de coordination du passage à l'euro fiduciaire au sein de l'Eurosystème créé en mars 2001, composé de représentants de la BCE et d'un représentant de chaque banque centrale nationale.

Au plan national, le *Groupe de concertation de place sur le passage à l'euro*, présidé par M. Hannoun, premier sous-gouverneur de la Banque de France ainsi que le *Comité national de l'Euro* présidé par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, étaient chargés de coordonner les travaux remontant des groupes techniques issus de différentes instances telles que le *Comité de pilotage euro Banque de France/AFECEI*, le *Groupe Simon-Creyssel*, le *Comité consultatif* et le *Conseil national de la consommation*.

Le scénario de passage à l'euro fiduciaire, validé en février 2001 par le *Comité national de l'Euro* et intitulé « orientations nationales pour l'introduction des pièces et des billets en euros » devait servir, pour tous les acteurs, d'épine dorsale à l'ensemble du chantier. Il reposait sur le double postulat d'un basculement très rapide du commerce et d'une attitude de retenue des particuliers afin d'éviter les demandes massives d'échange aux guichets des banques.

Un tel scénario nécessitait la mise en place d'une infrastructure logistique extraordinaire eu égard aux volumétries en cause et aux contraintes de sécurité qui leur sont liées (les pièces en particulier ont requis un plan spécial).

2001 s'est caractérisée, enfin, par la mise en œuvre de la « pré-alimentation ». Conformément aux dispositions de l'orientation de la Banque centrale européenne du 10 janvier 2001, la pré-alimentation des établissements de crédit et la sous-préalimentation en billets et pièces des groupes cibles professionnels ont été autorisées. L'opération s'est réalisée en deux temps : tout d'abord par l'estimation des besoins des établissements de crédit et assimilés (ECA), eux-mêmes tributaires des besoins de pré-alimentation de leur clientèle professionnelle ; ensuite par la réalisation physique, le positionnement des pièces et des billets. C'est ainsi que les pièces ont commencé à être positionnées, en France, dès le 1^{er} septembre 2001, tandis que les billets devaient l'être auprès des ECA à partir de la fin novembre. À partir du 1^{er} décembre, les commerçants ont pu se procurer les « fonds de caisse standards », pièces et billets. Enfin, les « sachets de premiers euros » destinés à familiariser le public avec les nouvelles pièces ont été mis en vente le 14 décembre.

2.1. La convergence financière en Europe

2.1.1. L'état d'intégration des marchés au sein de la zone euro

2.1.1.1. La dynamique d'intégration du marché monétaire s'est poursuivie en 2001, mais reste différenciée selon les segments

Le marché des prêts en blanc au jour le jour, dont l'intégration s'est révélée satisfaisante dès la mise en place de l'euro, en 1999, a vu son activité progresser de nouveau en 2001. D'après les déclarations des banques constituant le panel EONIA, les volumes s'inscrivent en hausse de 8,4% par rapport à l'année précédente. Au sein de ce panel, la part déclarée par les établissements de crédit français s'est établie à 37,5%, contre 35,5% en 2001. Enfin, selon des données recueillies auprès des principales banques françaises dans le cadre d'une enquête sur le marché monétaire menée par l'eurosysteme, le volume des prêts des banques françaises aux autres banques de la zone euro est resté stable entre le deuxième trimestre 2000 et le deuxième trimestre 2001, tandis que celui des emprunts progressait de plus de moitié, contrepartie de la croissance de leurs engagements.

Également très intégré, le marché sur opérations de « *swaps* » de taux d'intérêt n'a pas connu, en revanche, de progression d'activité. Cette stagnation doit toutefois être appréciée au regard de l'exceptionnelle croissance observée les deux années précédentes, avec un quasi-doublement des volumes au cours de chacune d'entre elles. En outre, l'activité des « *swaps* » d'échéance court terme (« *overnight indexed swaps* ») liée aux prises de position sur mouvements de taux d'intérêt, a été momentanément freinée par la forte volatilité des taux courts observée après les épisodes de sous-soumissions des banques aux opérations principales de refinancement de l'eurosysteme.

Traditionnellement moins intégré, le marché de la pension livrée a connu une double évolution. D'une part, selon les statistiques d'Euroclear France, l'activité mensuelle moyenne sur titres français a progressé de plus de 20% (de moins de 500 milliards d'euros en moyenne par mois en 2000 à quelque 600 milliards d'euros en 2001). Ce regain d'intérêt pour les titres d'État français est en partie dû à la réduction progressive des écarts de taux de pensions entre les titres des différents États de la zone euro. D'autre part, l'enquête conduite au sein de l'eurosysteme a mis en évidence une augmentation des opérations transfrontières, qui ont représenté plus de la moitié des pensions traitées par les banques françaises en 2001. Ces progrès très sensibles réalisés dans l'intégration des marchés de la pension livrée de la zone euro s'expliquent, notamment, par le développement des plates-formes électroniques, qui s'est fortement accéléré en 2001, en facilitant la mise en relation d'un grand nombre de contreparties, la comparaison instantanée des taux offerts et demandés, et l'automatisation des procédures de post-marché. Cet essor des transactions électroniques demeure néanmoins à un stade préliminaire, dans la mesure où la coexistence de plusieurs systèmes, qui a permis de faire progresser l'efficacité des plates-formes par le jeu de la concurrence, n'a pas encore débouché sur une norme universellement reconnue permettant de concentrer la liquidité sur une place de marché unique. L'intégration de ce marché se heurte, en outre, à des difficultés juridiques. Celles-ci devraient être en partie résolues grâce à la directive sur les contrats de garantie financière (« *collateral directive* »), qui prévoit, notamment, l'introduction dans tous les droits des États membres d'un cadre juridique sûr pour la pension livrée.

2.1.1.2. Vers une consolidation des marchés de titres de créance négociables, obligataires et boursiers

L'adoption au Parlement européen, au mois d'octobre dernier, de *la nouvelle directive OPCVM devrait favoriser le décloisonnement des marchés de titres de créance négociables au sein de la zone euro*. L'ancienne directive qui datait de décembre 1985 prévoyait, en effet, que les SICAV et les FCP devaient être composés à 90% de « *valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé en fonctionnement régulier* ». Or, les différents marchés des TCN européens n'étant pas réglementés, cette directive limitait la détention de ces titres. La nouvelle directive OPCVM, en autorisant la libre détention de titres émis par des entreprises cotées en bourse ou appartenant à un groupe lui-même coté sur les différents marchés de la zone euro va donc permettre une plus grande diversification des portefeuilles et de nouvelles possibilités d'arbitrages.

Concernant le marché obligataire, la poursuite du développement des transactions via des plates-formes électroniques a contribué à l'unification du marché européen en renforçant sa transparence et sa liquidité. Ainsi, sur le marché des titres d'État, les plates-formes électroniques sont devenues un canal important des transactions interbancaires « *cash* » et « *repo* » sur titres d'État avec une moyenne de 80 milliards d'euros échangés chaque jour sur les trois principales plates-formes, MTS, BrokerTec et Eurexbonds. Il convient, néanmoins, de noter que les transactions entre établissements de crédit et clientèle finale par ce canal sont demeurées relativement faibles avec seulement 7 milliards d'euros négociés chaque jour via l'électronique, ce qui représente environ 9 % du marché des transactions électroniques.

Avec des plates-formes implantées dans six pays d'Europe, le groupe MTS s'est affirmé comme leader en Europe. Quelque 20 milliards d'euros de transactions « *cash* » et 38 milliards d'euros de transactions « *repo* » sont échangés chaque jour sur l'ensemble de ces plates-formes.

Les Bourses de Paris, Bruxelles et Amsterdam ont poursuivi leur processus de fusion engagé depuis le mois de septembre 2000. Dans le prolongement de la création d'Euronext NV, les chambres de compensation des trois marchés ont opéré leur fusion juridique en février 2001 au sein de Clearnet SA, filiale d'Euronext. Clearnet est donc devenue la contrepartie centrale unique pour les trois marchés. Sur le plan technique, Euronext a entamé l'intégration de ses systèmes de négociation et de compensation. Ainsi, depuis le mois d'octobre 2001, les trois bourses utilisent la plate-forme unifiée de négociation pour les valeurs mobilières NSC (Nouveau système de cotation), sa mise en place pour les produits dérivés étant prévue pour le courant de l'année 2002.

L'année 2001 a également été marquée, pour Euronext, par le lancement d'une offre publique amicale sur le capital du marché londonien de produits dérivés (*LIFFE*), clôturée en janvier 2002, et qui lui permettra de devenir la deuxième place boursière d'Europe en termes de volumes de transactions de produits dérivés. Euronext a, par ailleurs, entamé, en fin d'année, un processus de fusion avec la bourse portugaise, qui est parvenu à son terme début février 2002.

2.1.2. L'avancement de la réglementation

L'année 2000 avait été particulièrement riche en matière d'approfondissement et d'harmonisation de la réglementation bancaire et financière, tant au plan interne qu'au niveau international. Elle avait été notamment l'occasion de l'accélération de la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers décidé par le Conseil européen en mai 1999. La réforme, par le Comité de Bâle, du ratio international de solvabilité applicable aux banques et aux entreprises d'investissement, était également entrée dans une phase active. Enfin, au plan national, le législateur avait adopté le Code monétaire et financier, entré en vigueur le 1^{er} janvier 2001. L'année 2001, loin de constituer une pause, a, au contraire, été marquée, pour l'essentiel, par un approfondissement des travaux engagés.

Cette évolution peut être présentée en trois volets : l'état des travaux communautaires d'harmonisation, les travaux du Comité de Bâle, les grandes évolutions législatives nationales et le rappel des règlements.

2.1.2.1. L'état des travaux communautaires d'harmonisation

Ces travaux se sont inscrits dans le cadre du plan d'action pour les services financiers dont l'état d'avancement a fait l'objet d'un cinquième rapport (Commission européenne, 30 novembre 2001). Un ensemble de vingt-cinq directives ont été finalisées, huit sont en cours d'élaboration et neuf sont en cours d'examen au Parlement européen ou au Conseil, marquant ainsi la volonté de respecter les échéances fixées (2005 en règle générale, 2003 pour les valeurs mobilières).

Cette volonté s'est manifestée autour de trois pivots : un approfondissement de la surveillance du secteur bancaire et financier, une amélioration de l'environnement général des services financiers, et un approfondissement de l'harmonisation de la législation bancaire.

S'agissant de l'approfondissement de la surveillance du secteur et des circuits bancaires et financiers, on notera tout d'abord l'adoption définitive de la nouvelle directive sur le blanchiment de capitaux (directive 2001/97/CE du 4 décembre 2001 modifiant la directive 91/308/CEE relative à la prévention de l'utilisation du système financier à des fins de blanchiment). La Commission a lancé le 23 janvier 2001 un deuxième cycle de consultations sur une nouvelle réglementation communautaire en matière d'adéquation des fonds propres. Ces travaux sont, bien entendu, fortement corrélés avec ceux menés à Bâle au sein du Comité sur le contrôle bancaire. La Commission a, par ailleurs, présenté une proposition de directive sur la surveillance prudentielle des conglomérats financiers, le 24 avril 2001.

L'amélioration de l'environnement général des services financiers passe, en premier lieu, par les travaux liés à la révision de la directive sur les services d'investissement (directive 93/22/CEE du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières). La Commission a ouvert une première consultation publique le 24 juillet 2001, et a subséquemment modifié son texte en vue de le soumettre à une deuxième consultation au début du deuxième trimestre 2002.

Le 4 décembre 2001 ont été adoptées deux directives concernant les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (directive 2001/107/CE du 21 janvier 2002, modifiant la directive 85/611/CEE, et directive 2001/108/CE du 21 janvier 2002).

Par ailleurs, comme demandé par le Conseil européen de Stockholm, et conformément aux recommandations du rapport Lamfalussy (cf. fiche thématique 2.a.), une organisation plus efficace du mode de régulation des marchés financiers a été recherchée, via le développement de la « comitologie », par la création le 6 juin 2001 du Comité des valeurs mobilières et du Comité des régulateurs des valeurs mobilières¹.

L'harmonisation de la législation bancaire s'est poursuivie, notamment par l'adoption (parallèlement au texte d'objet similaire relatif aux assurances, mais après le règlement 1346/2000) de la directive 2001/24/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit.

¹ Cf. fiche thématique 2.a « Le Rapport LAMFALUSSY et sa mise en oeuvre »

2.1.2.2. Les travaux du Comité de Bâle

Le Comité de Bâle a poursuivi le processus de révision de l'accord sur le ratio international de solvabilité applicable aux banques et aux entreprises d'investissement, et notamment présenté, en janvier, une proposition de Nouvel accord.

Le Comité de Bâle a reçu de nombreuses réactions à sa proposition, et, dès avril 2001, a lancé une étude d'impact quantitative. Une nouvelle étude d'impact a été lancée en novembre 2001. Lors de sa réunion du 13 décembre 2001, le Comité de Bâle a noté la qualité des contributions reçues, et indiqué espérer désormais progresser vers une nouvelle proposition. À ce titre, il a décidé d'augmenter la durée des consultations, et de repousser de 2004 à 2005 l'entrée en vigueur du Nouvel accord (cf. fiche thématique 1.f.).

2.1.2.3. Les grandes évolutions législatives nationales

Dans le prolongement de l'élaboration du Code monétaire et financier, entré en vigueur le 1^{er} janvier 2001, le législateur national a poursuivi au cours de cette année son travail d'adaptation du droit bancaire et financier français, notamment en complétant ledit Code. Les modifications introduites ont été, pour une part, dictées par la nécessité de transposer des directives européennes (par exemple, certaines des dispositions de la directive n° 98-26/CE sur la bonne fin des règlements), mais également par un souci propre d'anticipation et de protection des différents intervenants ainsi que des consommateurs.

On peut retenir, pour l'essentiel, trois grands textes dont les dispositions sont venues s'insérer dans le Code monétaire et financier :

- la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (dite loi NRE) ;
- la loi n° 2001-1168 du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réforme à caractère économique et financier (dite loi MURCEF) ;
- la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne (dite loi LSQ).

Ces lois ont des contenus très variés. Elles s'inscrivent toutefois toutes dans une optique d'amélioration de la sécurité des opérations, que ce soit au niveau de la place, pour les différents intervenants professionnels, et pour leurs clients. En particulier, elles renforcent sensiblement le rôle de la Banque de France en matière de surveillance de la sécurité des moyens de paiement, dans les relations entre les banques et leurs clients, et dans le domaine de la surveillance de la sécurité des systèmes de compensation et de règlement-livraison de titres.

2.1.2.4. Les règlements adoptés par le Comité de la réglementation bancaire et financière

Durant l'année considérée, le Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF) a adopté cinq règlements — dont trois de nature prudentielle — adaptant pour l'essentiel des textes antérieurs :

- le règlement n° 2001-01 modifie les règlements n° 97-02 et 97-04, respectivement relatifs au contrôle interne des établissements de crédit et aux normes de gestion applicables aux entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille ;
- le règlement n° 2001-02 modifie le règlement n° 99-10 relatif aux sociétés de crédit foncier ;

- le règlement n° 2001-03 modifie le règlement n° 2000-03 relatif à la surveillance prudentielle sur une base consolidée ;
- le règlement n° 2001-04 est relatif à la compensation des chèques, et modifie également le règlement n° 92-13 relatif à la fourniture de services bancaires en France par des établissements ayant leur siège social dans les autres États membres de l'Union européenne ;
- le règlement n° 2001-05 modifie le règlement n° 95-02 relatif à la surveillance prudentielle des risques de marchés, le règlement n° 96-16 relatif à la modification de situation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, et le règlement n° 2000-03 précité.

2.1.3. L'harmonisation de la fiscalité de l'épargne

L'introduction de l'euro renforce la nécessité d'harmoniser l'application de règles communautaires en matière d'imposition des revenus de l'épargne. D'une part, la concurrence fiscale exercée sur les revenus du capital est préjudiciable au bon fonctionnement du marché unique ; d'autre part, il est souhaitable que les décisions d'investissement soient prises en fonction de la qualité des produits offerts plutôt qu'en fonction de niches fiscales.

Si les discussions portant sur l'échange d'informations et la coopération en matière de fiscalité de l'épargne sont bien engagées au plan européen, des distorsions subsistent dans les niveaux d'imposition des pays membres de la Communauté.

La réglementation européenne privilégie une coordination fondée sur l'échange d'informations et la coopération entre les administrations fiscales

En 1989, la Commission européenne avait déjà publié un projet de directive (proposition Scrivener) visant à instituer un système commun de retenue à la source sur les revenus d'intérêts prévoyant un taux de 15%. Cette proposition avait finalement été retirée en l'absence de consensus, tout accord fiscal requérant un vote à l'unanimité.

Le « paquet Monti »

La réalisation de l'Union monétaire, a rendu plus pressants les efforts de convergence en matière fiscale. L'ensemble des dispositions ou « paquet Monti » approuvées par le Conseil Ecofin du 1^{er} décembre 1997 et présentées par la Commission au sein d'une proposition intitulée « *Un ensemble de mesures pour lutter contre la concurrence fiscale dommageable dans l'Union européenne* » recouvre trois grands axes :

- un code de conduite dans le domaine de la fiscalité des entreprises ;
- l'élimination des distorsions dans le domaine de la fiscalité des revenus du capital (proposition d'instaurer une retenue minimale à la source sur les intérêts bancaires) ;
- des mesures visant à supprimer les retenues à la source sur les paiements transfrontaliers d'intérêts et de redevances entre sociétés.

La fiscalité de l'épargne individuelle

L'élément le plus controversé du « paquet Monti » était l'application d'une imposition effective minimale aux revenus de l'épargne prenant la forme de paiements d'intérêts au sein de la Communauté.

La proposition de la Commission de 1998 s'était appuyée sur un « modèle de coexistence » : les États membres devaient opter soit pour une retenue à la source de 20% prélevée sur les revenus de l'épargne versés aux résidents d'autres États membres, soit pour la fourniture d'informations sur ces paiements aux autorités fiscales des autres États membres.

LES RETENUES À LA SOURCE SUR LES REVENUS DES RÉSIDENTS PROVENANT D'INTÉRÊTS D'OBLIGATIONS PUBLIQUES		
<i>(en pourcentage)</i>		
Pays	Impôts	Remarques
Allemagne	31,6	La retenue est portée au crédit de l'impôt sur le revenu imposable total.
Autriche	25	Le prélèvement est libératoire si le contribuable le souhaite. Sinon, le montant est intégré au revenu imposable total.
Belgique	15	Le prélèvement est libératoire si le contribuable le souhaite. Sinon, le montant est intégré au revenu imposable total. Les premiers 1 400 euros d'intérêts sont exonérés.
Danemark		Tous les revenus d'intérêts sont intégrés au revenu imposable total.
Espagne	18	La retenue est portée au crédit de l'impôt sur le revenu imposable total.
Finlande	29	Prélèvement libératoire.
France	15	Le prélèvement est libératoire si le contribuable le souhaite. Sinon, le montant est intégré au revenu imposable total.
Grèce	15	
Irlande	24	La retenue est portée au crédit de l'impôt sur le revenu imposable total. Il existe des abattements pour les retraités, etc.
Italie	12,5	Prélèvement libératoire.
Luxembourg		Tous les revenus d'intérêts sont intégrés au revenu imposable total. Les premiers 1 500 euros sont exonérés.
Pays-Bas		Tous les revenus d'intérêts sont intégrés au revenu imposable total. La première tranche de 455 euros est exonérée.
Portugal	20	Prélèvement libératoire, avec possibilité d'intégration à l'impôt sur le revenu.
Royaume-Uni	20	La retenue est portée au crédit de l'impôt sur le revenu imposable total. Les intérêts peuvent être perçus en brut dans certaines circonstances.
Suède	30	
Source : Les systèmes fiscaux dans les pays de l'Union européenne (OCDE, 2001)		
Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la recherche – FIPU		

Cependant, devant les objections formulées par le Royaume-Uni et le Luxembourg ², le Conseil a partiellement rejeté la directive de 1998 : la dissipation du secret bancaire liée aux échanges d'informations semblait alors susceptible de faire fuir les investissements hors de la zone, à moins que des réformes similaires ne soient appliquées dans d'autres pays.

2 L'intégration des euro-obligations dans le champ des mesures du "paquet Monti" n'était pas acceptée par le Royaume-Uni, tandis que le Luxembourg, où l'activité de services financiers représente une part importante de l'économie, anticipait une fuite des capitaux hors de l'Union.

Lors du Conseil européen de Feira de juin 2000, les États membres se sont finalement entendus à l'unanimité sur la question de l'imposition des revenus de l'épargne, faisant de l'échange d'informations un objectif principal de l'Union européenne, la question étant plus largement reprise dans le contexte international³. Aussi, les conclusions du Conseil des ministres des Finances des 26 et 27 novembre 2000 ont-elles été adoptées dans une directive de la Commission européenne en juillet 2001⁴ (remplaçant la proposition de 1998) ; cette nouvelle directive vise à « garantir une imposition effective à l'intérieur de la Communauté des revenus de l'épargne sous forme de paiement d'intérêts ». L'introduction d'une telle législation est toutefois conditionnée par la conclusion d'accords, au cours de l'année 2002, sur des mesures similaires dans des pays tiers (Suisse, États-Unis).

Les États européens se sont donc engagés vers une intensification de la coopération administrative et des échanges d'informations entre les administrations fiscales. Pourtant, les réformes des années quatre-vingt-dix n'ont pas suffi à accentuer la convergence des fiscalités nationales en Europe et des distorsions profondes subsistent, concernant la fiscalité de l'épargne.

Des études de l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE) montrent la persistance de distorsions profondes dans les niveaux d'imposition de l'épargne dans les pays membres

L'analyse de l'évolution récente des taux et de la structure d'épargne des ménages européens⁵ montre que les comportements ont été avant tout orientés par les dispositions fiscales existantes, associés à des effets d'augmentation du patrimoine financier et des attitudes d'aversion au risque plus ou moins fortes.

D'une étude de l'OEE intitulée « Fiscalité de l'épargne en Europe : une comparaison multi-produits » il ressort notamment que, dans l'ensemble des pays étudiés, les revenus de l'épargne les plus liquides sont les plus taxés : c'est le cas des dividendes et des plus-values à court terme tandis que les revenus de l'assurance vie et des placements en fonds de pension bénéficient d'incitations fiscales intéressantes, orientant l'épargne vers le plus long terme. Par ailleurs, les pays européens ont, à première vue, un niveau global de prélèvement similaire à celui des États-Unis (environ 25%) ; si on exclut les fonds de pension dont l'accessibilité réelle n'est pas comparable en Europe et aux États-Unis, le taux américain est de 28% contre 37% en Europe.

³ Dans le cadre de la lutte contre le blanchiment d'argent menée par le groupe d'action financière sur le blanchiment des capitaux (GAFI), la tradition du secret bancaire semble de moins en moins justifiée.

⁴ La proposition de la Commission du 18 juillet 2001 est actuellement soumise pour avis au parlement européen.

⁵ Dans une étude rendue publique en janvier 2002 par l'OEE, intitulée « Épargne et Investissement en Europe-1995-2000 ». Voir également le chapitre 2.2 : Les financements et les placements dans la zone euro.

TAUX MARGINAUX D'IMPOSITION EFFECTIFS ⁶*(en pourcentage)*

Pays/ Produits	Dividendes	Plus-values à court terme	Liquidités	Obligations	Plus-values à long terme	Assurance vie	Fonds de pension et autres compléments de retraite	Moyenne par produits
Suède	114	102	97	102	102	18	– 113	60
Danemark	42	98	71	71	42	12	13	50
Allemagne	89	68	61	68	9	– 36	11	39
Pays-Bas	69	48	48	50	0	– 21	– 3	27
Belgique	54	68	38	38	13	– 30	– 21	23
Espagne	49	38	40	38	29	0	– 53	20
Royaume-Uni	48	32	33	33	32	4	– 44	20
Luxembourg	49	65	65	33	2	6	– 88	19
France	61	43	42	42	43	2	– 136	14
Italie	28	21	45	21	21	6	– 74	10
Portugal	36	16	33	33	0	– 145	– 147	– 25
Pays européens	58	54	52	48	26	– 17	– 59	23
États-Unis	76	21	29	17	21	5	5	25

Source : Observatoire de l'épargne européenne

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

Au sein de l'espace financier européen, de fortes divergences apparaissent entre les pays au niveau du taux moyen d'imposition et de la progressivité des prélèvements ; des fiscalités progressives, en fonction du revenu existant, en effet, pour des produits différents dans l'ensemble des pays, que le niveau des impôts y soit faible, moyen ou élevé. On distingue ainsi trois groupes de pays :

- les pays du nord (Suède, Danemark, Allemagne), dont le taux d'imposition approche 40%, se caractérisent par une fiscalité lourde ; ce sont également ceux où la progressivité joue un rôle minimal ;
- les pays intermédiaires, dont le taux d'imposition se rapproche de la moyenne européenne sont le Benelux, la France, l'Espagne et le Royaume-Uni ; pourtant, la progressivité dans l'imposition des revenus de l'épargne est nettement plus forte en Belgique, en Espagne et aux Pays-Bas qu'en France et au Luxembourg ;
- à l'exception de l'Espagne, les pays du sud de l'Europe (Portugal, Italie) ont les taux de prélèvement les plus faibles, inférieurs à 15%. Ils occupent des positions médianes en terme de progressivité.

Ainsi, les discussions sur les échanges d'informations et la coopération en matière de fiscalité de l'épargne sont bien engagées au niveau européen ; pourtant la persistance de distorsions profondes dans les différents niveaux d'imposition des pays membres de la Communauté montre

⁶ Un taux de 50% signifie que la moitié du rendement réel du produit d'épargne est prélevée au titre de l'impôt ; un taux supérieur à 100% indique un rendement réel net négatif, un taux négatif reflète au contraire une incitation fiscale à l'épargne.

qu'une véritable politique d'harmonisation de la fiscalité de l'épargne doit être menée, élément indispensable à la convergence financière au sein de la zone euro.

Encadré : dispositions relatives à l'harmonisation de la fiscalité des produits à taux fixe

La proposition de directive visant à « garantir une imposition effective, à l'intérieur de la Communauté, des revenus de l'épargne sous forme de revenus d'intérêts », présentée en juillet 2001 par la Commission prévoit les dispositions suivantes :

- obligation pour chaque État membre de fournir des informations aux autres États membres, sur les intérêts payés dans cet État à des particuliers qui résident dans un autre État. Toutefois, pendant une période transitoire de sept ans, un nombre limité de pays ne disposant pas de système déclaratif est autorisé à prélever à la source, une retenue de 15% pendant les trois premières années et de 20% pour le reste de la période. La Belgique, le Luxembourg et l'Autriche ne fourniront donc pas d'informations, mais devront transférer 75% du prélèvement à l'État de résidence de l'investisseur.
- champ d'application : tous types de revenus de l'épargne, c'est-à-dire 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 (émis après le 1er mars 2001).
- principe des agents payeurs : les agents payeurs, banques ou tout acteur économique responsable du paiement des intérêts, coopèrent directement à la mise en œuvre de la directive.
- territoires dépendants ou associés et pays tiers : les précédentes dispositions sont soumises au respect des discussions engagées sur ce thème avec les territoires dépendants ou associés des États-membres (îles Anglo-normandes, Caraïbes) et avec les pays tiers (États-Unis, Suisse, Lichtenstein, Monaco, Andorre, Saint-Marin). Le Conseil Ecofin du 16 octobre 2001 a ainsi adopté une décision, comportant un mandat de négociation avec les six pays tiers précités ; l'objectif est d'encourager l'instauration de « mesures équivalentes » à celles appliquées à l'intérieur de la Communauté.

2.1.4. La convergence des systèmes bancaires et financiers

Depuis que le Marché unique est entré en vigueur pour les services bancaires le 1^{er} janvier 1993, les établissements bancaires et financiers de l'Union européenne exercent leurs activités dans le cadre d'une réglementation harmonisée. Par ailleurs, les autorités bancaires nationales entretiennent des relations de coopération bilatérales et participent aux instances internationales de coordination de la réglementation et de la surveillance bancaire.

Le processus de concentration, qui s'inscrit dans un mouvement d'intégration des structures bancaires nationales à un niveau européen, a ralenti en 2001

Soucieux d'améliorer leur compétitivité et leur rentabilité, les établissements ont engagé des opérations de réorganisation et de restructuration. Un mouvement de concentration s'est ainsi développé et les opérations réalisées ces dernières années ont très largement contribué à façonner le secteur financier avec la naissance de grands groupes nationaux : BNP Paribas en France, SCH et BBVA en Espagne, Intesa Comit en Italie, Natwest Royal bank of Scotland au Royaume-Uni.

En 2001, l'environnement économique dégradé a quelque peu freiné ce mouvement. Le nombre d'opérations de rapprochement et la valeur totale des transactions réalisées a diminué, la plupart des opérations conservant une dimension nationale. En France, les principales initiatives

ont concerné l'acquisition de la Banque Hervet par le CCF (sous contrôle du britannique HSBC depuis 2000), ainsi que le rapprochement entre la CDC et le groupe Caisse d'épargne.

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

L'unification est déjà très avancée pour les activités de marché et les services bancaires aux grandes entreprises. En effet, la libéralisation des mouvements de capitaux a nécessité un effort important d'adaptation et les segmentations nationales sont désormais moins marquées, l'unification monétaire ayant contribué à parachever le processus d'intégration.

Les marchés de clientèle de petites et moyennes entreprises et de particuliers restent, eux, davantage marqués par des spécificités nationales. Néanmoins, avec la mise en place de la monnaie unique, effective depuis janvier 2002, le processus d'intégration semble devoir s'accélérer. Plus généralement, les développements récents de nouveaux types d'offre bancaire (utilisant principalement la technologie Internet) facilitent l'entrée de nouveaux acteurs sur les marchés bancaires nationaux.

Enfin, la convergence économique des différents pays s'est traduite par la poursuite du rapprochement des niveaux de rentabilité des systèmes bancaires européens

Ce point est illustré par la situation des banques françaises. En effet, grâce à une activité diversifiée, elles ont confirmé en 2001 la bonne résistance de leurs résultats. Par ailleurs, en dépit d'une augmentation récente des dotations aux comptes de prévoyance, le coût du risque est resté faible, notamment pour ce qui est de l'activité domestique. Enfin, les établissements de crédit français ont continué de recueillir le fruit des efforts engagés depuis plusieurs années pour maîtriser leurs coûts et mieux gérer leurs risques.

Le maintien d'un niveau satisfaisant de résultats est devenu désormais un objectif prioritaire pour tous les acteurs bancaires en Europe et les établissements français les plus performants affichent en 2001 un coefficient de rentabilité sur fonds propres proche ou supérieur à 15%, comparable à celui de leurs principaux concurrents. Aussi, les disparités entre les pays tendent-elles à s'estomper à la faveur des efforts de restructuration réalisés malgré un environnement économique moins porteur.

Encadré 1 : convergence des éléments de bilan des systèmes bancaires et financiers européens

À l'examen de la structure simplifiée des bilans agrégés au plan national, une certaine convergence s'est opérée entre les IFM de la zone euro, au cours des années récentes. Pour analyser cette évolution, on considère comme indicateur d'hétérogénéité l'amplitude des poids, exprimés en pourcentage du total de bilan, de postes agrégés. En d'autres termes, est calculé l'écart entre les valeurs maximale et minimale des poids en pourcentage du total de bilan pour un certain nombre de postes agrégés sur l'ensemble des pays de la zone. Cet indicateur a l'avantage d'être simple. En revanche, il présente l'inconvénient d'être très sensible à la situation d'un pays de la zone qui aurait une évolution très divergente de celles des autres⁷. Formellement, à chaque date, il est calculé par $\max(x_i) - \min(x_i)$ avec où x_i désigne le poids d'un poste en pourcentage du total de bilan pour le pays i ($i \in [1..12]$).

ÉVOLUTION DES ÉCARTS ENTRE LES VALEURS MAXIMALES ET MINIMALES DES POSTES DE BILAN DANS LES DOUZE PAYS DE LA ZONE EURO		
	(en pourcentage)	
	1998	2001
ACTIF		
OPÉRATIONS AVEC LES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO		
Secteur privé non bancaire	44	42
Crédits	42	40
Titres autres qu'actions	5	3
Actions	4	4
Opérations interbancaires	38	33
Crédits	28	25
Titres autres qu'actions	10	8
Actions	2	2
Opérations avec les administrations publiques	21	20
Titres	18	18
Crédits	6	4
CRÉANCES SUR LES NON-RÉSIDENTS NON EMUM	20	32
NON REPARTI	27	17
Instruments du marché monétaire	4	4
Actifs immobilisés	26	16
Autres créances	3	3
PASSIF		
OPÉRATIONS AVEC LES RÉSIDENTS DE LA ZONE EURO		
Secteur privé non bancaire	36	24
Dépôts à vue	29	20
Dépôts à terme	20	20
Dépôts avec préavis	27	14
Pensions	11	6
Dépôts des IFM	22	18
Dépôts des administrations publiques	3	2
OPÉRATIONS AVEC LES NON-RÉSIDENTS NON EMUM	17	17
NON RÉPARTI	19	18
Titres du marché monétaire	16	8
Titres de créance émis	17	17
Titres d'opcvn monétaires	5	20
Capital et réserve	7	6
Autres exigibilités	24	14
Source et réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SASM		

⁷ D'autres indicateurs tels que l'écart type (pondéré ou non) ou le coefficient de variation pourraient être envisagés pour conduire une analyse de cette nature.

On constate notamment que les disparités nationales restent très importantes. Ainsi, le poids des crédits au secteur privé non bancaire est très disparate au sein de la zone euro : en 2001, il s'élève à 10% au Luxembourg contre 50% en Finlande. Au passif, le degré d'hétérogénéité des structures de bilan est moindre : ainsi le poids des dépôts à vue du public atteint 3% en Irlande contre 23% en Finlande.

Cette hétérogénéité assez marquée s'est quelque peu atténuée pour certains postes : il en va ainsi à l'actif des opérations interbancaires pour lesquelles l'amplitude passe entre 1998 et 2001 de 38% à 35% et au passif des dépôts du secteur privé non bancaire (baisse de 36% à 24%).

Encadré 2 : point particulier sur la convergence des créances des systèmes bancaires européens

La convergence des sept plus importants systèmes bancaires européens peut être analysée à travers une comparaison de la répartition géographique des créances internationales consolidées déclarées, sous forme des prêts et titres, à la BRI. En considérant, dans le total des créances internationales consolidées, la part des risques situés dans les trois principales zones retenues par la BRI (pays développés, pays en développement et centres offshore⁸), on constate que les spécialisations géographiques convergent, puisque l'écart-type des expositions (c'est-à-dire l'écart moyen calculé par rapport à la moyenne des sept pays) diminue depuis fin 1998.

PART DES CRÉANCES BANCAIRES INTERNATIONALES CONSOLIDÉES SUR LES PAYS DÉVELOPPÉS (PAR NATIONALITÉ DES BANQUES DÉCLARANTES)								
	Allemagne	Belgique	France	Luxembourg	Pays-Bas	Royaume-Uni	Suisse	Écart-type
31/12/1998	82,7	91,4	79,0	90,9	74,7	60,5	93,1	11,7
31/12/1999	83,3	90,0	79,1	86,5	72,4	65,2	92,0	9,7
31/12/2000	85,0	87,0	80,4	87,9	76,4	66,8	92,7	8,6
30/09/2001	85,5	89,0	82,1	90,0	78,7	67,2	92,0	8,6

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

8 La BRI en retient 14 : les Antilles néerlandaises, les Antilles britanniques, Aruba, les Bahamas, Bahreïn, la Barbade, les Bermudes, les Îles Caïmans, Hong Kong, le Liban, le Liberia, Panama, Singapour et Vanuatu.

**PART DES CRÉANCES BANCAIRES INTERNATIONALES CONSOLIDÉES
SUR LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT**

(PAR NATIONALITÉ DES BANQUES DÉCLARANTES)

(en pourcentage)

	Allemagne	Belgique	France	Luxembourg	Pays-Bas	Royaume-Uni	Suisse	Écart-type
31/12/1998	9,3	3,7	12,9	1,7	18,3	16,7	3,5	6,7
31/12/1999	10,8	5,4	12,9	2,0	20,0	13,2	4,0	6,3
31/12/2000	9,6	7,6	11,9	1,5	18,7	12,5	3,7	5,8
30/09/2001	8,9	6,5	10,7	1,0	16,6	11,5	3,1	5,3

Source : Banque des règlements internationaux

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

**PART DES CRÉANCES BANCAIRES INTERNATIONALES CONSOLIDÉES
SUR LES CENTRES OFFSHORE**

(PAR NATIONALITÉ DES BANQUES DÉCLARANTES)

(en pourcentage)

	Allemagne	Belgique	France	Luxembourg	Pays-Bas	Royaume-Uni	Suisse	Écart-type
31/12/1998	8,0	4,4	8,1	2,6	6,5	21,7	3,3	6,5
31/12/1999	5,1	4,2	7,1	3,8	7,0	19,5	3,9	5,6
31/12/2000	4,8	4,5	7,1	3,3	4,6	18,2	3,6	5,3
30/09/2001	5,1	4,0	6,6	3,1	4,4	18,6	4,8	5,4

Source : Banque des règlements internationaux

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

Au total — et même si l'exposition plus forte du Royaume-Uni sur les centres offshore s'explique par l'importance des créances qu'il porte sur Hong Kong — on constate effectivement un rapprochement croissant de la structure géographique des risques déclarés à la BRI par les principaux systèmes bancaires européens.

2.2. Les financements et les placements de la zone euro ⁹

Depuis 2001, la Banque centrale européenne publie régulièrement, dans son bulletin mensuel, des données financières trimestrielles ventilées selon les grandes catégories de passifs et d'actifs financiers définis dans le Système européen des comptes nationaux (SEC95).

Ces statistiques donnent une vue d'ensemble des patrimoines financiers ¹⁰ (encours) des agents non financiers ¹¹ (ANF) et de leurs modifications (flux). Elles permettent ainsi d'analyser les

⁹ Cette brève présentation s'appuie sur l'article publié par la Banque centrale européenne dans son bulletin mensuel de mars 2002. Les commentaires, plus détaillés, s'appuient sur les dernières statistiques disponibles, c'est-à-dire celles du troisième trimestre 2001.

évolutions conjoncturelles et structurelles du comportement de placement et de financement de ces agents au sein de la zone euro.

2.2.1. Les placements financiers au sein de la zone euro

2.2.1.1. La décélération des flux de placements à la fin de 2001 concerne avant tout les actifs financiers à long terme

Au troisième trimestre 2001, les placements financiers des agents non financiers de la zone euro ont légèrement ralenti. Le taux de croissance s'est établi à +6,6%, contre +7,6% au deuxième trimestre. Néanmoins, les taux de progression restent supérieurs à ceux observés en 2000 (+5,7%) et en 1999 (+6%) pour les trimestres correspondants.

Le fléchissement est imputable à une progression moins marquée des placements en actifs à long terme (titres de créance à long terme, titres d'OPCVM généraux, actions cotées, placements d'assurance), dont le rythme de croissance s'est établi à +7,1% au troisième trimestre 2001, contre 9,9% au premier trimestre 2001 (+7% en 2000).

Cette évolution a notamment pour origine la moindre progression des flux d'achats d'actions cotées, dont le taux de croissance est revenu de +13,7% au deuxième trimestre 2001 à 8,1% au troisième trimestre 2001 (+7,4% en 2000), en liaison, sans doute, avec la baisse des cours boursiers et la forte diminution des opérations de fusions-acquisitions au cours du deuxième semestre 2001, après le niveau exceptionnellement élevé réalisé en 2000.

Par ailleurs, les flux de placements en produits d'assurance vie et de fonds de pension ont également fléchi sur la période récente. Le taux de croissance est revenu de +7% à +6,5% entre le deuxième et le troisième trimestres 2001, après avoir été supérieurs à 9% en 1999 et 2000. En revanche, les placements en titres d'OPCVM généraux sont restés stables lors des trimestres précédents, à environ +6,1% au troisième trimestre 2001, après +5,7% au deuxième trimestre (+5,9% en 2000).

2.2.1.2. Les réaménagements de portefeuille en faveur des instruments de court terme ont conduit à l'accélération de l'agrégat M3

Les placements financiers à court terme (monnaie fiduciaire, dépôts, titres d'OPCVM monétaires et titres de créance) ont connu une sensible accélération. Le rythme de progression s'est établi, en effet, à 5,6% au troisième trimestre 2001, après 5% au deuxième trimestre 2001 (+3,5% en 2000).

La préférence accrue pour la liquidité explique le dynamisme de l'agrégat M3. Elle a pour origine, d'une part, l'aplatissement de la courbe des taux jusqu'en août 2001 et, d'autre part, le recul des marchés boursiers et la montée des incertitudes sur les marchés de capitaux après les événements du 11 septembre 2001.

Au total, les données de comptes financiers trimestriels confortent l'analyse selon laquelle l'évolution de l'agrégat M3 s'explique, notamment, par des arbitrages en faveur des instruments financiers à court terme, au détriment de produits d'épargne à plus long terme.

¹⁰ À l'exclusion principalement des produits dérivés et des actions non cotées.

¹¹ Administrations publiques, sociétés non financières et ménages, y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

S'agissant de la structure du patrimoine financier, environ 39% du total des placements financiers sont effectués sous forme de dépôts ou d'instruments financiers à court terme. Au sein des placements à long terme, les produits d'assurance et de fonds de pension représentaient, à la fin du troisième trimestre 2001, 23% du total des placements, devant les actions cotées (16%), les titres d'OPCVM généraux (10%) et les titres de créance à long terme (11%).

2.2.2. Les financements des agents non financiers au sein de la zone euro

2.2.2.1. Moindre dynamisme des financements au secteur privé, avec un recours moins important aux instruments financiers à court terme et aux émissions d'actions

Le rythme de croissance des financements accordés aux agents non financiers s'est replié, passant de 6,1% à 5,5% entre le deuxième et le troisième trimestres 2001. La baisse s'explique par le fort ralentissement des financements à court terme (crédits et titres), dont le taux de croissance est revenu de + 12,1% au troisième trimestre 2000 à + 7% au troisième trimestre 2001.

En revanche, la progression des financements à long terme (crédits et titres de créance principalement) est demeurée stable, à 5,2% au troisième trimestre 2001. Par ailleurs, les émissions d'actions se sont légèrement repliées : le rythme annuel de leur progression est en effet passé de + 5,3% à + 3,8% entre le deuxième et le troisième trimestres 2001 (+ 4,7% en 2000).

2.2.2.2. De fortes disparités sectorielles en fonction de l'instrument financier utilisé

Les financements accordés aux sociétés non financières ont augmenté de 7,1% au troisième trimestre 2001 après 8,5% au deuxième trimestre. Ils ont reculé plus sensiblement que ceux accordés aux ménages, qui sont passés de + 6,2% à + 5,8% sur la même période. À l'inverse, les financements accordés aux administrations publiques ont progressé légèrement (+ 2,5% après + 2%, et + 1,5% en 2000), en liaison sans doute avec la baisse des rentrées fiscales et l'arrêt des recettes liées aux ventes des licences UMTS.

S'agissant des ménages, le ralentissement des crédits à long terme, principalement consacrés à l'acquisition de logements, qui constituent l'essentiel de l'endettement des ménages (91%), provient du moindre dynamisme du marché immobilier dans certains pays. On peut néanmoins souligner que l'infléchissement plus marqué des crédits à court terme, principalement utilisés à des fins de consommation, reflète le ralentissement économique de la zone.

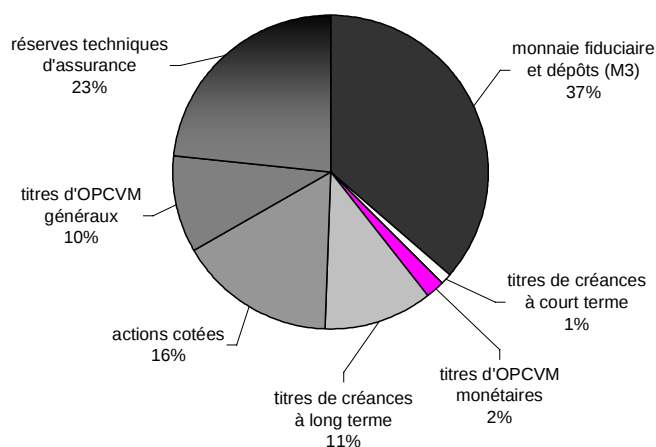
Les financements des sociétés non financières ont été marqués par des différences importantes entre les composantes à court et long terme : le taux de croissance des titres et crédits à moins d'un an a fortement fléchi, revenant à + 9% après plus de 20% à la fin de l'année 2000, en liaison, sans doute, avec l'arrêt des opérations exceptionnelles (UMTS et fusions-acquisitions) qui avaient nécessité des prêts-relais qui sont désormais remboursés. En revanche, le ralentissement de la progression des financements à plus d'un an a été nettement moins marqué (+ 6,7% au troisième trimestre après 7,5% au deuxième trimestre). Enfin, les émissions d'actions dans la zone euro ont vu leur rythme de progression ralentir, pour s'établir à + 3,8% après + 5,3% au deuxième trimestre 2001. L'inflexion peut s'expliquer par la baisse des cours boursiers et la disparition d'opérations de fusions-acquisitions de très grande ampleur.

S'agissant des administrations publiques, on peut souligner l'utilisation croissante des titres à court terme pour couvrir leur besoin de financement. En effet, bien que la part de l'endettement à court terme ne représente que 13% du total de leur endettement, 32% du total de leur financement ont été assurés, à la fin du troisième trimestre 2001, par des instruments de court terme.

Enfin, les évolutions récentes des financements observées au sein de la zone euro sont relativement conformes à la structure globale des financements par échéance. Après une déformation en 2000 en faveur de la composante court terme, elle-même liée à la forte progression des financements de court terme, le fléchissement de ces derniers en 2001 a conduit la structure des financements à retrouver sa physionomie antérieure : ainsi, la composante long terme représentait à la fin du troisième trimestre 2001 plus de 80% du total des financements, contre 75% un an plus tôt.

RÉPARTITION DES PLACEMENTS FINANCIERS DES AGENTS NON FINANCIERS DE LA ZONE EURO AU TROISIÈME TRIMESTRE 2001

(encours des principales composantes en pourcentage du total)

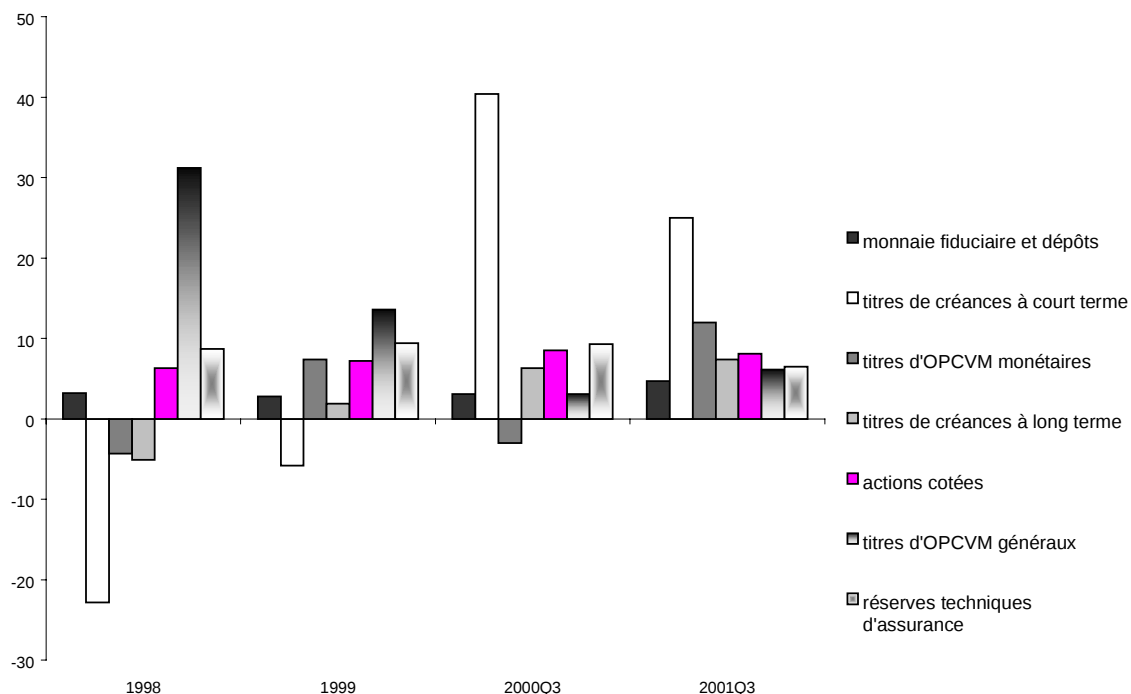


Source : Banque centrale européenne

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

ÉVOLUTION DES PLACEMENTS DES AGENTS NON FINANCIERS AU SEIN DE LA ZONE EURO 1998 – 2001 Q3

(taux de croissance en pourcentage)

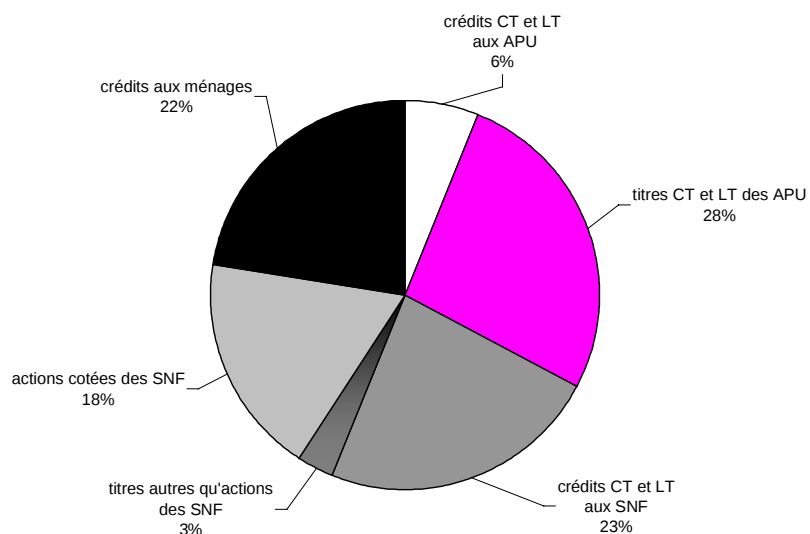


Source : Banque centrale européenne

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

FINANCEMENTS DES AGENTS NON-FINANCIERS DE LA ZONE EURO

(en pourcentage du total, au troisième trimestre 2001)

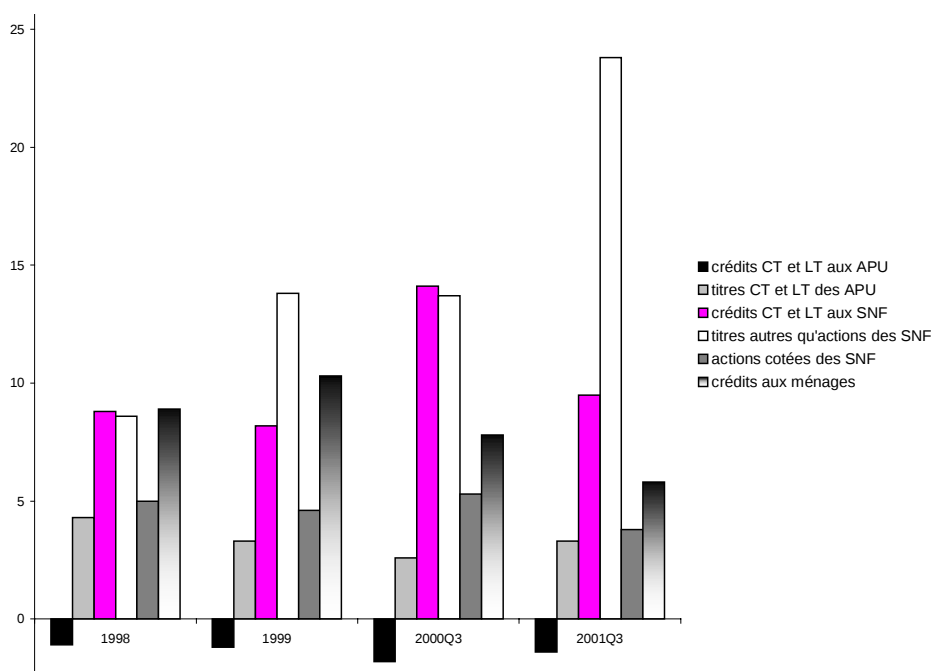


Source : Banque centrale européenne

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

ÉVOLUTION DES FINANCEMENTS AU SEIN DE LA ZONE EURO (1998-2001Q3)

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



Source : Banque centrale européenne

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

2.3. La balance des paiements et la position extérieure de la zone euro

2.3.1. La balance des paiements de la zone euro

En 2001, l'ensemble de l'économie mondiale a connu un ralentissement marqué de la croissance, celle-ci revenant de 4,6% en 2000 à 2% environ selon les dernières estimations disponibles. La décélération, puis la contraction de la demande intérieure et extérieure des États-Unis, en particulier dans le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC), apparue au second semestre 2000, s'est diffusée dans un premier temps aux pays émergents d'Asie, mais elle a aussi touché rapidement les deux autres principales zones économiques mondiales. Celles-ci ayant été affectées simultanément par le retournement des marchés financiers et les effets décalés de la hausse des prix du pétrole en 2000, il en est résulté une synchronisation des cycles économiques qui a conduit à un recul des échanges internationaux de marchandises (en baisse de 1,5% en volume selon l'OMC), après une année d'expansion exceptionnelle (+ 12% en volume). En fin d'année, les attentats du 11 septembre à New York ont retardé la reprise en accentuant temporairement l'attentisme des consommateurs et des entreprises.

2.3.1.1. Un compte de transactions courantes légèrement excédentaire

Dans ce contexte, le solde des transactions courantes de la zone euro a été excédentaire de deux milliards d'euros en 2001, alors qu'il était déficitaire de 70,1 milliards d'euros en 2000 (1% du PIB).

Les échanges de biens et services hors échanges intra-zone ont représenté 19% du PIB de la zone en 2001, témoignant d'un degré d'ouverture supérieur à celui des États-Unis (11%). Du fait d'une progression nettement moins vive qu'en 2000, surtout pour les importations (+ 1% en valeur, contre + 7% pour les exportations), les échanges de biens et services ont abouti à un excédent en forte hausse, à 86 milliards d'euros, après 6,5 milliards.

L'accroissement de l'excédent des biens, à 81,9 milliards d'euros, au lieu de 11,7 milliards, est imputable à une hausse de 6% des exportations en valeur, les importations s'étant contractées de 1%. Cette contraction provient exclusivement d'une diminution des volumes importés en liaison avec le ralentissement de la demande interne, les prix des produits importés ayant augmenté de 0,5% en moyenne annuelle selon les indices de valeur unitaire calculés par la BCE. On note, en particulier, une forte baisse des volumes importés dans les secteurs des biens d'équipement et de consommation, partiellement compensée par une fermeté des prix quelque peu surprenante dans un contexte de ralentissement de la demande et des échanges internationaux et de légère appréciation du taux de change effectif de l'euro. Seules les importations de pétrole ont connu un recul simultané des prix et des volumes en 2001. S'agissant des exportations, la progression des échanges en valeur a presque entièrement résulté d'une hausse des volumes, en dépit du ralentissement de la demande aux États-Unis et en Asie, les prix des biens exportés ayant, dans l'ensemble, été stables en 2001.

Le solde des services s'est retourné, présentant un excédent de 4,1 milliards d'euros, contre un déficit de 5,2 milliards en 2000, à la suite d'une augmentation de 8% des recettes et de 5% des dépenses.

Le déficit des transferts courants, principalement vis-à-vis des institutions de l'Union européenne, s'est très légèrement contracté, à 48,2 milliards d'euros, contribuant également au rééquilibrage du solde courant.

Ces améliorations n'ont été que partiellement compensées par un alourdissement du déficit des revenus, à 35,8 milliards d'euros, contre 27,6 milliards, sous l'effet d'une moindre rémunération des actifs étrangers détenus par les résidents, pour une bonne partie libellés en dollars.

Après prise en compte de l'excédent du compte de capital (8,5 milliards d'euros), la zone euro a dégagé une capacité de financement de 10,5 milliards d'euros vis-à-vis de l'extérieur (soit 0,2% du PIB), au lieu d'un besoin de financement de 58,2 milliards en 2000 (0,9% du PIB).

2.3.1.2. Un ralentissement des fusions-acquisitions

Le compte financier a été affecté par le ralentissement mondial des fusions et acquisitions, comme en témoigne la contraction des flux d'*investissements directs*, de 157,1 milliards d'euros en avoirs et de 276,9 milliards en engagements. La diminution étant particulièrement marquée du côté des engagements du fait de l'acquisition en 2000 de la société allemande Mannesmann par l'entreprise britannique Vodafone, pour quelque 180 milliards d'euros, les investissements directs affichent un solde débiteur de 104,6 milliards d'euros, au lieu d'un solde créditeur de 15,2 milliards.

Comme l'opération mentionnée ci-dessus avait été réalisée par échange de titres, elle a contribué à faire passer le solde des *investissements de portefeuille* de - 102,8 milliards d'euros à 36,5 milliards. En effet, sur les titres émis par les non-résidents, la baisse des deux tiers des achats nets d'actions, à 95,4 milliards d'euros, contre 288,8 milliards en 2000, a largement contribué à ramener les achats nets de 399,8 milliards d'euros à 266,7 milliards.

Sur les titres émis par les résidents, les achats nets ont été quasi stables, à 303,2 milliards d'euros. Les non-résidents ont procédé à des achats nets d'actions à hauteur de 238,2 milliards d'euros, montant élevé au regard des évolutions boursières dans les principaux pays de la zone. Cet afflux de capitaux extérieurs a résulté de l'acquisition par Deutsche Telekom de l'Américain VoiceStream, qui, réalisée par échange de titres, s'est traduite par l'attribution d'environ 35 milliards d'euros en actions Deutsche Telekom aux apporteurs, essentiellement non résidents, d'actions VoiceStream. Il pourrait également s'expliquer par les perspectives d'un ralentissement persistant aux États-Unis, qui prévalaient jusqu'à la fin de l'année 2001 et qui auraient incité les investisseurs internationaux à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit de la zone euro et au détriment des actions américaines, surpondérées ces trois dernières années. La hausse des achats nets d'actions de la zone euro a été entièrement compensée par la baisse des achats nets de titres de dette, à 65,0 milliards d'euros, contre 250,8 milliards en 2000.

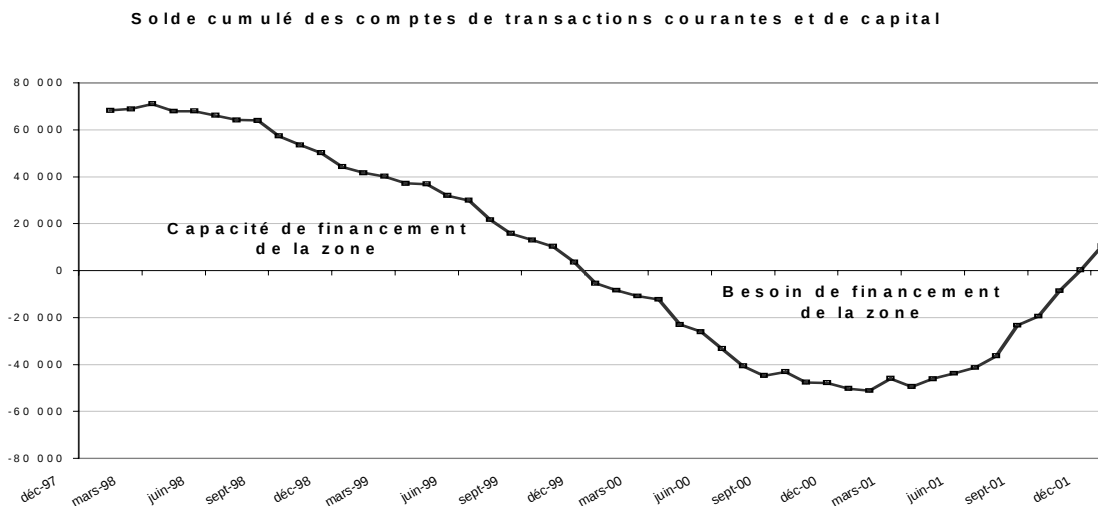
Les « autres investissements » ont fait apparaître des entrées nettes limitées à 1,1 milliard d'euros, au lieu de 172,5 milliards en 2000, tenant pour l'essentiel à une réduction des emprunts nets des institutions financières monétaires (IFM) vis-à-vis de l'extérieur de la zone.

Enfin, les opérations sur produits financiers dérivés se sont soldées par des sorties nettes de 20,7 milliards d'euros en 2001, tandis que les avoirs de réserve ont diminué de 17,8 milliards d'euros entre le début et la fin de l'année, plusieurs grandes banques centrales de la zone euro ayant réduit, en concertation avec la BCE, le montant de leurs réserves de change.

La balance des paiements de la zone euro peut être analysée au moyen de la balance de base, qui, selon la définition qu'en retient la BCE, regroupe les soldes des comptes de transactions courantes et de capital, ainsi que les flux nets d'investissements directs, d'investissements de portefeuille et les opérations nettes sur produits financiers dérivés. Depuis la création de l'Union monétaire en 1999, bien que d'importantes opérations de fusions-acquisitions avec l'extérieur de la zone aient été réalisées par échange de titres, sans impact par conséquent sur la balance de base, celle-ci fait apparaître des sorties nettes de capitaux qui trouvent leur origine dans les flux d'investissements directs et de portefeuille vers l'extérieur de la zone et dans le déficit du compte de transactions courantes. L'évolution de ces sorties nettes est proche de celle du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar, qui s'est globalement déprécié au cours de la période. Les sorties nettes ont eu principalement pour contrepartie un endettement net des IFM enregistré en « autres investissements », qui s'est accru au total de plus de 350 milliards d'euros depuis le début de l'année 1999.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO COMPTE COURANT ET COMPTE DE CAPITAL EN CUMUL SUR 12 MOIS GLISSANTS

(en millions d'euros)

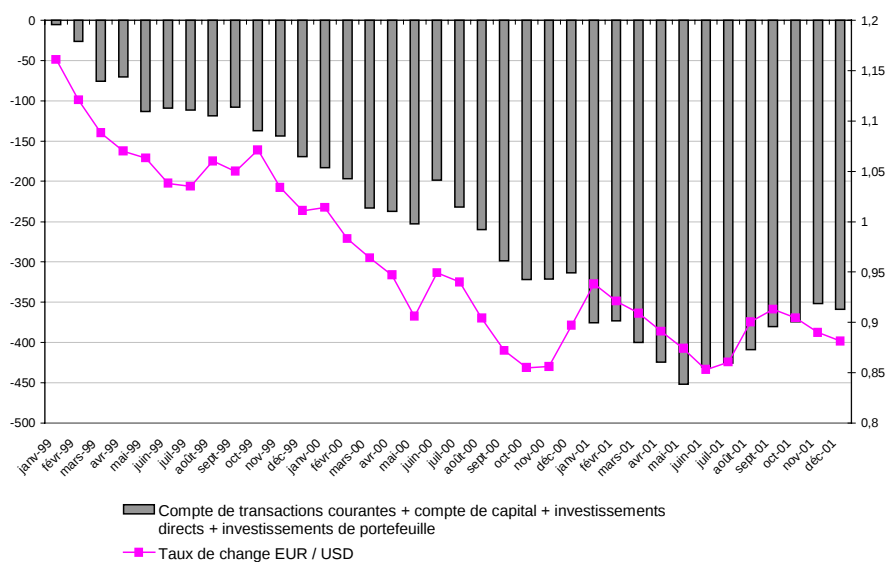


Source : Banque centrale européenne

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

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE EURO CONTRE DOLLAR

(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

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

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA ZONE EURO PRINCIPAUX SOLDES		
	(en milliards d'euros)	
	Année 2000	Année 2001
1. Compte de transactions courantes	- 70,1	2,0
1.1. Biens (données FAB-FAB)	11,7	81,9
1.2. Services	- 5,2	4,1
1.3. Revenus	- 27,6	- 35,8
1.4. Transferts courants	- 49,0	- 48,2
2. Compte de capital	11,9	8,5
3. Compte financier	98,0	- 69,9
3.1. Investissements directs	15,2	- 104,6
3.1.1. de la zone euro à l'extérieur	- 384,9	- 227,8
3.1.2. de l'extérieur dans la zone euro	400,1	123,2
3.2. Investissements de portefeuille	- 102,8	36,5
3.2.1. des résidents, sur titres émis par les non-résidents	- 399,8	- 266,7
3.2.1.1. actions	- 288,8	- 95,4
3.2.1.2. obligations	- 91,6	- 152,8
3.2.1.3. titres du marché monétaire	- 19,4	- 18,5
3.2.2. des non-résidents, sur titres émis par les résidents	297,0	303,2
3.2.2.1. actions	46,2	238,2
3.2.2.2. obligations	226,4	78,0
3.2.2.3. titres du marché monétaire	24,4	- 13,0
3.3. Produits financiers dérivés	- 1,4	- 20,7
3.4. Autres investissements (dépôts et crédits)	172,5	1,1
3.5. Avoirs de réserve	14,5	17,8
4. Erreurs et omissions nettes	- 39,8	59,5
1. + 2. Capacité (+) ou besoin (-) de financement	- 58,2	10,5
3.1. + 3.2. + 3.3. Investissements directs, de portefeuille et produits financiers dérivés	- 89,0	- 88,8
Total = Balance de base	- 147,2	- 78,3
Source : Banque centrale européenne Réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – PEET		

2.3.2. La position extérieure de la zone euro

Actuellement, toutes les rubriques de la position extérieure de la zone euro sont présentées sous une forme nette, c'est-à-dire sans faire apparaître les avoirs et les engagements, mais uniquement la différence entre les uns et les autres. Les soldes des différentes rubriques sont obtenus par agrégation des soldes nets issus des positions extérieures des États membres, qui incluent les positions vis-à-vis des autres membres de la zone euro. Ce procédé revient à faire l'hypothèse que les positions bilatérales à l'intérieur de la zone s'annulent. Il est toutefois prévu que tous les États membres transmettent en septembre 2002 à la Banque centrale européenne des données sur leur position extérieure vis-à-vis des non-résidents de la zone euro à fin 2001, sauf

pour les engagements de la position-titre. La BCE devrait alors être en mesure de présenter séparément les avoirs et les engagements des grandes rubriques de la position extérieure de la zone, à l'exception des investissements de portefeuille.

La position d'investissements directs est exprimée en valeur comptable, comme dans la plupart des pays membres, la France calculant pour sa part, comme les États-Unis et l'Australie, à la fois une position en valeur comptable et une position en valeur de marché, conformément aux recommandations du FMI.

POSITION EXTÉRIEURE DE LA ZONE EURO		
	<i>(en milliards d'euros)</i>	
	À fin 1999	À fin 2000
Position extérieure nette	- 116,6	- 152,2
Investissements directs	390,9	459,3
Investissements de portefeuille	- 798,9	- 721,5
<i>Actions</i>	- 605,3	- 375,8
<i>Titres de dette</i>	- 193,6	- 345,7
<i>Obligations et assimilés</i>	- 139,9	- 308,6
<i>Instruments du marché monétaire</i>	- 53,7	- 37,1
Produits financiers dérivés	10,1	7,0
Autres investissements	- 100,9	- 288,2
Avoirs de réserve	382,2	391,2
Un signe négatif traduit un excès des engagements sur les avoirs.		
Source : Banque centrale européenne		
Réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – PEET		

2.3.2.1. Une position extérieure débitrice à fin 2000...

À fin 2000, la position extérieure de la zone euro (à douze pays membres) est débitrice — ce qui signifie que les engagements sont supérieurs aux avoirs — pour un montant de 152,2 milliards d'euros, après 116,6 milliards à fin 1999. Cet accroissement de 35,4 milliards durant l'année 2000 traduit, outre les effets de la valorisation différente des avoirs et des engagements, les entrées nettes de capitaux enregistrées en contrepartie du déficit de 70,1 milliards du compte de transactions courantes.

En raison de la méthode d'élaboration des chiffres, c'est-à-dire par agrégation des positions nettes des États membres, il est difficile d'analyser les effets de valorisation ayant pu affecter les composantes de la position. Les effets de change semblent, néanmoins, à l'origine de l'augmentation de 68,4 milliards d'euros des avoirs nets en investissements directs, alors que la balance des paiements recense des entrées nettes de 15,2 milliards à ce poste.

Les engagements nets en investissements de portefeuille sont ramenés à 721,5 milliards d'euros, contre 798,9 milliards à fin 1999, soit une diminution de 77,4 milliards, en cohérence avec les sorties nettes de 102,8 milliards enregistrées en balance des paiements.

La contraction des engagements nets en investissements de portefeuille résulte de deux variations opposées. La diminution de 229,5 milliards d'euros, à 375,8 milliards, des engagements nets en actions (sorties nettes de 242,6 milliards en balance des paiements) est aux deux tiers

compensée par l'augmentation de 12,1 milliards, à 345,7 milliards, des engagements nets en titres de dette (entrées nettes de 139,8 milliards en balance des paiements).

Constitués notamment de la position dépôt-crédits des institutions financières monétaires (IFM), les engagements nets en « autres investissements » s'accroissent de 187,3 milliards d'euros (entrées nettes de 172,5 milliards en balance des paiements).

Enfin, les avoirs nets sous forme de produits financiers dérivés diminuent d'un tiers, à 7 milliards, tandis que les avoirs de réserve progressent de 9 milliards, à 391,2 milliards.

La position extérieure nette de la zone euro la place parmi les principaux débiteurs mondiaux, avec les États-Unis et le Royaume-Uni. Toutefois, rapporté au PIB, le solde débiteur de la position extérieure de la zone euro reste limité, à un peu plus de 2%, surtout comparé au solde de la position américaine (18,7% avec une position d'investissements directs exprimée en valeur comptable).

2.3.2.2. ...qui devrait se contracter à fin 2001

À fin 2001, la position extérieure nette débitrice de la zone euro, qui ne sera connue qu'à fin 2002, devrait se contracter, en raison de la formation d'une capacité de financement de 10,5 milliards d'euros procurée par le retour à l'équilibre du compte de transactions courantes en 2001.

Les avoirs nets en investissements directs pourraient augmenter en raison des sorties nettes importantes enregistrées au cours de l'année, et en particulier sous l'effet des acquisitions réalisées aux États-Unis.

La hausse des engagements nets en actions, bien que partiellement compensée par la baisse des engagements nets en titres de dette, devrait se traduire par un accroissement du solde débiteur des investissements de portefeuille.

Enfin, les engagements nets des institutions financières monétaires de la zone euro seraient pratiquement stables à quelque 280 milliards d'euros à fin 2001.

Fiche thématique

n° 2.a.

LE RAPPORT LAMFALUSSY ET SA MISE EN OEUVRE

1. Le constat de départ

Pour favoriser la croissance et améliorer la compétitivité de l'économie européenne, il est nécessaire d'achever la réalisation d'un véritable marché unique des services financiers. Malgré d'amples avancées intervenues au cours de ces dernières années, en particulier grâce à l'instauration de la monnaie unique, ce processus reste en effet incomplet : les marchés demeurent fragmentés et la prestation transfrontière de services bute sur divers obstacles ou difficultés.

2. Le « Plan d'action sur les services financiers »

La Commission européenne a adopté le 11 mai 1999 un « plan d'action pour les services financiers ». Ce plan contient une série d'objectifs politiques et de mesures spécifiques qui visent, en particulier, à éliminer les obstacles les plus importants à l'intégration du marché des services financiers en vue d'aboutir à un marché totalement harmonisé en 2005.

Lors des Conseils européens de Lisbonne (mars 2000) et de Stockholm (mars 2001) les chefs d'État ou de gouvernement ont demandé que ce plan d'action soit pleinement mis en œuvre d'ici à 2005.

Le Conseil de Barcelone (mars 2002) a réaffirmé son engagement à mettre en œuvre le plan d'action sur les services financiers et à réaliser l'intégration totale des marchés de valeurs mobilières et de capitaux à risques d'ici 2003 et celle des marchés financiers d'ici 2005.

3. Le Comité des Sages sur la régulation des marchés financiers et de l'information financière

Face aux mutations du paysage économique et financier européen, induites par l'introduction de l'euro, la Présidence française de l'Union et la Commission ont souhaité engager

une réflexion approfondie sur les modes de régulation des marchés financiers et de l'information financière afin de déboucher sur des propositions de réforme.

Le Conseil ECOFIN du 17 juillet 2000 a institué à cette fin un Comité des sages, réunissant sept personnalités éminentes¹ et placé sous la responsabilité de M. Alexandre Lamfalussy. Le Comité était invité à :

- évaluer les conditions de mise en œuvre de la régulation des marchés de valeurs mobilières dans l'Union européenne, notamment en ce qui concerne l'application du plan d'action sur les services financiers ;
- évaluer la capacité du dispositif de régulation des marchés de valeurs mobilières de l'Union européenne à répondre aux évolutions en cours sur ces marchés, y compris la création de marchés résultant soit de l'alliance de bourses, soit d'innovations technologiques (ATS), tout en garantissant un fonctionnement efficace et dynamique des marchés dans l'ensemble de l'Union européenne pour créer des conditions de concurrence équitables ;
- proposer des scénarios pour adapter les pratiques de façon à assurer une plus grande convergence et une meilleure coopération dans la mise en œuvre quotidienne et prendre en compte de nouveaux développements des marchés.

Le mandat précisait explicitement que le Comité n'aurait pas à traiter de la surveillance prudentielle.

4. Le rapport du Comité

Le rapport final, présenté le 15 février 2001, rappelle pourquoi une réforme urgente de la réglementation s'impose et en présente l'économie.

Le constat de départ est que la législation de base nécessaire à un marché financier intégré fait défaut, que les structures européennes de régulation des marchés sont multiples et hétérogènes, et que le système réglementaire actuel est inadapté car trop lent et trop rigide face aux besoins de marchés financiers modernes et évolutifs. À ces faiblesses s'ajoute une série de problèmes de divers ordres, tels que la multiplicité des systèmes de compensation et de règlement qui, en fragmentant la liquidité et en augmentant les coûts de transaction, représentent un obstacle au développement du marché financier européen, ainsi que la disparité des systèmes juridiques et des fiscalités.

La réforme préconisée consiste essentiellement à établir un cadre réglementaire à quatre niveaux :

- au niveau 1, les actes législatifs qui doivent exclusivement énoncer les grands principes politiques ;
- au niveau 2, la mise en œuvre de ces grands principes sera assurée par une procédure de « comitologie », à travers deux nouveaux comités, le comité européen des valeurs mobilières, doté d'une fonction réglementaire, et le comité des régulateurs européens des marchés de valeurs mobilières, doté d'une fonction de conseil ;
- au niveau 3, la transposition uniforme des règles définies aux niveaux 1 et 2 s'appuiera sur une coopération renforcée des autorités de régulation nationales ;

¹ M. Lamfalussy (président), ancien président de l'IME, M. Herkströter, M. Rojo (ancien gouverneur de la Banque d'Espagne), M. Ryden, M. Spaventa, M. Walter, Sir Nigel Wicks (ancien président du Comité monétaire européen).

- au niveau 4, un contrôle plus rigoureux par la Commission de l'application du droit communautaire.

Le Comité souligne, enfin, la nécessité de garantir une transparence totale et institutionnalisée de l'ensemble du processus législatif, d'ancrer le processus — au niveau 2 — dans un échéancier ferme, d'instaurer un suivi inter-institutionnel et de procéder en 2004, avant la prochaine conférence intergouvernementale, à une révision totale et transparente du processus.

5. La mise en œuvre du rapport

Le Conseil européen de Stockholm, en mars 2001, a salué le travail accompli par le Comité Lamfalussy et adopté une résolution relative à une régulation plus efficace des marchés de valeurs mobilières dans l'Union européenne, demandant la mise en œuvre de l'approche réglementaire à quatre niveaux proposée par le Comité des Sages.

- la Commission a créé en juin 2001 le Comité européen des valeurs mobilières, constitué de hauts représentants des États membres et présidé par la Commission ². Il est consulté par la Commission sur la politique à mener et sur les projets de propositions législatives dans le domaine des valeurs mobilières ;
- la Commission a également créé le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) chargé de l'assister, et composé des hauts représentants des autorités publiques des États membres, compétentes dans le domaine des valeurs mobilières ³. Ce comité, qui se substitue au Forum of European Securities Commission (FESCO), conseille notamment la Commission sur les projets de mesures d'exécution.

La procédure de comitologie a été l'occasion d'un débat institutionnel entre la Commission européenne et le Parlement européen qui a été clos en début d'année 2002. En effet, en février 2002, à l'occasion du débat au Parlement européen sur la mise en œuvre de la législation dans le domaine des services financiers, la Commission a donné satisfaction au Parlement en lui concédant notamment un délai de trois mois pour se prononcer sur les projets de mesures d'exécution qu'elle est amenée à prendre.

Christine-Marie SAHATDJIAN – Banque de France – Direction générale des Opérations

² La France y est représentée par le Directeur du Trésor.

³ La France y est représentée par le Président de la Commission des opérations de bourse.

Fiche thématique

n° 2.b.

EURONEXT

1. Euronext

Euronext est la première bourse européenne transnationale et intégrée. Créée en septembre 2000 par la fusion des bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris, elle est la première manifestation concrète et réussie du mouvement de concentration des bourses européennes et la première organisation à proposer une plate-forme de négociation à l'échelle européenne. Le cœur de son activité est basé sur les activités de négociation (« *cash* » et dérivés) et de « *clearing* », tels que les technologies de l'information, le règlement-livraison et la conservation (pour laquelle un partenariat a été créé avec Euroclear). Euronext s'est élargie début 2002 aux marchés boursiers portugais et aux marchés dérivés anglais. Euronext est la plus grande bourse européenne en termes de volumes négociés sur les actions dans le carnet d'ordres central, avec 142 milliards d'euros échangés en avril, suivie par le London Stock Exchange (LES) (93 milliards) et la Deutsche Börse (75 milliards).

2. La stratégie d'Euronext

Euronext a adopté une stratégie de développement s'articulant autour de trois axes :

- favoriser la croissance du marché financier en Europe ;
- établir des références mondiales pour les marchés financiers en matière de cotation, de négociation, de compensation, de règlement livraison et de diffusion des données financières ;
- conclure des fusions, alliances et autres partenariats dans l'intérêt de ses actionnaires, de ses membres et clients afin d'œuvrer ainsi à la mise en place d'un marché financier européen élargi efficient.

Après les rapprochements intervenus entre les bourses européennes en 2001, Euronext va s'employer à achever l'intégration de ses acquisitions récentes :

- Euronext Lisbon, créée à la suite de la fusion, conclue en décembre 2001, avec BVLP (la bourse portugaise de produits au comptant et dérivés) ;
- Euronext.Liffe, issue de l'acquisition du LIFFE, l'un des plus grands marchés mondiaux de dérivés.

3. L'harmonisation des systèmes et des services

Le marché propose aux investisseurs un ensemble d'indices aussi bien nationaux que couvrant l'ensemble de la zone Euronext. Elle est, en effet, la première bourse en termes de volume de négociation sur les actions, gère le principal marché européen d'options sur actions et se situe au second rang par la capitalisation boursière de ses sociétés cotées.

Euronext offre à sa clientèle des services haut de gamme, dont un modèle de marché harmonisé pour les produits négociés au comptant, un système de négociation garantissant la transparence des prix, un pôle de liquidité important, un savoir-faire technologique et une segmentation de marché claire et efficiente.

Le processus d'harmonisation initié par ses membres fondateurs va être étendu à ses nouveaux partenaires. Après la mise en place de la plate-forme de négociation électronique unique NSC pour les marchés au comptant des trois places financières initiales, Euronext travaille à l'adoption d'une plate-forme de compensation unique pour tous ses marchés, déjà en place à Paris et à Bruxelles. Grâce à l'utilisation des systèmes de négociation (NSC) et de compensation (Clearing 21) uniques, Euronext atteindra son but initial : la création d'un marché intégré d'envergure mondiale en termes de liquidité, d'efficience et de transparence.

Son rapprochement avec le LIFFE fait d'Euronext un acteur majeur sur les marchés mondiaux de produits dérivés : en Europe, Euronext occupe désormais le premier rang dans le domaine des produits dérivés sur actions et taux d'intérêt à court terme. À terme, tous les contrats sur produits dérivés seront négociés sur le LIFFE CONNECTTM, plate-forme de négociation réputée pour être l'une des plus performantes actuellement disponibles pour la négociation des produits dérivés et utilisée par le LIFFE depuis 1999. À l'issue de ce processus, il suffira d'être membre de l'une des places d'Euronext pour bénéficier d'un point d'accès unique à l'ensemble des marchés de produits dérivés.

4. Les acteurs du marché

Euronext a accueilli, en 2001, vingt-cinq nouveaux membres pour les marchés au comptant, issus de dix pays européens différents, et quinze nouveaux membres pour les marchés de produits dérivés basés dans la zone Euronext, à Londres, en Italie et en Scandinavie. Les membres de marché sont les premiers à bénéficier du système d'accès unique d'Euronext.

Les membres d'Amsterdam, Bruxelles et Paris sont restés membres de leurs marchés locaux après la fusion et sont automatiquement devenus membres des autres marchés, accédant ainsi à la totalité de la plate-forme de négociation. Ce même principe sera prochainement étendu au Portugal. Euronext propose aux intermédiaires financiers qui la rejoignent les mêmes facilités, avec des conditions d'adhésion pratiquement identiques. Clearnet SA, filiale d'Euronext qui regroupe les activités de compensation des marchés d'Euronext a harmonisé les exigences en matière de fonds propres applicables aux membres compensateurs. La chambre de compensation se porte

contrepartie pour l'ensemble des transactions réalisées sur les différents marchés, les membres compensateurs étant, quant à eux, responsables de l'exposition au risque de leurs clients, y compris les teneurs de marché sur les marchés dérivés.

5. L'organisation de la cote

5.1. Les actions

La cote d'Euronext comptait 1 539 sociétés au 31 décembre 2001. Les sociétés admises à la cote ont été réparties sur divers indices et segments de marché qui accroissent leur visibilité auprès des investisseurs. L'indice Euronext 100® réunit les cent premières sociétés admises à la cote en termes de capitalisation boursière et de liquidité, et l'indice Next 150® comprend les 150 sociétés suivantes, selon les mêmes critères.

Avec NextPrime® et NextEconomy®, Euronext a créé des segments de marché réunissant les entreprises qui mettent en œuvre une politique de transparence dans leur communication financière, allant au-delà de leurs obligations légales. Les segments NextPrime et NextEconomy sont ouverts à toutes les sociétés de la cote Euronext qui acceptent cet engagement. Leurs actions doivent être négociées en continu (avec l'assistance d'un apporteur de liquidité, si nécessaire), leurs rapports financiers ainsi que leurs calendriers financiers doivent être disponibles en anglais sur leurs sites internet, et elles doivent organiser au moins deux réunions d'analystes par an. À compter du 1^{er} janvier 2004, ces sociétés devront en outre utiliser les normes comptables internationales (IAS) pour leur information financière et publier des rapports trimestriels. Au 25 avril 2002, 136 sociétés avaient fait leur entrée dans le segment NextPrime et 111 dans le segment NextEconomy, représentant une capitalisation boursière totale de 65,18 milliards d'euros.

NextPrime est le segment des sociétés opérant dans les secteurs traditionnels comme l'agroalimentaire, la chimie, le pétrole, tandis que NextEconomy réunit les sociétés dont l'activité s'appuie sur les nouvelles technologies, comme les télécommunications, les médias, l'informatique, le câble et le satellite, la radiodiffusion, les biotechnologies et le commerce électronique. Les sociétés désireuses de figurer dans ces segments doivent répondre à un certain nombre de critères supplémentaires en matière de transparence.

5.2. Les produits diversifiés

5.2.1. NextTrack

Les « *trackers* » sont des fonds indiciels qui peuvent être négociés sur le marché de la même façon que les actions. Ils sont aussi connus sous le nom d'ETF (« *Exchange-Traded Funds* »). Conçus pour répliquer la performance d'un indice ou d'un panier d'actions, ils permettent aux investisseurs de bénéficier des résultats d'un secteur ou d'une zone économique complet à travers l'acquisition d'un seul titre.

Le nouveau segment de produits NextTrack, dédié à la cotation des « *trackers* », lancé en janvier 2001, s'est révélé un succès. En seize mois, ce segment s'est imposé comme la première place en Europe en termes de nombre de produits cotés (61 sur un total de 129 en Europe) et en termes de capitalisation boursière, avec 5,43 milliards d'euros d'actifs sous gestion. NextTrack admet à la cotation des produits de tous les grands émetteurs européens de « *trackers* ». Se classant

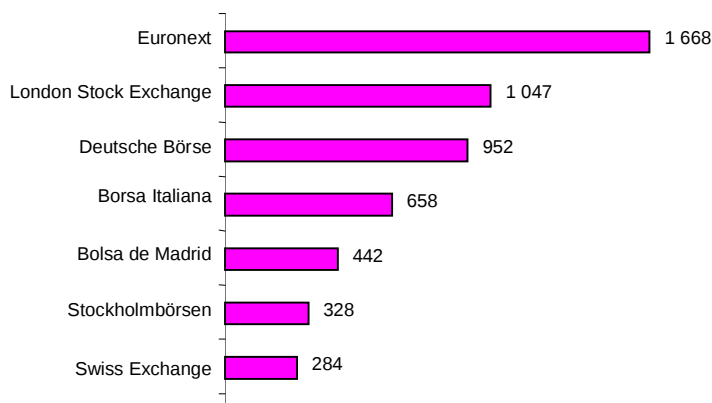
au deuxième rang en Europe par sa liquidité, il représentait 40% du volume européen de transactions en 2001.

5.2.2. NextWarrants

Euronext a lancé le 27 mai dernier NextWarrants, un nouveau segment de produits, dédié aux warrants. Destiné à offrir aux investisseurs et émetteurs un accès facile et direct à tous les warrants cotés sur les marchés d'Euronext, ce segment est associé à une nouvelle plate-forme électronique, basée sur un modèle de marché spécifique, adaptée à la structure de ces produits. Ce modèle de marché comprend, notamment, la présence permanente d'une fourchette de prix achat/vente grâce à l'intervention des teneurs de marché, une valorisation de référence à l'ouverture et à la clôture diffusée par Euronext, un marché transparent et liquide dont le processus d'exécution des ordres est entièrement automatisé.

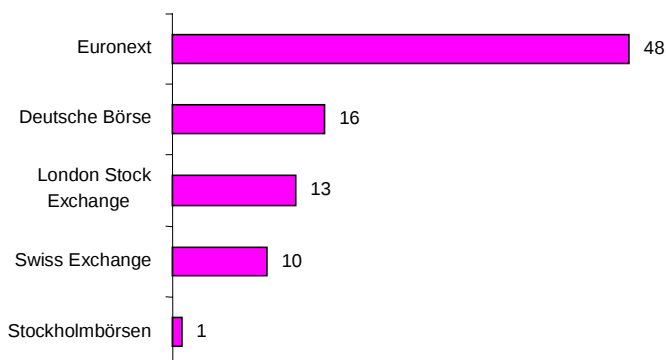
MONTANTS NÉGOCIÉS SUR LE CARNET D'ORDRES CENTRAL EN 2001

(en milliards d'euros)



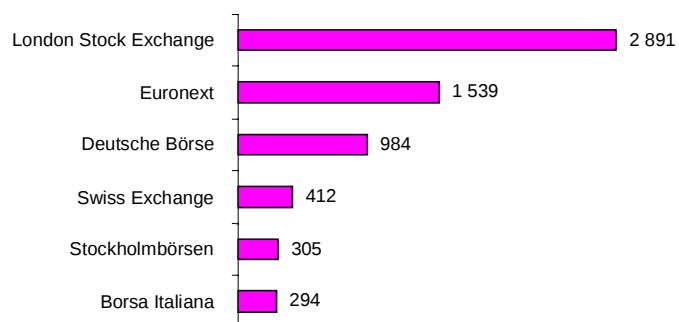
Source : FESE
Réalisation : Euronext

NOMBRE DE TRACKERS COTÉS EN EUROPE AU 28 DÉCEMBRE 2001



Source et réalisation : Euronext

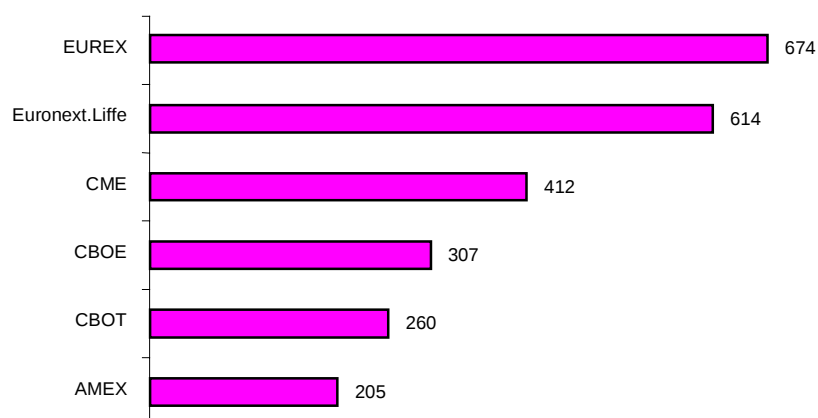
NOMBRE DE SOCIÉTÉS COTÉES AU 28 DÉCEMBRE 2001



Source : FESE
Réalisation : Euronext

NOMBRE DE CONTRATS DÉRIVÉS NÉGOCIÉS EN 2001

(en millions de contrats)



Sources : FIA, Eurex et Euronext
Réalisation : Euronext

Frédéric MAILLET – EURONEXT

Fiche thématique

n° 2.c.

LE RAPPORT CHARZAT

Constituée à la demande du Premier ministre, la mission d'études sur l'attractivité économique de la France, conduite par le député CHARZAT, a rendu ses conclusions au mois de juillet 2001. Elle était chargée de porter un diagnostic sur la capacité de la France à attirer les entreprises étrangères sur son territoire, mais aussi à retenir les acteurs domestiques locaux. Elle avait, en outre, pour objectif d'approfondir l'analyse de la situation de la Place financière de Paris et de proposer un ensemble de mesures à même d'améliorer la compétitivité du « site France ».

La mission a fondé sa démarche sur la réalisation de près d'une centaine d'auditions et l'utilisation d'un certain nombre d'enquêtes de sociétés ou d'organismes privés. Le rapport Charzat conclut de ses travaux que l'attractivité de la France est globalement satisfaisante. Il souligne, en revanche, que la France pâtit d'une image défavorable à l'étranger, en partie construite par des médias étrangers. Au-delà d'une appréciation globalement positive, le rapport n'en relève pas moins plusieurs handicaps de l'économie française :

- la Place financière de Paris serait pénalisée, notamment par une base limitée d'investisseurs domestiques en actions et subirait des surcoûts importants par rapport à ses principales concurrentes ;
- les investissements dans les nouvelles technologies seraient, en valeur relative, moins importants en France que dans beaucoup d'autres pays européens ou en Amérique du Nord ;
- la France sous-exploiterait sa « matière grise » et souffrirait de la faiblesse de ses investissements dans la recherche ;
- la concurrence de Londres et d'Amsterdam pour attirer les centres de décision des grands groupes est manifeste.

Pour permettre à la France de mieux tirer parti des mutations du marché européen et pallier son déficit d'image, la mission propose un ensemble de mesures, tant fiscales que structurelles.

Afin de renforcer la Place de Paris, les rapporteurs présentent un volet fiscal ambitieux préconisant la suppression du taux supérieur de la taxe sur les salaires, de la contribution des institutions financières et de la taxation des plus-values sur cessions de titres de participation.

Sur le plan structurel, la mission recommande, principalement, la constitution de fonds complémentaires de retraite basés sur le principe de la capitalisation et le rééquilibrage des

investissements domestiques français, historiquement concentrés sur des placements à faible risque (obligations et épargne-logement), vers le marché des actions.

Sur un plan plus général, le rapport prône, enfin, une simplification et une stabilisation du cadre législatif et réglementaire, l'encouragement à l'implantation des cadres étrangers par la création d'un statut fiscal favorable, une aide renforcée au financement et à la création d'entreprise, et une réforme du secteur de la recherche (assouplissement des modes de recrutement, augmentation des crédits, définition de programmes européens). Il propose également la définition d'une stratégie de communication destinée à mieux promouvoir l'image du « site France » à l'étranger.

À l'appui de ces propositions, le rapporteur insiste sur les transformations de l'environnement européen en train de s'opérer avec l'euro et l'arrivée des pays de l'Est ou les réformes fiscales engagées en Allemagne. Face à ces défis, la France doit impérativement s'adapter et afficher les meilleures performances.

Paru en juillet 2001, le rapport Charzat a constitué la quatrième réflexion du genre sur la question de l'attractivité de la France, après le Plan Europlace (novembre 2000), le rapport Lavenir (décembre 2000) et le rapport sénatorial sur « l'expatriation des compétences, des capitaux et des entreprises » (juin 2001). Tout en insistant sur la nécessité d'une mesure exhaustive et indiscutable des atouts et handicaps du « site France », ces rapports s'accordent tous sur l'importance de ce volet stratégique pour l'économie française et l'urgence des mesures à prendre pour renforcer sa position compétitive.

Alexandre DUVIVIER – Banque de France – Direction générale des Opérations

Fiche thématique

n° 2.d.

L'ATTRACTIVITÉ RELATIVE DE LA FRANCE AU REGARD DE TROIS INDICATEURS MACROFINANCIERS

Même si les deux concepts sont liés, l'attractivité d'un pays ne se confond pas avec celles des places financières qui y sont situées, dans la mesure où ces dernières concernent les seules activités des professionnels de la finance.

L'attractivité de la France peut être appréciée par une batterie d'indicateurs⁴ dont trois types sont sélectionnés ci-après.

1. Indicateurs mensuels extraits de la balance des paiements, les flux d'investissements directs et de portefeuille entrants sont abondamment commentés par les analystes

En additionnant ces deux éléments — ce qui est peu courant — et en rapportant ces flux au PIB, la France se classe au deuxième rang mondial derrière le Royaume-Uni sur la période 1999-2000 et devant l'Allemagne et la Suisse.

⁴ Compte tenu de la disponibilité de l'information sur les positions extérieures et à des fins de comparabilité internationale, tous les chiffres sont arrêtés à l'année 2000.

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE ENTRANTS (1999-2000)*(en milliards d'euros et en pourcentage du PIB)*

	Euros	PIB
1. Royaume-Uni	674	23
2. France	353	13
3. Allemagne	454	11
4. Suisse	48	10
5. Canada	110	8
6. Italie	179	8
7. États-Unis	1 466	8
8. Japon	211	2

Sources : Données nationales, FMI et BRI

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

2. On peut également suivre l'encours des dépôts transfrontières reçus (statistiques bancaires internationales) des non-résidents, avec deux variantes

Pour neutraliser l'impact du refinancement interbancaire, on peut ne prendre en compte que les dépôts reçus des agents non financiers (ANF), cet indicateur classant la France au treizième rang mondial fin 2000 (cf. tableau ci-après).

Pour avoir une appréciation exhaustive, on peut prendre également en considération l'interbancaire en ajoutant les dépôts reçus par les banques. La France est alors septième et fait quasiment jeu égal avec l'Allemagne si l'on rapporte cet indicateur au PIB.

Ces deux variantes sont trimestrielles (périodicité des statistiques bancaires internationales centralisées et diffusées par la Banque des règlements internationaux).

DÉPÔTS TRANSFRONTIÈRES REÇUS (ANF ET BANQUES)			DÉPÔTS TRANSFRONTIÈRES REÇUS (ANF) TABLEAU DE BORD DU SEMEX		
Encours au 31 décembre 2000	Milliards de dollars	% du PIB	Encours au 31 décembre 2000	Milliards de dollars	% du PIB
1. Royaume-Uni	1 960	137	1. Royaume-Uni	392	27
2. États-Unis	1 159	12	2. Îles Caïmans	306	nd
3. Allemagne	834	44	3. Allemagne	290	15
4. Îles Caïmans	679	nd	4. Suisse	289	119
5. Suisse	667	276	5. États-Unis	154	2
6. Japon	556	12	6. Luxembourg	133	729
7. France	527	40	7. Singapour	125	136
8. Singapour	376	410	8. Bahamas	99	2 326
9. Luxembourg	330	1 808	9. Espagne	96	17
10. Hong-Kong	318	206	...13. France	60	5

Sources : BRI et FMI
Réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX

3. Concept de périodicité annuelle nettement plus large, le passif de la position extérieure (la France est classée quatrième fin 2000 en montants absolus et deuxième du G7 par rapport au PIB) intègre l'ensemble des investissements et placements extérieurs reçus (cf. Annexe 1)

Le passif de la position extérieure est un indicateur qui :

- se veut exhaustif, considérant l'ensemble des capitaux reçus par un pays de la part des non-résidents (mais certains pays développés, tel le Luxembourg, ne le publient pas) ;
- est généralement plus stable (basé sur les stocks) ;
- intègre l'économie tant intermédiée que désintermédiée ;
- est souvent peu utilisé car il peut être confondu avec la notion d'endettement (pays en développement).

POSITION EXTÉRIEURE (PASSIF) AU 31 DÉCEMBRE 2000		
	Milliards de dollars	Pourcentage du PIB
1. États-Unis	8 010	80
2. Royaume-Uni	4 537	318
3. Allemagne	2 461	131
4. France	1 869	143
5. Japon	1 854	39
6. Pays-Bas	1 184	317
7. Italie	1 071	99
8. Suisse	1 056	437
9. Canada	682	95
10. Espagne	672	119
Sources : BRI et FMI Réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX		

D'autres informations largement utilisées sont incluses dans le passif de la position extérieure : la part détenue par les non-résidents dans la dette publique (calculée mensuellement, elle atteignait 32,4% fin septembre 2001) et dans le total de la capitalisation boursière (calculée trimestriellement, elle s'établissait à 35,1% fin juin 2001).

Ces statistiques donnent des éclairages sur l'attractivité du territoire français plus globaux que ceux relevés habituellement par les praticiens s'attachant avant tout à la localisation des professionnels de la finance et aux investissements directs reçus, ce qui mérite également une attention toute particulière.

ANNEXE 1

LES ÉLÉMENTS DU PASSIF DE LA POSITION EXTÉRIEURE

La position extérieure comprend :

- les investissements directs,
- les investissements de portefeuille,
- les produits financiers dérivés,
- les autres investissements ⁵,
- les avoirs de réserve.

L'analyse de certains éléments-clés du passif de la position extérieure (stock des investissements directs et de portefeuille entrants, d'une part, dépôts transfrontières reçus, d'autre part) montre que :

- la France reçoit des dépôts transfrontières dont l'encours fin 2000 est trois fois supérieur au stock des investissements directs et de portefeuille entrants ;
- le ratio comparé fin 2000 des ressources bancaires (encours des dépôts transfrontières reçus) aux autres ressources extérieures (stock des investissements directs et de portefeuille entrants) atteste de l'importance des ressources apportées par les banques non résidentes en Suisse ou au Royaume-Uni notamment.

**ENCOURS DES DÉPÔTS TRANSFRONTIÈRES / STOCK
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ET DE PORTEFEUILLE À FIN 2000**

(en pourcentage)

1. Suisse	134
2. Royaume-Uni	97
3. Japon	60
4. Allemagne	57
5. Italie	39
6. France	34
7. Canada	19
8. États-Unis	16

Source : Données nationales, FMI et BRI

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

5 Crédits commerciaux et avances à la commande ; position dépôts/crédits des entreprises et des OPVCM non monétaires ; créances des ménages ; position dépôts/crédits des IFM ; autres investissements des autorités monétaires ; autres investissements des administrations publiques

ANNEXE 2

INDICATEURS MACROFINANCIERS DISPONIBLES POUR COMPARER L'ATTRACTIVITÉ DE LA PLACE DE PARIS ET CELLE DE LA FRANCE		
	Place de Paris	France
Statistiques bancaires internationales		
<i>dépôts transfrontières reçus</i>	X	X
Balance des paiements		
<i>opérations des banques</i>	X	X
<i>autres opérations</i>		X
Position extérieure		
<i>opérations des banques</i>	X	X
<i>autres opérations</i>		X
Source et réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX		

Olivier VIGNA – Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SETEX

Fiche thématique

n° 2.e.

L'ÉTAT DE LA CONVERGENCE DES SYSTÈMES FINANCIERS DANS LES PAYS D'EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE, CANDIDATS À L'UNION EUROPÉENNE

On observe des améliorations ponctuelles dans la convergence des systèmes financiers des pays candidats à l'Union européenne. Toutefois, dans de nombreux domaines, la convergence doit être renforcée, afin de rejoindre les standards de l'Union européenne : mise en œuvre effective de l'acquis communautaire (notamment dans les domaines des assurances et des marchés) ; renforcement nécessaire de la sécurité juridique, du gouvernement d'entreprise, de la transparence, des moyens de lutte antiblanchiment et de la supervision. La priorité devrait être donnée, dans un premier temps, au développement d'un système bancaire sain et bien supervisé. Le développement préalable d'un système bancaire solide permettra d'appuyer la libéralisation complète des mouvements de capitaux et de développer les marchés financiers.

1. Les systèmes bancaires

Les systèmes bancaires des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) s'inscrivent dans une dynamique positive, mais présentent encore des lacunes. En dépit d'un contexte international globalement défavorable, un effort d'assainissement a été accompli par les banques. Toutefois, à l'exception des établissements repris par les banques étrangères, on observe une fragilité persistante, avec des situations parfois contrastées d'un pays à l'autre.

La restructuration du secteur se poursuit

- la pénétration des capitaux extérieurs s'intensifie, même si le degré d'ouverture varie d'un pays à l'autre. D'une manière générale, plus de 50% du capital des banques des pays de la zone est détenu par des étrangers ;
- la concentration se renforce. Trois cents banques commerciales possèdent 95% des actifs bancaires de la zone. Dans de nombreux pays, deux à trois banques possèdent plus de 80% du marché. Cette évolution s'accompagne, parallèlement, d'un notable élargissement des services offerts ;
- le processus de privatisation avance, mais en ordre dispersé. Souvent, la privatisation se trouve freinée par la combinaison de la mauvaise qualité des actifs et d'une insuffisance du

cadre légal et réglementaire. Globalement, un peu moins de 30% des banques sont encore à capitaux publics pour l'ensemble des pays considérés, mais avec des situations inégales par pays ;

- la taille et le rôle du système bancaire se transforment. Bien que les systèmes financiers des PECO soient majoritairement bâtis sur un modèle à dominante bancaire, le total des bilans des banques rapporté au PIB n'y représente que 45% (à rapprocher d'un montant de 246% dans la zone euro). Le faible niveau d'intermédiation bancaire nationale nécessite un recours important aux financements extérieurs. Il se traduit par une proportion du crédit interne qui, rapportée au PIB, n'est que le tiers de celle de la zone euro et la moitié de celle affichée par la Grèce lors de son accession à la Communauté européenne. Toutefois, bien que faisant preuve d'une aversion au risque marquée, les banques s'efforcent, avec un certain dynamisme, de mettre en place de nouveaux instruments de crédit dans un contexte où le montant des liquidités reste élevé. En effet, la thésaurisation représenterait encore 30% de l'épargne des ménages.

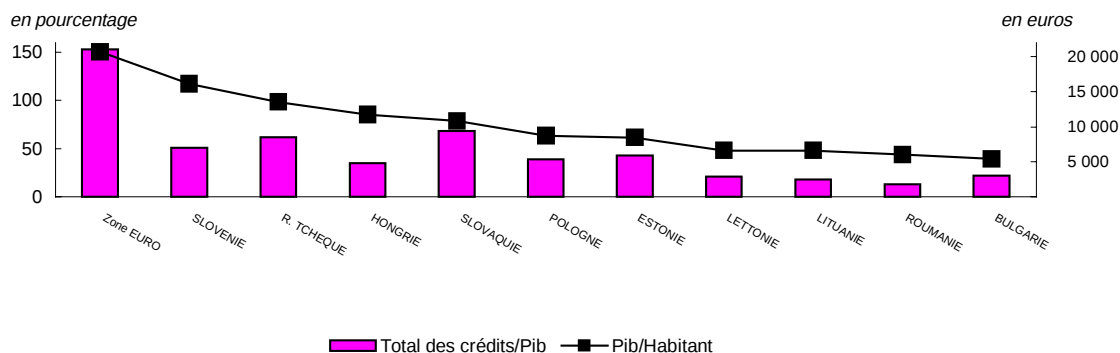
L'ajustement du cadre légal et réglementaire se renforce

Un effort est en cours visant à mettre en conformité la réglementation et la législation avec l'acquis communautaire et les principes fondamentaux de Bâle. Des insuffisances subsistent, cependant, dans certains pays ; elles concernent, principalement, les règles comptables, la gestion des risques, le règlement des établissements en difficulté et, plus généralement, l'autonomie et le poids des autorités prudentielles. Dans l'ensemble de ces secteurs, un renforcement de l'assistance technique a été mis en place, notamment dans le cadre des programmes PHARE organisés par la Commission européenne.

Une correction encore insuffisante des faiblesses du secteur bancaire freine l'amélioration de la convergence avec l'Union européenne

- la qualité des actifs reste dégradée dans plusieurs pays, avec un taux important de créances douteuses ;
- la rentabilité demeure globalement faible et ne correspond pas aux standards européens, malgré une tendance à l'amélioration en 2000 et 2001. Or, l'ouverture à la concurrence risque de peser sur les marges à un moment où les investissements additionnels en nouvelles technologies seront nécessaires et lourds ;
- le système bancaire dans la zone des PECO est peu actif comparé à celui de la zone euro en raison, notamment, de l'insuffisance des garanties réelles que peut apporter la clientèle à l'appui de ses demandes de crédits. Les taux d'intérêt réels des prêts à un an sont en moyenne de 7% dans les PECO (contre 3,5% dans la zone euro) ;
- l'épargne brute privée a constitué 21% du PIB des PECO en 2000. Toutefois, la collecte de cette épargne par les banques reste difficile en raison du manque de confiance de la population dans le système bancaire, de l'insuffisance des instruments de placement à moyen terme pour les ménages (par exemple en vue de l'acquisition d'un logement) et des faibles taux de rémunération des dépôts, à peine supérieurs à l'inflation dans la quasi-totalité des PECO pour les dépôts d'une durée d'un an au plus.

TOTAL DES CRÉDITS (en pourcentage du PIB) ET PIB/HABITANT (en euros, PPA ¹)



(1) Les données de PIB sont converties en euros à l'aide des parités de pouvoir d'achat (PPA) afin d'éliminer les différences de niveaux de prix nationaux.

Source : Banque centrale européenne – Statistiques nationales

Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la Recherche – ECOET

- les PME-PMI ont des difficultés de financement, auprès des établissements bancaires des PECO, accentuées par la stratégie d'assainissement des bilans et la réduction des crédits à risques. De plus, leur accès aux financements étrangers reste aléatoire et cher ;
- en matière de gouvernement d'entreprise, des améliorations sont à apporter dans la plupart des pays. La structure des responsabilités inadaptée, l'insuffisance de la transparence et du contrôle interne peuvent fragiliser certains établissements notamment dans les pays où la pénétration des banques étrangères demeure faible, et accentuer l'opacité sur l'état réel de leur solidité financière. La nouvelle culture bancaire, impulsée par les participations étrangères, constitue de ce point de vue un facteur positif ;
- l'aggravation de la situation financière des entreprises confrontées, notamment, à la décélération de leurs exportations vers la zone euro depuis le début de l'année est de nature à accroître le montant des créances douteuses. Celles-ci dépassent 30% du total des prêts dans plusieurs pays, en raison des financements importants nécessités par l'assainissement des entreprises industrielles en difficulté, notamment avant privatisation.

INDICATEURS SUR LE SYSTÈME BANCAIRE DES PECO (2001)							
	Nombre de banques commerciales	Actifs détenus par les étrangers (% du bilan)	Actifs privés (% du bilan)	Total bilan (% du PIB)	Total crédits (% du PIB)	Créances douteuses (% des prêts)	Avancement réformes bancaires (1)
Bulgarie	35	85	80	42	22	8	3,0
Estonie	7	86	96	72	43	1	3,7
Hongrie	41	66	95	63	35	10	4,0
Lettonie	22	70	95	70	21	5	3,0
Lituanie	15	60	60	31	18	5	3,0
Pologne	74	69	73	61	39	15	3,3
République tchèque	40	70	75	121	62	30	3,3
Roumanie	41	51	54	24	13	36	2,7
Slovaquie	21	48	53	106	68	35	3,0
Slovénie	25	20	58	74	51	12	3,5
Zone euro (pour mémoire)	3 400	15	80	246 (2)	153	5	4,3

(1) Indice d'avancement des réformes bancaires (selon une échelle variant de 1 à 4,3 établie par la BERD).
(2) Bilan des Institutions financières et monétaires (IFM).

Sources : Eurosystem – BRI – Statistiques nationales
Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la Recherche – ECOET

La nécessité d'un système bancaire mieux supervisé

La Commission européenne organise avec les superviseurs nationaux de l'UE des revues des systèmes financiers des PECO. Elles ont permis de dégager plusieurs axes d'amélioration dans le domaine prudentiel.

La conformité avec les principes de Bâle (représentant une synthèse des meilleures pratiques) doit encore être renforcée, notamment en ce qui concerne le principe relatif à l'indépendance du superviseur. Là où ce n'est pas encore le cas, l'adossement des autorités de contrôle à la banque centrale doit être assuré.

Les organes de supervision doivent s'appuyer sur un personnel suffisamment important et qualifié. Des actions d'assistance et de formation sont organisées par l'UE en ce sens.

De plus, la présence croissante de banques étrangères, ainsi que le développement des opérations transfrontières et des conglomérats financiers internationaux, rendent nécessaires une supervision consolidée et un renforcement de la coopération entre superviseurs.

LA LUTTE CONTRE LE BLANCHIMENT DES CAPITAUX DANS LES PECO

La lutte contre le blanchiment : une préoccupation croissante

Plusieurs pays candidats font partie d'une zone que l'on sait vulnérable en termes de blanchiment. La prise de conscience des problèmes qui lui sont liés n'est que récente pour des autorités qui, jusque-là, se préoccupaient surtout de lutter contre la fraude fiscale et la corruption. Le souci de se conformer aux directives européennes et, notamment, à celles relatives au blanchiment, a fortement motivé l'aménagement du cadre légal. Plusieurs pays ont eu ainsi à mettre en place une loi où furent définies les entités soumises aux obligations nouvelles, ainsi que les dispositions complémentaires requises en matière de contrôle interne, d'identification du client et de définition de transactions suspectes.

Les dispositifs mis en place

Les obligations de vigilance des organismes financiers ont été renforcées. Elles ont plus particulièrement porté sur l'identification du client (ou du co-contractant) et sur les opérations supérieures à un certain montant. Dans le même temps, là où ils n'existaient pas, les autorités ont créé des organismes spécialisés pour centraliser et gérer les déclarations de soupçon. Presque partout, ces créations se sont accompagnées de l'aménagement du code pénal et des conditions de poursuites judiciaires. Il a aussi fallu développer un double système de coopération : d'une part, au niveau national, entre les différentes institutions parties prenantes dans la lutte contre le blanchiment des capitaux (ministère des finances, de l'intérieur, de la justice et banque centrale) ; d'autre part, au niveau international, entre différentes autorités étrangères en particulier par la signature de « memoranda of understanding » entre autorités prudentielles. De nombreux pays candidats ont signé la convention de Strasbourg et participent aux travaux du groupe d'EGMONT.

Des points de vulnérabilité persistent

Ils sont d'abord d'ordre institutionnel. Les organismes de centralisation des déclarations manquent encore de moyens suffisants. On observe, de plus, des carences dans la législation et la réglementation entourant certains des vecteurs importants du blanchiment (bureaux de changes, casinos, sociétés immobilières).

Enfin, une participation active et complète des PECO aux efforts de l'UE dans la lutte contre le blanchiment est essentielle pour éviter que des maillons faibles viennent accroître les risques auxquels doit faire face le secteur bancaire européen.

2. Les marchés de capitaux

Malgré la privatisation des entreprises d'État, le processus de libéralisation des mouvements de capitaux et les efforts de stabilisation économique, les marchés financiers des PECO apparaissent peu développés.

Le marché des actions représente moins de 18% du PIB des dix pays candidats à la fin 2001 (soit une capitalisation de 90 milliards d'euros), contre 87% du PIB dans la zone euro. Ce sont les pays les plus avancés dans les réformes financières et les plus développés en termes de PIB par habitant, qui disposent de la capitalisation boursière la plus importante, de l'ordre d'un tiers du PIB. Dans ces pays, les investisseurs étrangers détiennent près de 30% de la capitalisation et les fonds d'investissement, nés des privatisations, ont joué un rôle actif dans le développement du marché. En revanche, dans les États les moins avancés, la capitalisation boursière a atteint moins de 7% du PIB et les non-résidents détenaient moins de 10% des actions à la fin 2001.

INDICATEURS DES MARCHÉS FINANCIERS DES PECO (FIN 2001)

	Capitalisation du marché des actions (en % du PIB)	Capitalisation du marché de la dette publique (1) (en % du PIB)	Avancement des réformes des marchés financiers (2)	PIB/habitant (en euros, PPA)
Bulgarie	4	nd	2,0	5 400
Estonie	36	5	3,0	8 500
Hongrie	26	31	3,7	11 700
Lettonie	6	10	2,2	6 600
Lituanie	30	3	3,0	6 600
Pologne	19	22	3,7	8 700
République tchèque	22	15	3,0	13 500
Roumanie	3	6	2,0	6 000
Slovaquie	16	15	2,3	10 800
Slovénie	28	10	2,9	16 100
Zone EURO	87	49	4,3	20 700

(1) Titres de la dette publique libellée en monnaies nationales.

(2) Indice d'avancement des réformes des marchés financiers (selon une échelle variant de 1 à 4,3 établie par la BERD).

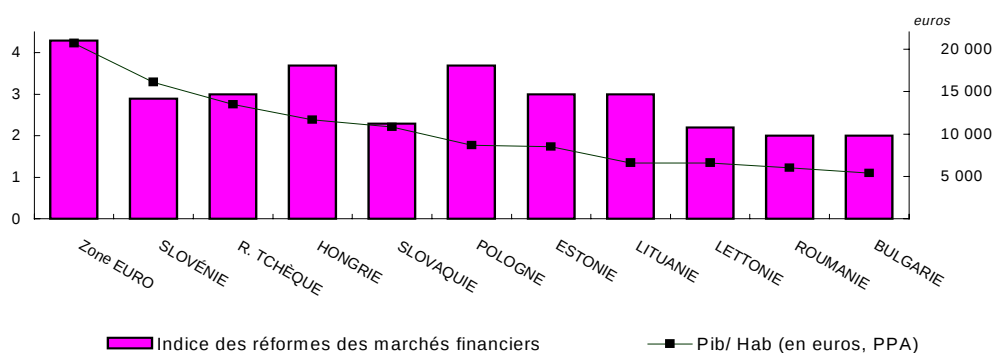
Sources : Eurosystem – BRI – Statistiques nationales

Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la Recherche – ECOET

Le marché de la dette publique (bons du Trésor d'une durée inférieure ou égale à un an et obligations du Trésor en devise nationale) est moins développé que celui des actions. Son encours est inférieur à 15% du PIB des PECO (soit environ 57 milliards de dollars) contre 49% du PIB pour la zone euro en 2001. La mise en œuvre de la titrisation des prêts aux gouvernements à partir de 1995 n'a eu que peu d'effet. Dans un contexte caractérisé par le creusement des déficits budgétaires des PECO, les titres à court terme représentaient 30% environ de l'encours des titres publics (contre 8% dans la zone euro) et la maturité moyenne de titres publics ne dépassait pas deux ans, contre environ six ans dans la zone euro. Les investisseurs non résidents détenaient moins de 20% de l'encours des titres publics dans les principaux pays émetteurs, contre plus de 50% en moyenne dans la zone euro.

ÉTAT D'AVANCEMENT DES RÉFORMES FINANCIÈRES ET PIB/HABITANT

(en euros)

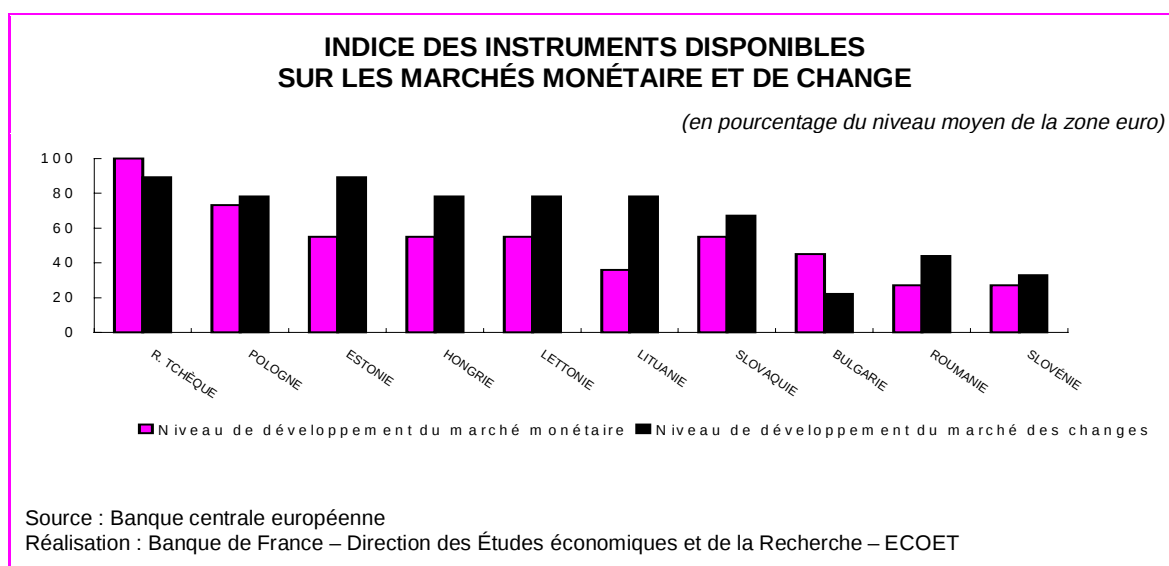


Sources : BCE – BERD – Statistiques nationales

Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la Recherche – ECOET

En dépit d'une amélioration notable de la rentabilité du secteur privé, la mauvaise santé financière de certaines entreprises contribue à freiner le développement des obligations privées (« *corporate bonds* »). Ce marché ne représente que 11% du PIB des PECO en 2001 (contre près de 65% du PIB dans la zone euro), malgré les importantes privatisations intervenues dans le secteur des banques, des télécommunications et de l'énergie qui se sont succédé au cours des années précédentes.

L'opacité persistante d'un certain nombre d'opérations financières et la faible liquidité des bourses de valeurs, freinent le développement de marchés financiers attractifs. De plus, le risque de décélération des flux d'investissements directs étrangers en cas de poursuite durable du ralentissement actuel de la croissance dans les PECO et dans l'Union européenne, principal investisseur dans les pays candidats, serait de nature à freiner à son tour l'essor des marchés financiers.



Les marchés monétaires et de change se sont modernisés, grâce à l'instauration d'instruments comparables à ceux mis en œuvre dans les pays de la zone euro (« *repos* » de trois à douze mois, « *swaps* » de taux, « *forwards* » de trois à plus de douze mois), mais sont toujours peu liquides : le « *spread* » moyen sur les dépôts à 24 heures, de cent vingt points de base pour les PECO contre cinq points pour la zone euro, illustre la faible efficacité du marché monétaire dans les pays candidats. Les transactions quotidiennes sur les marchés de change sont en moyenne trente cinq fois plus importantes dans la zone euro que dans les PECO.

De façon générale, on peut mettre en doute la viabilité de certaines des bourses nationales des PECO, notamment Bratislava, mais aussi Budapest, alors que les grandes entreprises implantées en Hongrie se font souvent coter de préférence à Londres.

Pierre-Marie ABADIE – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire
Emmanuel KURTZ et Jean-Patrick YANITCH – Banque de France
Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 2.f.

L'UTILISATION DE LA NOTION DE « FLOTTANT » DANS LA CONSTRUCTION DES INDICES SUR ACTIONS

Nombre d'indices nationaux et pan-européens sont désormais calculés en tenant compte de la notion de flottant (volume d'actions susceptibles de circuler effectivement dans le public). Ainsi, en Europe, pour ne retenir que les principaux, le DAX 30, le FTSE 100, l'IBEX 35, l'AEX 25, le BEL 20, le DJ Stoxx, l'EuroStoxx ont mis en place ou annoncé la mise en œuvre de cette nouvelle méthodologie consistant à pondérer par le flottant, et non par la capitalisation boursière totale, les différentes valeurs qui les composent. En revanche, le CAC ou le MIB, en Europe, ainsi que le Standard & Poor's 500 et le Nasdaq Composite, aux États-Unis, demeurent des indices pondérés par les capitalisations des différentes sociétés qui le composent tandis que le Dow Jones est un indice de prix.

Au niveau mondial, l'année 2001 a été marquée par la mise en place par Morgan Stanley Capital International d'une méthodologie de pondération des constituants de ses différents indices, basée sur le flottant. Compte tenu du poids prépondérant des indices Morgan Stanley Capital Index (MSCI) sur les marchés boursiers (gestion indicielle, mesures de performance et utilisation de produits dérivés adossés à ces indices)⁶ et afin de lisser l'impact du changement de méthode, MSCI a décidé de mettre en place sa nouvelle méthodologie en deux étapes : mise en place de nouveaux indices provisoires (mesures mises en œuvre à 50%) après la clôture du 30 novembre 2001, puis, élaboration des indices définitifs le 31 mai 2002.

Le passage au flottant dans les indices MSCI n'est, en effet, pas neutre en terme de flux de capitaux et, a conduit à accorder davantage de poids aux actifs d'origine anglo-saxone ainsi qu'à certains secteurs d'activité.

1. Le flottant : un critère largement qualitatif

L'objectif de l'introduction de la notion de flottant dans le calcul des indices sur actions est d'améliorer la répliquabilité de ces indices en tenant compte des conditions réelles d'investissement,

⁶ Selon les professionnels, en novembre 2001, les volumes drainés en gestion passive (c'est-à-dire avec stricte répllication du « benchmark ») s'élevaient à environ 650 milliards de dollars pour les principaux indices MSCI.

c'est-à-dire du volume d'actions susceptibles de circuler effectivement dans le public, appelé flottant ou « *free-float* ». En 2001, le flottant s'élevait, en moyenne, à 60% dans les indices MSCI et l'objectif était d'atteindre 85% par secteur et par pays. Pour ce faire, ont été exclues du flottant les participations dites stratégiques. De manière quelque peu arbitraire, ont ainsi été déduites du flottant les actions détenues par les salariés, l'État, l'équipe managériale ou les banques, alors que les participations prises par des fonds d'investissement, des fonds de pension ou des compagnies d'assurance ont été, quant à elles, maintenues dans le calcul du flottant.

La notion de flottant, différente selon les indices, demeure essentiellement un concept qualitatif. Celle retenue par MSCI, qui exclut les participations bancaires du calcul du flottant alors que les fonds de pension y sont inclus, revient à favoriser un modèle de financement direct (États-Unis et Grande-Bretagne) alors qu'elle pénalise des pays où les banques détiennent des participations significatives dans les entreprises. En outre, la notion de flottant est plus restrictive dans l'indice MSCI que dans le DJ Stoxx : ainsi, les petites participations sont retenues dans la définition du flottant par DJ Stoxx si elles sont inférieures à 5% alors qu'elles ne sont pas prises en compte dans la définition MSCI.

2. Qui peut entraîner une modification significative des pondérations par pays et secteurs ?

Un alourdissement significatif du poids des États-Unis et du Royaume-Uni

PRINCIPAUX CHANGEMENTS DE PONDÉRATION DES PAYS SELON LA NOUVELLE MÉTHODOLOGIE MSCI					
(variation en pourcentage)					
EAFE (Europe, Australia, Far East)			MSCI World Index		
	Pondération au 31/05/2002	Variation		Pondération au 31/05/2002	Variation
Grande-Bretagne	27,8	+ 23,6	États-Unis	57,5	+ 9,8
Japon	21,7	– 5,7	Grande-Bretagne	11,2	+ 19,6
France	9,6	– 14,3	Japon	8,8	– 16,2
Allemagne	6,9	– 15,9	France	3,9	– 23,5
			Allemagne	2,8	– 24,3
Sources : MSCI – JP Morgan Réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché – SAM					

Avec la mise en place de la nouvelle méthodologie, les poids respectifs des États-Unis et du Royaume-Uni se sont renforcés significativement (ces deux pays représentent les deux tiers de la pondération de l'indice MSCI World). En revanche, le Japon, la France et l'Allemagne ont été les trois pays les plus pénalisés.

Dans le cas particulier de la France, ce recul est principalement imputable à l'importance des participations stratégiques ou à la multiplication des petites participations au sein des entreprises. Ainsi, à la veille du passage au flottant dans les indices MSCI, en France, seulement deux grandes sociétés avaient un « *free-float* » de 100% (Air Liquide et Lafarge) contre 84% en Grande-Bretagne.

Une modification du poids des différents secteurs dans les indices

PRINCIPAUX CHANGEMENTS DE PONDÉRATION DES SECTEURS D'ACTIVITÉ SELON LA NOUVELLE MÉTHODOLOGIE					
<i>(variation en pourcentage)</i>					
EAFE (Europe, Australia, Far East)			MSCI World		
	Pondération au 31/05/2002	Variation		Pondération au 31/05/2002	Variation
Énergie	9,1	+ 23,0	Technologie hardware	9,3	+ 12,0
Télécommunications	7,1	– 9,0	Télécommunications	6,3	– 8,7
Assurance	5,5	– 8,3	Énergie	6,9	+ 9,5
Technologique hardware	5,7	+ 7,5	Assurance	4,6	– 6,1
Sources : MSCI – JP Morgan Réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché – SAM					

Avec le passage au flottant, les poids respectifs du secteur de l'énergie et des technologiques se sont accrus au détriment du secteur des télécommunications et du secteur de l'assurance.

Le secteur des télécommunications a, en effet, été particulièrement pénalisé avec la révision à la baisse du poids des anciens opérateurs historiques dans lesquels l'État conserve une part importante du capital (le flottant de France Télécom est ainsi égal à 30%).

L'évaluation des mouvements de capitaux en liaison avec la mise en œuvre de la nouvelle méthodologie MSCI demeure incertaine. Cette évaluation est rendue d'autant plus difficile que les mouvements de flux sont calculés à partir du recensement officiel des fonds utilisant MSCI (un grand nombre de fonds privés répliquant également les indices MSCI) et que la repondération des indices s'est effectuée en deux étapes rendant incertain le timing des ajustements effectués : alors que certains intervenants avaient certainement déjà effectué des réallocations de portefeuille, avant fin novembre, en prévision de la mise en œuvre de la nouvelle méthodologie, d'autres, pratiquant une gestion indicielle totalement passive, ont, sans doute, été contraints d'attendre la date effective de modification de l'indice pour procéder aux ajustements correspondants. Il est certain, cependant, que la mise en place de la nouvelle pondération de l'indice MSCI a suscité des mouvements significatifs de capitaux : sorties de capitaux de l'Eurozone et du Japon contre des entrées de capitaux aux États-Unis et en Grande-Bretagne. Dans ce contexte, les opérateurs de marché ont suivi avec attention les modifications des indices pour tenter d'anticiper les évolutions des principales devises et ont pu réagir dès l'annonce de ces évolutions.

Françoise MAGNAN-MARIONNET – Banque de France – Direction générale des Opérations

Fiche thématique

n °2.g.

LA CONCENTRATION DU SYSTÈME BANCAIRE FRANÇAIS

La modernisation et la libéralisation des mouvements de capitaux sur la plupart des places financières dans le monde se sont traduites par la disparition progressive des barrières géographiques et par l'émergence de marchés homogènes de plus en plus vastes. Les intervenants se sont trouvés ainsi confrontés à une accentuation de la concurrence sur des marchés étendus où ils ne bénéficient plus d'un poids significatif. Ils ont donc été incités à élargir leur champ d'action.

Le système bancaire et financier français a connu ces évolutions et fait l'objet, depuis quelques années, d'opérations de restructuration visant à lui permettre d'accroître sa compétitivité.

Ce processus a conduit à l'émergence de grands acteurs nationaux et s'est traduit par une concentration accrue, un grand nombre d'établissements de crédit ayant disparu ou perdu leur indépendance. Le système bancaire français apparaît ainsi comme relativement concentré même si, en Europe, d'autres systèmes bancaires de plus petite taille affichent des niveaux de concentration plus élevés.

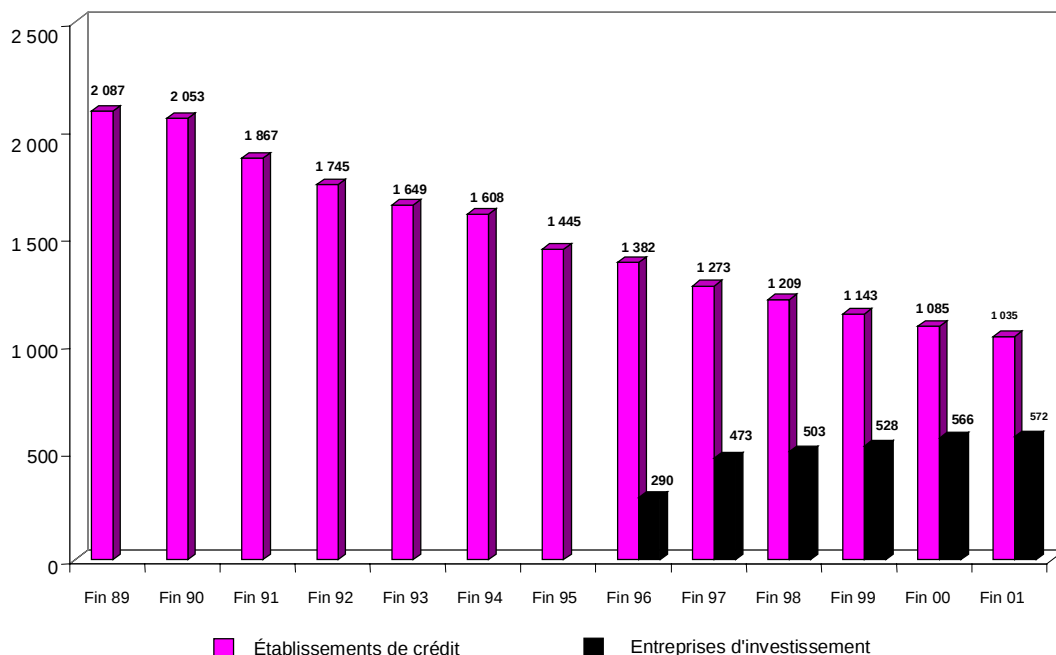
Finalement, les restructurations ont eu un impact significatif sur la configuration du paysage bancaire français. Elles devraient se poursuivre et s'inscrire probablement dans un mouvement plus global au niveau européen où la concentration reste, à ce niveau, très limitée.

1. Le paysage bancaire français s'est profondément transformé depuis le début des années quatre-vingt-dix

1.1. La nette diminution du nombre des établissements de crédit...

Après avoir culminé à 2 152 en 1987, le nombre des établissements de crédit a connu une diminution régulière. Au 31 décembre 2001, ceux-ci étaient au nombre de 1 035. Plus de mille établissements de crédit ont, par conséquent, disparu du paysage bancaire hexagonal alors même que l'ensemble des activités bancaires s'est accru.

NOMBRE D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (HORS MONACO) ET D'ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT



Source : Banque de France

Réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire

Ce sont essentiellement les sociétés financières et les banques mutualistes ou coopératives qui ont connu la plus forte baisse. Les réseaux mutualistes ont entrepris dans le courant des années quatre-vingt-dix des restructurations dont l'aboutissement a été le regroupement de nombreuses caisses régionales. Les caisses d'épargne ont beaucoup contribué à cette tendance puisqu'elles étaient 468 en 1984 et ne sont plus aujourd'hui que 34.

1.2. ... est allée de pair avec des opérations de rachat et de fusion

Par ailleurs, les grands acteurs ont tous entrepris des opérations de croissance externe par l'acquisition d'établissements exerçant le même métier ou développant des activités complémentaires.

Parmi les principales opérations, on peut relever :

- le rachat de la banque Indosuez par le Crédit agricole en 1996, pour donner naissance au Crédit agricole Indosuez ;
- l'acquisition du Crédit du Nord par la Société générale, en 1997 ;
- l'acquisition de Natexis (issue de la fusion entre le Crédit national et la Banque française du Commerce extérieur) par le groupe Banques populaires en 1998 ;
- l'acquisition des banques du groupe CIC par le Crédit mutuel en 1998 ;
- le rachat du Crédit foncier par le groupe Caisses d'épargne en 1999 ;
- la fusion de BNP et de Paribas en 1999.

Au terme de ces multiples opérations, le marché bancaire français apparaît dominé par sept groupes : groupe Banques populaires, BNP-Paribas, groupe Caisses d'épargne, groupe Crédit agricole, Crédit Lyonnais, Crédit mutuel – CIC, Société générale.

1.3. Les opérations de concentration répondent à une exigence de plus grande compétitivité

Dans un environnement de plus en plus concurrentiel, ces opérations de fusion et acquisition permettent d'obtenir des gains en termes de pouvoir de marché et d'efficacité.

La taille atteinte lors d'une opération de rapprochement peut permettre à l'établissement de renforcer sa position sur le marché et d'avoir une plus grande influence sur les prix.

Les opérations de fusion et acquisition ont aussi pour objectif de réaliser des économies d'échelle et de gamme. Les premières sont obtenues par le regroupement d'entités similaires qui permettent des économies de coûts grâce à la mise en commun des fonctions de support. Quant aux économies de gamme, elles concernent davantage la fusion d'entités complémentaires dont le regroupement permet d'offrir à une base de clientèle élargie une gamme de services plus diversifiés.

De fait, l'accélération des innovations financières et l'intégration croissante des marchés ont favorisé les gains de compétitivité et justifié le besoin d'atteindre une taille critique.

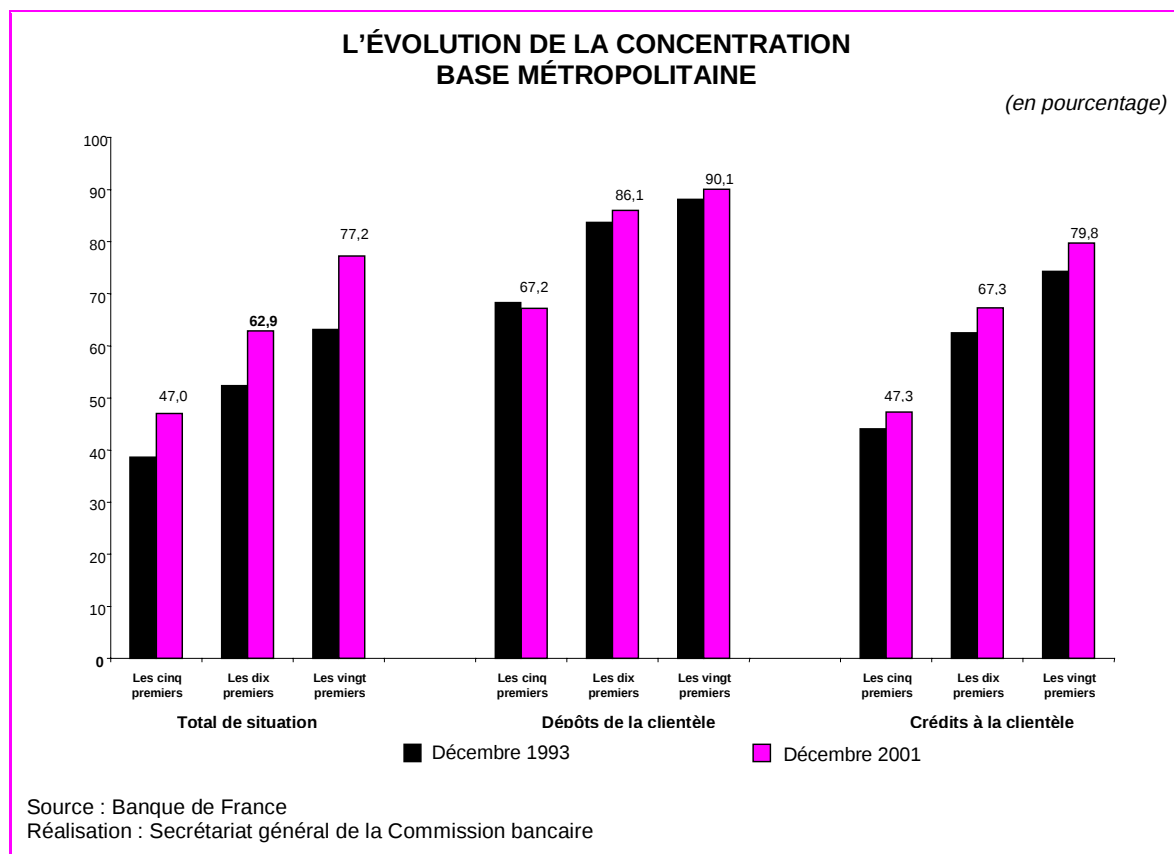
2. Le système bancaire français est aujourd'hui plus concentré

2.1. Mesurée par le poids des grands établissements, la concentration a progressé ces dernières années

Une mesure simple de la concentration consiste à calculer la part des grands réseaux d'établissements de crédit en France. Cette approche repose sur les comptes sociaux des établissements de crédit et non sur la notion de groupe⁷. Seules les caisses régionales des réseaux mutualistes sont ici regroupées, chacun des réseaux étant assimilé à un établissement.

Il ressort de cette observation que la concentration s'est accrue depuis 1993, à l'exception des dépôts émanant de la clientèle, opérations pour lesquelles le niveau de la concentration, déjà élevé, est resté stable au cours des dernières années. De fait, les cinq premiers réseaux couvraient, fin 2001, 47% du total de bilan, 47,3% des crédits à la clientèle et 67,2% des dépôts de la clientèle.

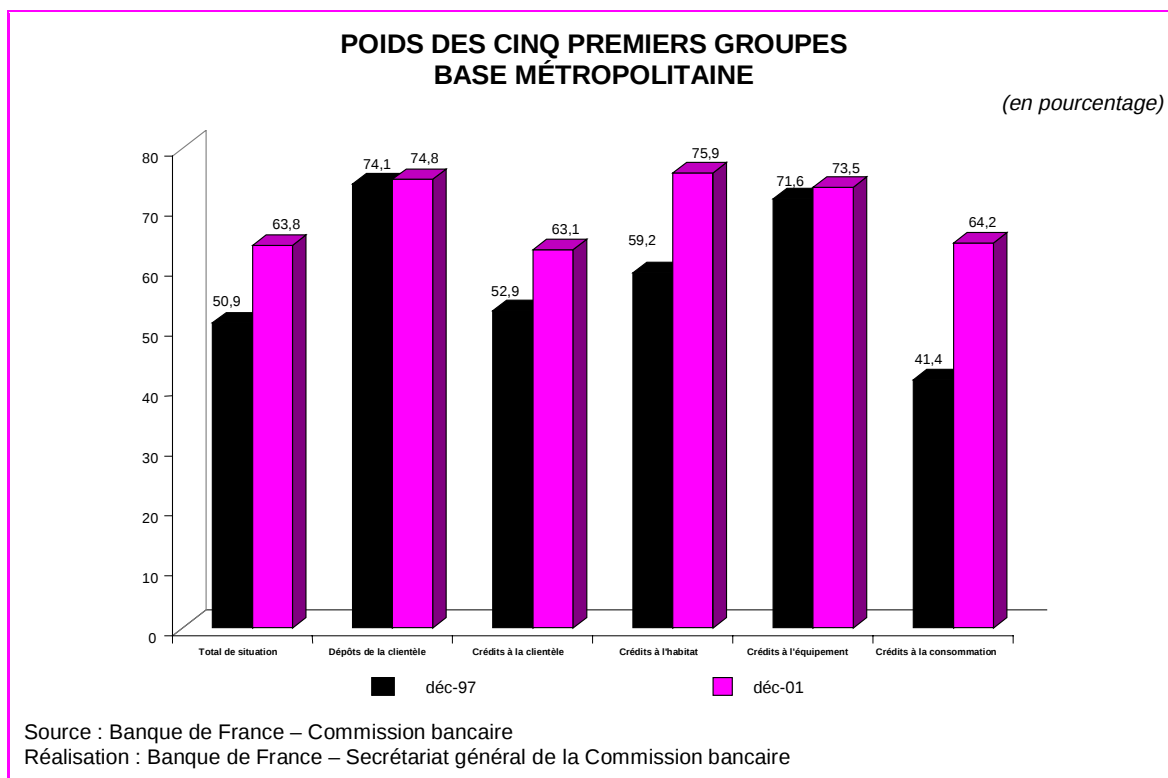
⁷ Par exemple, le Crédit du Nord (racheté en 1997 par la Société générale) est considéré comme un réseau distinct de celui de la Société générale.



Une approche complémentaire est celle des groupes, et prend en compte, non seulement les réseaux, mais aussi l'ensemble des filiales présentes dans un même périmètre⁸. Mesurée sur la base des groupes économiques d'appartenance⁹ qui permettent d'avoir une telle approche, la concentration apparaît logiquement plus élevée, puisque les cinq premiers groupes représentent, au 31 décembre 2001, près de 64% du total de situation, plus de 63% des crédits et près de 75% des dépôts.

⁸ Le Crédit du Nord est dans ce cas regroupé avec la Société générale, de même le CIC avec le Crédit mutuel.

⁹ Établissements de crédit ayant des liens en capital et qui sont contrôlés par une même entité.



La concentration apparaît particulièrement forte sur les dépôts, les crédits à l'habitat et les crédits à l'équipement. Elle est plus faible, en revanche, en ce qui concerne les crédits à la consommation. Par ailleurs, depuis 1997, une tendance à la concentration est apparue, notamment sur les crédits à la consommation et les crédits à l'habitat. Les opérations de restructuration réalisées ces dernières années sont à l'origine de cette évolution. La prise de contrôle de Sofinco par le Crédit agricole ainsi que la fusion de Paribas et de ses filiales avec la BNP, ont sensiblement accru la concentration dans les activités de crédit à la consommation. De même, la prise de contrôle du Crédit foncier par les Caisses d'épargne a eu un impact non négligeable sur les opérations de crédits à l'habitat.

2.2. Le système bancaire français apparaît ainsi comme relativement concentré par rapport aux autres systèmes européens de taille comparable

Sept groupes contrôlent en effet la quasi-totalité du marché, les cinq premiers parvenant à couvrir près des deux tiers des différents segments dans la banque de détail, ce qui en fait un système bancaire concentré par rapport aux autres grands marchés bancaires européens de taille comparable. Les banques allemandes ou italiennes évoluent, à cet égard, dans un marché beaucoup plus fragmenté. En Allemagne, le marché est, en effet, dominé par les établissements coopératifs et les caisses d'épargne. Les quatre grandes banques commerciales, qui figurent pourtant parmi les plus grands groupes bancaires européens, représentent, ainsi, moins de 20% du marché de la banque de détail en Allemagne.

En revanche, certains systèmes bancaires européens ont un niveau de concentration encore plus élevé. C'est le cas notamment des marchés du Benelux ou de Scandinavie, qui sont dominés par deux ou trois groupes. Dans ces pays, la taille limitée du marché a conduit les différents acteurs nationaux à engager très tôt des opérations de concentration afin de pouvoir se mesurer aux principaux acteurs européens et à envisager, pour continuer de croître, des opérations transfrontières.

Jean-Luc CAYSSIALS – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

3.

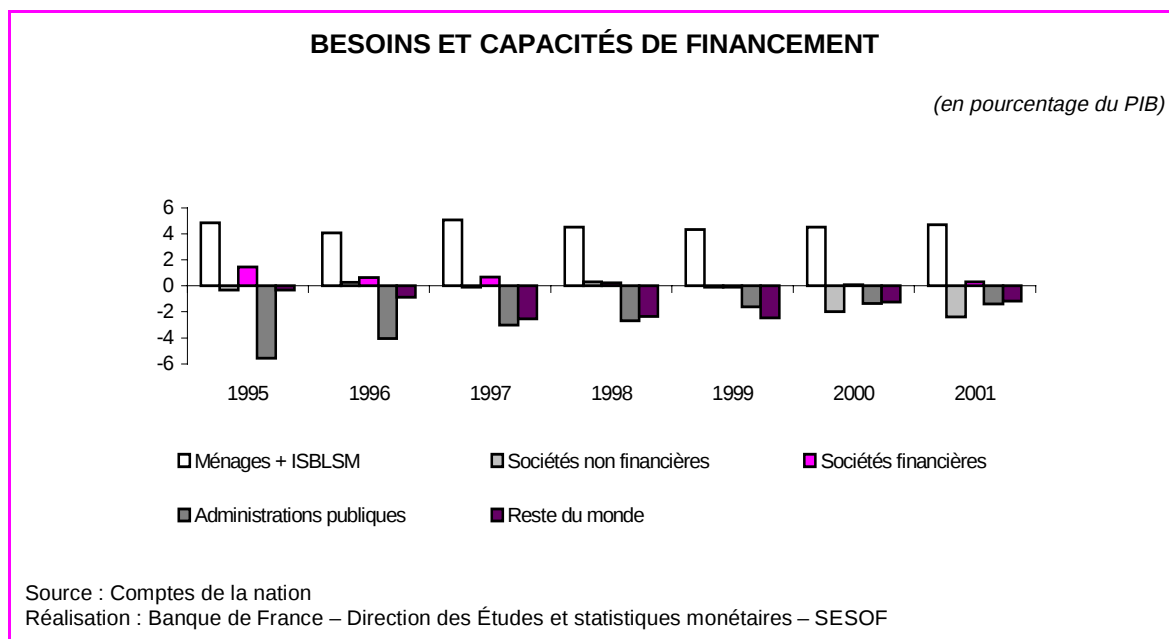
LES FINANCEMENTS ET PLACEMENTS EN FRANCE

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 3.a. Le passage du compte financier de la balance des paiements et de la position extérieure aux comptes nationaux financiers
- 3.b. L'évaluation des patrimoines en « actions cotées » et en « actions non cotées »
- 3.c. La détention des actifs financiers : comparaison entre les enquêtes de l'INSEE et de TNS SOFRES
- 3.d. L'épargne salariale
- 3.e. L'épargne réglementée
- 3.f. Typologie des surendettés et traitement du surendettement d'après l'enquête réalisée par la Banque de France en 2001
- 3.g. Les normes comptables (*fair value*)
- 3.h. Le processus de codification des textes juridiques
- 3.i. Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2001

Introduction : l'équilibre des comptes financiers

Globalement, l'économie nationale a maintenu, en 2001, une capacité de financement positive (17,2 milliards d'euros, soit 1,18% du PIB), comparable à celle de 2000 (17,6 milliards d'euros, soit 1,24% du PIB). Malgré cette stabilité d'ensemble, les différents secteurs de l'économie connaissent des évolutions sensibles.



La capacité de financement des ménages (particuliers et entrepreneurs individuels), regroupés avec les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a sensiblement augmenté, passant de 63,8 milliards d'euros en 2000 (4,5% du PIB) à 68,8 milliards d'euros en 2001 (4,7% du PIB).

Le besoin de financement des sociétés non financières, qui avait déjà fortement augmenté entre 1999 (- 1,8 milliard d'euros, soit - 0,1% du PIB) et 2000 (- 28,1 milliards d'euros, soit - 2% du PIB), s'est encore creusé, s'établissant à - 35 milliards d'euros, ce qui représente - 2,4% du PIB.

Après une réduction continue depuis 1997, les administrations publiques ont vu leur besoin de financement légèrement augmenter, de - 19 milliards d'euros en 2000 (qui constitue le meilleur résultat depuis 1995 à - 1,3% du PIB) à - 20,6 milliards d'euros en 2001 (- 1,4% du PIB). Le besoin de financement des administrations publiques centrales a diminué, passant de - 28,6 milliards d'euros en 2000 à - 27,4 milliards d'euros en 2001 ; la capacité de financement des administrations publiques locales s'est stabilisée à 2,9 milliards d'euros ; les administrations de sécurité sociale ont vu leur capacité de financement se réduire, de 6,8 milliards d'euros en 2000 à 3,9 milliards d'euros en 2001.

La situation des sociétés financières ¹ s'est améliorée régulièrement depuis 1999, seule année depuis 1995 où ces sociétés ont enregistré un besoin de financement (– 1,5 milliard d'euros, soit – 0,1% du PIB). Après avoir dégagé une capacité de financement légèrement positive en 2000 (0,8 milliard d'euros, soit 0,1% du PIB), elles ont confirmé ces résultats en 2001 (4 milliards d'euros, soit 0,3% du PIB). Ceci s'explique par la diminution du besoin de financement des sociétés d'assurance, de – 8,2 milliards d'euros en 2000 à – 6,6 milliards d'euros en 2001, et par l'augmentation de la capacité de financement des institutions financières monétaires (IFM), de 7,2 milliards d'euros à 8,9 milliards d'euros.

En raison des incertitudes économiques nationales et internationales, du ralentissement de l'activité et de la baisse des taux monétaires sur le deuxième semestre, qui ont diminué l'attrait des TCN et réduit le coût d'opportunité des placements liquides, on a pu constater une forte préférence pour ces derniers (dépôts et placements à vue des ménages, augmentation des achats d'OPCVM monétaires par les ménages et les sociétés non financières), même si les placements à long terme les moins risqués (épargne contractuelle, notamment les plans d'épargne logement et les plans d'épargne populaires ; versements sur les contrats d'assurance vie en euros, qui ont pratiquement compensé la chute des versements sur les contrats en unité de compte) ont globalement bien résisté.

Dans un contexte de ralentissement de l'activité et de l'investissement, l'ensemble des secteurs (ménages, sociétés non financières, administrations publiques...) ont moins recouru au crédit bancaire que les années précédentes (hausse de 2,9% en 2001 après 7,3% en 2000 ²), ce ralentissement étant particulièrement marqué pour le court terme.

La croissance des crédits à court terme aux ménages s'est fortement infléchie (1,4%, après 24% en 2000). Le ralentissement des crédits à long terme s'est poursuivi, essentiellement du fait de l'évolution de l'investissement en logement ; ils restent cependant encore dynamiques : + 4,9%, après une croissance de 7,4% en 1999 et de 5,3% en 2000.

En raison, notamment, d'un fort déstockage et d'une moindre progression de leur niveau d'investissement, les sociétés non financières n'ont que modérément recouru au crédit, en dépit de la dégradation de leur besoin de financement. Les crédits à long terme n'ont augmenté que de 4,2% en 2001, après 6,9% en 1999 et 7% en 2000, pour partie aussi du fait d'un coût redevenu supérieur, depuis fin 2000, à celui des obligations du secteur privé. La baisse est encore plus importante pour les crédits à court terme, dont le coût n'a significativement diminué qu'au dernier semestre : ils n'ont progressé que de 2,2% en 2001, à comparer avec la très forte hausse de 22,2% enregistrée en 2000.

Dans le prolongement d'une évolution engagée depuis 1996, les administrations publiques ont, à nouveau, réduit leur endettement auprès des banques (flux négatif de crédit de – 3,8 milliards d'euros en 2001, après – 2,1 milliards d'euros en 2000). En glissement annuel des encours, la baisse est de – 2,4% en 2001, après une baisse de – 4,8% en 2000).

Les non-résidents se sont portés acquéreurs de montants importants de TCN et de bons du Trésor. Face à la demande, les émissions de ces titres ont connu des évolutions contrastées selon les secteurs : réduction de la part des sociétés non financières (11,8 milliards d'euros en 2001 après 27,6 milliards d'euros en 2000), quasi-stabilité de la part de l'État (de 10,2 milliards d'euros en 2000 à 11,7 milliards d'euros en 2001) et flux importants des établissements de crédit, concentrés pendant le premier semestre 2001. Les principaux acquéreurs ont été les OPCVM monétaires (34,1%) et les non-résidents (47,8%). En stock, les résidents restent prêteurs nets sur ce marché.

¹ Secteur S12 de la Comptabilité nationale, c'est-à-dire y compris les auxiliaires financiers et les sociétés d'assurance.

² Ces chiffres, ainsi que ceux qui suivent sont, sauf indication contraire, des glissements annuels d'encours.

Les sociétés non financières ont nettement accru leurs émissions sur le marché des titres de dettes, en particulier sur le compartiment obligataire ; les flux d'obligations et assimilés se sont ainsi élevés à 35,5 milliards d'euros en 2001, contre 3 milliards en 2000. Les administrations publiques n'ont que légèrement renforcé les leurs (22,4 milliards d'euros en 2001 après 21,8 milliards d'euros en 2000) ; ils ne représentent plus que le tiers des émissions de l'ensemble de l'économie.

Les principaux acquéreurs de ces obligations ont été les assurances (39%) et, surtout, le reste du monde (50,7%). La forte demande d'obligations de la part des non-résidents a entraîné des entrées nettes de capitaux. En stock, le reste du monde a ainsi retrouvé sa position habituelle de prêteur net, après trois années de situation débitrice, et a accru sa part dans la détention de la dette publique française.

Sur le marché des actions, les sociétés non financières ont réduit leurs prises de participation dans des entreprises étrangères. En contrepartie, elles ont ajusté à la baisse leurs émissions : de 120,2 milliards d'euros en 2000 à 86,8 milliards d'euros en 2001, même si ce dernier montant reste supérieur au flux enregistré en 1999, égal à 70,6 milliards d'euros. Ce mouvement est concomitant avec un ralentissement des opérations de fusions et acquisitions transfrontières.

Les flux d'achats des ménages sur les actions non cotées ont augmenté, leurs achats d'autres participations sont restés à peu près stables, cependant que leurs achats d'actions cotées ont enregistré une baisse marquée. Les placements en actions des sociétés d'assurance ont fortement diminué du fait d'une baisse des versements sur les contrats en unités de compte. Les OPCVM non monétaires sont restés très présents sur ce marché, avec 30,7 milliards d'achats après 37,5 milliards en 2000.

**COMPTE FINANCIER PROVISOIRE 2001 :
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 Instit. sans but lucratif	S20 Reste du monde	Total
F1 Or monétaire et DTS (1)		117					117
F2 Numéraire et dépôts	21 499	124 678	- 4 979	23 615	117	27 085	192 015
F21 Billets et pièces	- 282	- 536		- 13 895			- 14 713
F22 Dépôts transférables	13 255	6 072	1 243	16 293		- 4 740	32 123
F29 Autres dépôts	8 567	118 132	- 6 222	21 915	117	32 041	174 550
F291 Placements à vue	95	115		19 226	117		19 552
F292 Placements à échéance	8 473	439	- 6 196	5 146		3 458	11 319
F293 Épargne contractuelle				- 2 456			- 2 456
F295 Refinancement entre institutions financières		7 534				- 1 926	5 607
F296 Comptes de correspondants financiers		107 443				30 106	137 549
F28 Intérêts courus non échus sur dépôts	- 40	1 011		- 698		- 216	57
F3 Titres hors actions	6 653	492 138	572	- 2 195	411	247 586	745 166
F331 Titres de créance négociables et assimilés à court et moyen terme	9 616	29 945	925	- 1 494		43 536	82 528
F332 Obligations (y compris ICNE) et assimilés	7 251	44 198	- 353	- 792	411	52 636	103 351
F34 Produits dérivés	- 10 151	417 229				151 200	558 278
F38 Intérêts courus non échus sur TCN	- 62	767		91		215	1 009
F4 Crédits	51 578	51 163	2 948	1 375		35 029	142 092
F41 Crédits à court terme	37 163	- 484	4 449	- 332		28 048	68 844
F411 Crédits à court terme des IF aux ANF		- 2 997					- 2 997
F419 Autres prêts à court terme	37 164	2 513	4 449	- 332		28 048	71 842
F42 Crédits à long terme	14 414	52 310	- 1 501	1 707		6 970	73 900
F421 Crédits à long terme des IF aux ANF		48 805				58	48 863
F422 Crédits à long terme entre IF		2 782				3 267	6 049
F429 Autres prêts à long terme	14 414	723	- 1 501	1 707		3 645	18 988
F48 Intérêts courus non échus sur les crédits		- 663				11	- 653
F5 Actions et titres d'OPCVM	68 638	117 163	1 075	14 946	852	35 602	238 277
F51 Actions et autres participations	51 827	65 933	291	8 665	- 959	30 670	156 429
F511 Actions cotées	21 876	52 632	293	- 1 421	- 959	10 256	82 677
F512 Actions non cotées	27 971	11 546	- 866	5 487		20 414	64 552
F513 Autres participations	1 980	1 755	864	4 599			9 198
F52 Titres d'OPCVM.	16 810	51 230	784	6 281	1 811	4 932	81 848
F521 Titres d'OPCVM monétaires	16 286	19 122	90	5 179	721	1 588	42 986
F522 Titres d'OPCVM généraux	670	27 329	694	759	1 145	3 344	33 941
F523 Titres de fonds d'investissement divers	- 145	4 779		343	- 55		4 922
F6 Provisions techniques d'assurance	372	10	18	65 962	2	79	66 442
F61 Droits nets des ménages, assurance vie et fonds de pension				63 667			63 667
F62 Réserves primes et sinistres	372	10	18	2 294	2	79	2 775
F7 Autres comptes à recevoir ou à payer	16 220	- 2 915	5 122	- 1 716		- 2 456	14 255
F71 Crédits commerciaux et avances	11 982		2 577	- 2 261		- 2 456	9 842
F79 Autres comptes (décalages comptables)	4 238	- 2 915	2 545	545			4 412
F98 Total des opérations	164 960	782 354	4 756	101 986	1 382	342 925	1 398 363

(1) Les flux d'or monétaire ou de droits de tirages spéciaux (DTS) enregistrés ici correspondent aux échanges de ces actifs entre banques centrales nationales. 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 statistiques monétaires – SESOF

**COMPTE FINANCIER PROVISOIRE 2001 :
FLUX NETS D'ENGAGEMENTS CONTRACTÉS**

(en millions d'euros)

	S11 Sociétés non financières	S12 Sociétés financières	S13 Adminis- trations publiques	S14 Ménages	S15 Instit. sans but lucratif	S20 Reste du monde	Total
F1 Or monétaire et DTS (1)						117	117
F2 Numéraire et dépôts	834	150 356	- 4 155			44 980	192 015
F21 Billets et pièces		-14 536	- 174			- 3	- 14 713
F22 Dépôts transférables		38 691	-3 077			- 3 491	32 123
F29 Autres dépôts	834	126 335	- 904			48 284	174 550
F291 Placements à vue		19 784	- 232				19 552
F292 Placements à échéance		11 991	- 672				11 319
F293 Épargne contractuelle		-2 456					- 2 456
F295 Refinancement entre institutions financières		- 977				6 584	5 607
F296 Comptes de correspondants financiers		96 740				40 809	137 549
F28 Intérêts courus non échus sur dépôts		- 134				190	57
F3 Titres hors actions	35 699	465 984	34 010			209 472	745 166
F331 Titres de créance négociables et assimilés à court et moyen terme	11 788	34 690	11 721			24 330	82 528
F332 Obligations (y compris ICNE) et assimilés	35 486	10 681	22 418			34 766	103 351
F34 Produits dérivés	- 11 560	419 830				150 007	558 277
F38 Intérêts courus non échus sur TCN	- 5	784	- 129			369	1 009
F4 Crédits	67 130	5 307	- 3 811	26 184	242	47 039	142 092
F41 Crédits à court terme	31 251	631	- 143	2 063	40	35 002	68 844
F411 Crédits à court terme des IF aux ANF	2 649	- 469	- 5 591	374	40		- 2 997
F419 Autres prêts à court terme	28 602	1 100	5 448	1 689		35 002	71 842
F42 Crédits à long terme	36 359	4 705	- 3 668	24 282	202	12 020	73 900
F421 Crédits à long terme des IF aux ANF	19 356	- 609	- 1 542	25 234	202	6 222	48 863
F422 Crédits à long terme entre IF		1 393				4 655	6 048
F429 Autres prêts à long terme	17 003	3 921	- 2 126	- 952		1 143	18 988
F48 Intérêts courus non échus sur les crédits	- 480	- 30		- 160		17	- 653
F5 Actions et titres d'OPCVM.	86 827	81 475				69 975	238 277
F51 Actions et autres participations	86 827	1 239				68 363	156 429
F511 Actions cotées	52 076	15 333				15 268	82 677
F512 Actions non cotées	24 651	- 12 685				52 588	64 552
F513 Autres participations	10 100	- 1 409				507	9 198
F52 Titres d'OPCVM.		80 236				1 612	81 848
F521 Titres d'OPCVM monétaires		42 986					42 986
F522 Titres d'OPCVM généraux		33 941					33 941
F523 Titres de fonds d'investissement divers		3 310				1 612	4 922
F6 Provisions techniques d'assurance		66 442					66 442
F61 Droits nets des ménages, assurance vie et fonds de pension		63 667					63 667
F62 Réserves primes et sinistres		2 775					2 775
F7 Autres comptes à recevoir ou à payer	8 791	8 620	- 667	- 1 339		- 1 150	14 255
F71 Crédits commerciaux et avances	12 702	1	207	- 1 917		- 1 150	9 842
F79 Autres comptes (décalages comptables)	- 3 911	8 619	- 874	579			4 412
B9B Solde des opérations sur actifs et passifs financiers	- 34 321	4 171	- 20 621	77 141	1 140	- 27 508	
F98 Total des opérations	164 960	782 354	4 756	101 986	1 382	342 925	1 398 363

(1) Les flux d'or monétaire ou de droits de tirages spéciaux (DTS) enregistrés ici correspondent aux échanges de ces actifs entre banques centrales nationales. 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 statistiques monétaires – SESOF

3.1. Le comportement financier des ménages ³

En 2001, les dépenses de consommation finale des ménages ont continué de croître (+ 4,2% après + 4,1% en 2000 et + 3,6% en 1999), moins toutefois que le revenu disponible brut (+ 4,9% après + 4,3% en 2000 et + 3,3% en 1999), soutenu par une progression encore vive des salaires.

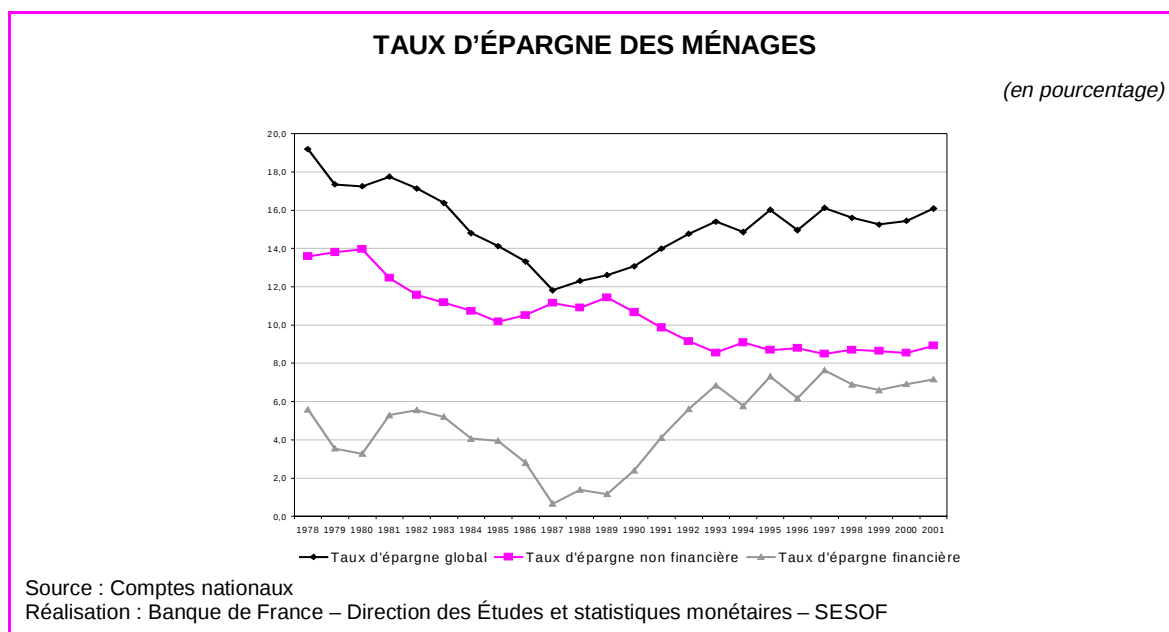
Le dynamisme des revenus ainsi que la dégradation des perspectives économiques, toutes deux favorables à la constitution d'une épargne de précaution, ont suscité une nouvelle progression du taux d'épargne (16,1% après 15,5% en 2000 et 15,3% en 1999).

La croissance de la formation brute de capital fixe (FBCF) des ménages a continué à décélérer (+ 2,7% après + 3,6% en 2000 et + 6,6% en 1999) dans un contexte de tassement des transactions immobilières. En volume, l'investissement en logement des ménages hors entrepreneurs individuels a même enregistré une diminution (- 0,8%). Le taux d'épargne non financière s'est inscrit à 8,9%, après 8,5% en 2000.

La capacité de financement des ménages s'est accrue pour la deuxième année consécutive, à 67,7 milliards d'euros après 62,8 milliards en 2000 et 57,9 milliards en 1999. Le taux d'épargne financière s'est établi à 7,1%, après 6,9% en 2000.

La diminution de la croissance de la FBCF a coïncidé avec une diminution de la demande de crédits de la part des ménages.

Les acquisitions nettes d'actifs financiers (numéraire et dépôts, y compris la monnaie fiduciaire, obligations et TCN, actions et autres participations, titres d'OPCVM et réserves techniques d'assurance) ont atteint 102,3 milliards d'euros (+ 28,8%).



Les revenus financiers des ménages (en raisonnant avec les intérêts reçus et non avec les intérêts nets) se sont élevés à 92,4 milliards d'euros, affichant une progression de 6,3%,

³ Les « ménages » comprennent, conformément au SEC 95, les particuliers et les entrepreneurs individuels.

sensiblement du même ordre qu'en 2000 (6,9%). Comme l'année précédente, la hausse est due à de fortes distributions de dividendes liées aux bons résultats des sociétés non financières. La part des revenus financiers dans le revenu disponible brut (RDB) est restée stable, à 9,6% en 2000 contre 9,7% en 2001.

INTÉRÊTS VERSÉS ET RECUS DIVIDENDES RECUS PAR LES MÉNAGES							
<i>(en milliards d'euros)</i>							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Intérêts reçus	44,5	41,5	39,3	39,3	41,8	44,5	46,3
Intérêts versés	32,7	30,2	28,5	28,7	30,6	31,2	33,1
Intérêts nets	11,8	11,3	10,8	10,6	11,2	13,3	13,2
Dividendes reçus	15,0	16,3	18,1	22,6	39,5	42,4	46,1
Rendement des contrats d'assurance vie ⁽¹⁾	20,7	24,8	27,9	32,1	42,5	25,0	7,7
Intérêts et dividendes reçus / RDB	7,7%	7,3%	7,1%	7,4%	9,4%	9,6%	9,7%
Intérêts nets et dividendes / RDB	6,9%	6,8%	7,1%	7,6%	5,9%	6,2%	6,3%

(1) Somme des revenus de la propriété attribués aux assurés et des plus et moins-values sur contrats en unité de compte.

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

COMPTE DE CAPITAL DES MÉNAGES À PRIX COURANTS							
<i>(en milliards d'euros)</i>							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
EMPLOIS							
FBCF (ménages + EI)	67,2	66,6	68,4	71,7	76,4	79,2	81,3
FBCF des EI	12,8	11,3	11,3	11,9	12,0	12,1	12,2
Capacité de financement	56,5	48,7	62,1	58,0	57,9	62,8	67,7
RESSOURCES							
Épargne brute	123,7	117,9	130,9	131,1	132,8	140,1	152,4

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

3.1.1. Les comportements de placement des ménages

Les flux nets d'acquisition d'actifs financiers ont fortement augmenté en 2000, atteignant 102,3 milliards d'euros, après 79,4 milliards en 2000, soit une hausse de 28,8%. Cette augmentation doit cependant être relativisée, car elle ne permet pas de retrouver le niveau de 1999 (110,8 milliards d'euros).

La part de ces flux par rapport au revenu disponible brut (RDB) passe donc de 8,8% en 2000 à 10,8% en 2001, malgré une accélération de l'augmentation du RDB (+ 5% entre 2000 et 2001, contre 4,3% entre 1999 et 2000).

Globalement, dans un contexte de fortes incertitudes quant aux perspectives économiques nationales et internationales, les ménages ont, contrairement à l'année 2000, privilégié les placements les plus liquides (dépôts à vue, comptes sur livrets, OPCVM monétaires) et, pour leurs placements à plus long terme, se sont tournés vers les produits perçus comme les moins risqués (épargne contractuelle, contrats en euros des sociétés d'assurance...).

ACQUISITIONS NETTES D'ACTIFS FINANCIERS ⁽¹⁾ / REVENUS DISPONIBLES BRUT

(en pourcentage)

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
12,4	11,0	12,3	10,8	12,8	8,8	10,8

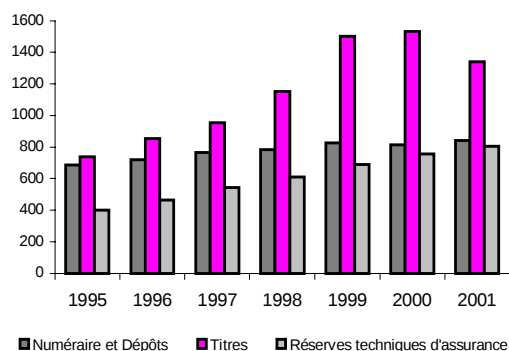
(1) Accroissement des liquidités + flux nets de titres + variation des réserves techniques d'assurance.

Source : Comptes nationaux

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

PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES (ENCOURS)

(en milliards d'euros)

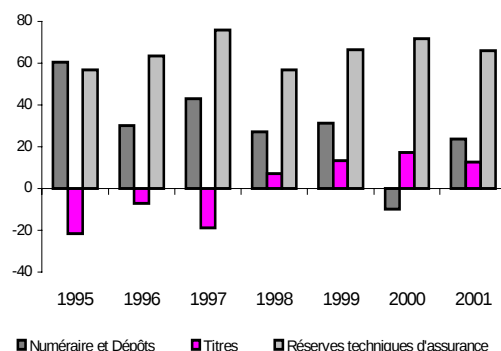


Source : Comptes nationaux

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

PLACEMENTS FINANCIERS DES MÉNAGES (FLUX)

(en milliards d'euros)



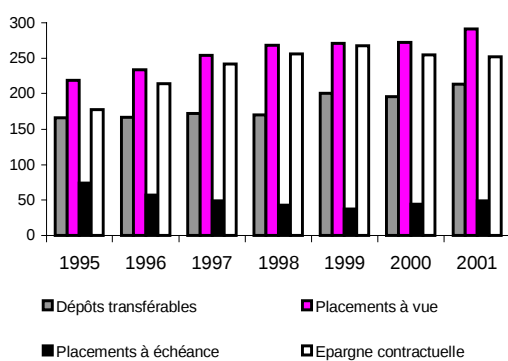
Dans un contexte de forte volatilité des cours boursiers et d'incertitudes relatives à l'activité et à l'emploi, incitant les ménages à constituer une épargne de précaution rapidement mobilisable, les dépôts et les placements à vue ont fortement augmenté. De surcroît, la baisse des taux monétaires sur la deuxième partie de l'année a renforcé l'attrait de ce type d'actifs, en réduisant le coût d'opportunité de leur détention. Enfin, le passage à l'euro fiduciaire a suscité, à partir de juillet 2001, la transformation en dépôts de près de 14 milliards d'euros d'encaisses oisives détenues sous forme de pièces et de billets.

Dans ces conditions, les ménages ont accru leurs dépôts à vue de 16,3 milliards d'euros après les avoir diminués de 3,9 milliards en 2000. Les comptes sur livret ont bénéficié, en année

pleine, de la hausse des taux réglementés du 1^{er} juillet 2000, le taux du livret A n'étant plus, à fin 2001, inférieur que de moins de 40 points de base au taux interbancaire au jour le jour (EONIA). Les placements sur livrets ont ainsi augmenté de 19,2 milliards d'euros en 2001, après 0,9 milliard en 2000. L'encours des dépôts à terme, dont les rendements ont baissé tout au long de l'année, a augmenté plus modérément qu'en 2000 (5,1 milliards d'euros après 6,9 milliards d'euros en 2000).

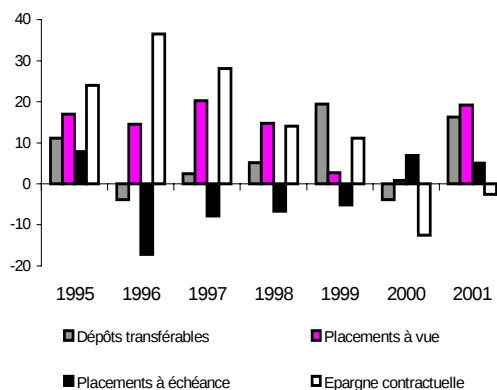
NUMÉRAIRE ET DÉPÔTS (ENCOURS)

(en milliards d'euros)



NUMÉRAIRE ET DÉPÔTS (FLUX)

(en milliards d'euros)



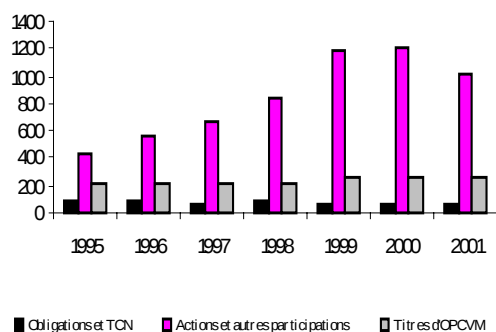
Source : Comptes nationaux

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

Malgré une forte préférence des ménages pour les placements liquides, on observe, néanmoins, une certaine résistance des placements longs les moins risqués. Ainsi, en matière d'épargne contractuelle, le flux des placements sur les plans d'épargne logement (PEL) est redevenu positif (5 milliards d'euros) à la suite notamment du relèvement de leur rémunération à 4,5% au 1^{er} juillet 2000. Par ailleurs, la décollecte observée sur les plans d'épargne populaire (PEP) bancaires s'est ralentie (- 7,5 milliards d'euros après - 12,6 milliards d'euros en 2000).

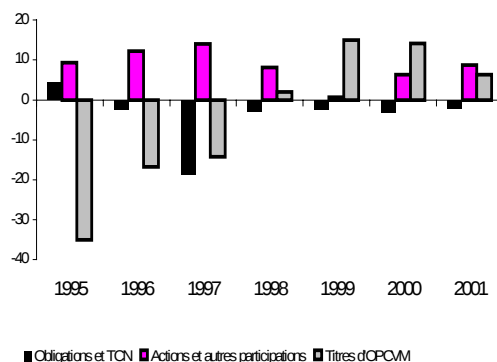
TITRES (ENCOURS)

(en milliards d'euros)



TITRES (FLUX)

(en milliards d'euros)



Source : Comptes nationaux

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

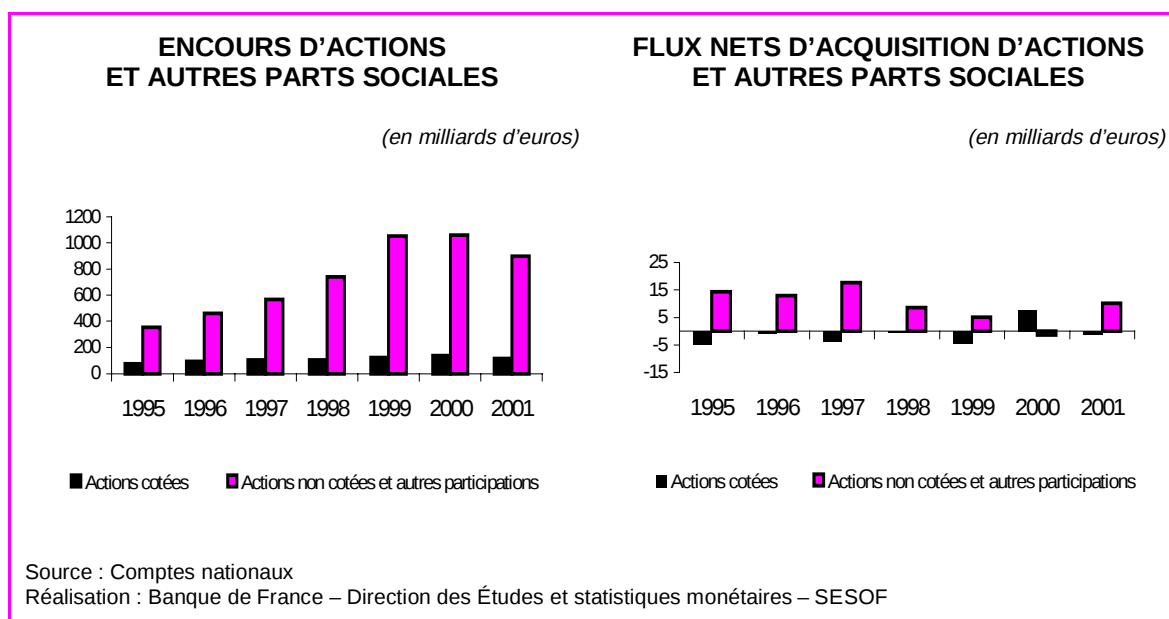
Globalement, les flux d'acquisition de titres ont diminué par rapport au pic observé en 2000 (12,7 milliards d'euros en 2001 contre 17,3 milliards d'euros en 2000), ce qui les ramène à un rythme comparable à celui observé en 1999 (13,3 milliards d'euros).

Cette évolution recouvre cependant des évolutions différenciées, selon les catégories de titres.

Les flux de TCN, qui étaient devenus positifs en 2000 après deux années de flux négatifs, ont à nouveau diminué (– 1,5 milliard d'euros en 2001 contre + 0,7 milliard d'euros en 2000). Cela peut s'expliquer par la baisse des taux monétaires pendant le deuxième semestre 2001, qui ont favorisé des transferts vers les dépôts et les placements à vue (cf. supra).

En cohérence avec la bonne résistance des produits longs les moins risqués, et du fait probablement d'une réallocation des placements des ménages consécutive au desserrement de l'écart entre les taux à court et long terme, on a observé une moindre baisse des flux vers les obligations (– 0,8 milliard d'euros, contre – 3,8 milliards d'euros en 2000).

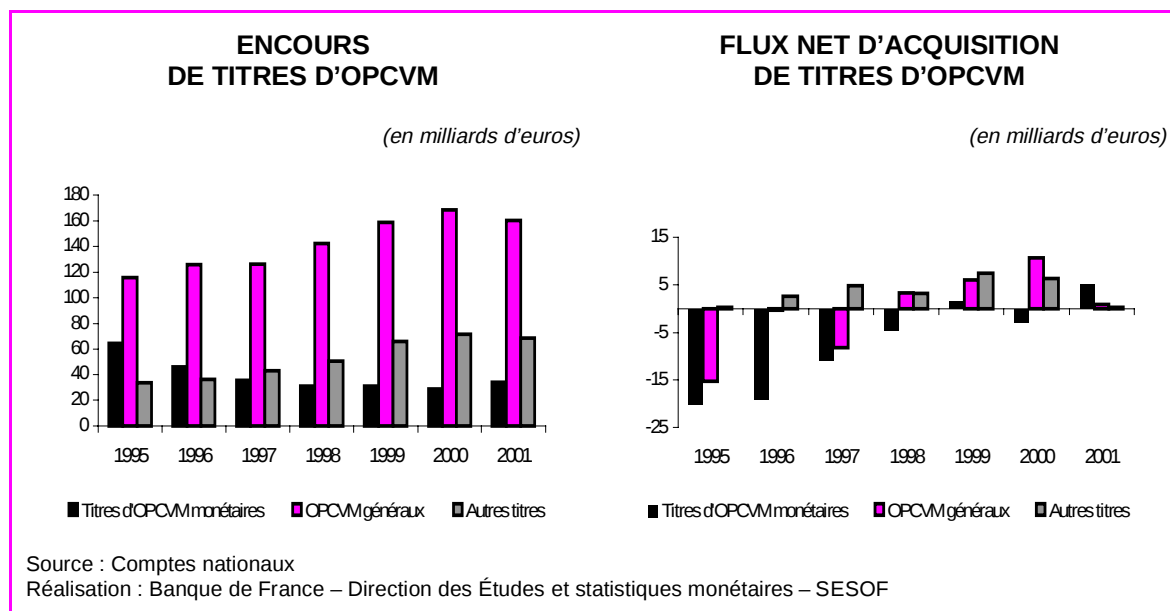
Quant aux titres d'OPCVM, après les montants élevés des années 1999 et 2000 (15 milliards d'euros en 1999 et 14,1 milliards d'euros en 2000), les flux n'ont atteint que 6,3 milliards d'euros en 2001, essentiellement du fait de la baisse des flux sur les OPCVM généraux (de 10,7 milliards d'euros en 2000 à 0,8 milliard d'euros en 2001). Les OPCVM monétaires ont, par contre, profité de la préférence accrue pour la liquidité des ménages (de – 2,9 milliards d'euros en 2000 à 5,2 milliards d'euros en 2001).



Globalement, on observe une hausse des achats d'actions (agrégation des actions cotées et non cotées) et autres participations par les ménages (+ 8,7 milliards d'euros en 2001 contre + 6,3 milliards d'euros en 2000), ce qui peut sembler contradictoire avec la préférence des ménages pour les placements liquides et moins risqués. Toutefois, cette évolution globale cache des évolutions plus contrastées de ses composantes.

Une analyse plus détaillée des acquisitions nettes d'actions et autres participations par les ménages résidents montre que la hausse observée en 2001 tient à des flux d'achats nets d'actions non cotées (+ 5,5 milliards d'euros) s'opposant à des ventes nettes en 2000 (– 5,1 milliards d'euros), cependant que les achats d'autres participations restaient à peu près stables

(+ 3,6 milliards d'euros en 2001 contre + 3,7 milliards d'euros en 2000) et que les achats d'actions cotées connaissaient une baisse marquée (– 1,4 milliard d'euros en 2001 et + 7,8 milliards d'euros en 2000). La baisse affecte aussi bien les actions cotées françaises (– 1,9 milliard d'euros en 2001 après 2,9 milliards d'euros en 2000) que les actions cotées étrangères (0,5 milliard d'euros en 2001 après 4,9 milliards d'euros en 2000).



Les OPCVM monétaires ont également profité de cette préférence accrue pour la liquidité : les ménages se sont portés acquéreurs de ces titres pour 5,2 milliards d'euros contre – 2,9 milliards d'euros en 2000. Mis à part l'année 2000 où les flux d'achats avaient été légèrement positifs (1,5 milliard d'euros), c'est la première fois depuis 1995 que les ménages sont acquéreurs nets.

Par contre, on observe une diminution des achats d'OPCVM non monétaires (0,8 milliard d'euros contre 10,7 milliards d'euros en 2000).

En ligne avec le comportement d'achats d'obligations, le mouvement de décollecte observé en 2000 sur les OPCVM obligataires s'est presque annulé en 2001, cependant que les OPCVM garantis bénéficient de flux légèrement supérieurs en 2001, par rapport à 2000.

Ce mouvement s'est, par contre, opéré au détriment des OPCVM actions, même si les OPCVM diversifiés résistent mieux, et des autres types d'OPCVM (OPCVM de droit étranger et parts de SCPI notamment), dont les flux ont fortement diminué en 2001.

Quant aux flux de souscription en assurance vie, ils se sont maintenus à un niveau élevé (63,7 milliards d'euros contre 68,7 milliards d'euros en 2000) et continuent d'occuper une part essentielle dans les placements financiers des ménages. Cela s'explique par le maintien de certains avantages fiscaux, mais aussi par l'attractivité relative des taux de rendement.

Si on analyse les comportements de placement selon le type de produit, on observe que la progression des versements (+ 15% des souscriptions) sur les contrats en euros, qui offrent une certaine sécurité dans la mesure où ils garantissent un taux de rendement minimum, a pratiquement compensé la chute des versements sur les contrats en unité de compte. En effet, étant adossés à des supports en actions ou en titres d'OPCVM d'actions, ces derniers ont subi une forte diminution de leur part dans le flux total de souscriptions de produits d'assurance vie, qui est ainsi passée de 45% en 2000 à 27% en 2001.

3.1.2. Les comportements d'endettement des ménages

La croissance des encours de crédit ayant été légèrement inférieure à celle du revenu disponible brut, le taux d'endettement des ménages (encours de dette, y compris auprès des établissements de crédit non résidents, sur revenu disponible brut) est revenu de 54,6% à 54,4%. Cette évolution s'inscrit en opposition par rapport à celle enregistrée de 1998 à 2000 qui avait vu une hausse régulière du taux d'endettement.

Les flux nets d'emprunts (hors intérêts courus non échus) contractés par les ménages sont restés élevés, à 25 milliards d'euros (soit 2,6% de leur revenu disponible brut), même s'ils connaissent un recul léger par rapport à 2000 (26,3 milliards d'euros, soit 2,9% du revenu disponible brut) et très important par rapport au maximum enregistré en 1999 (37,3 milliards d'euros, soit 4,3% du revenu disponible brut).

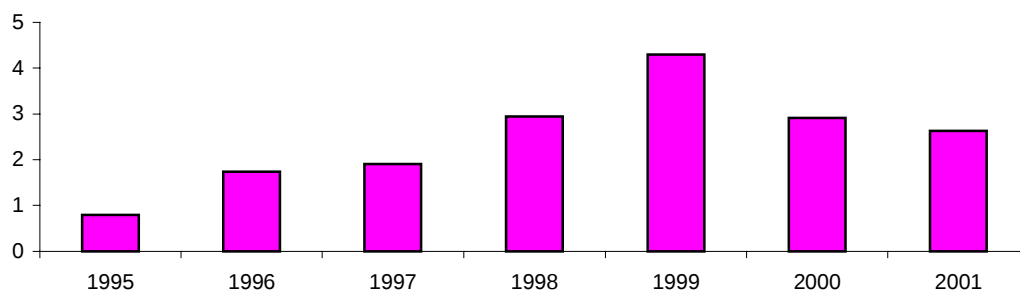
Les encours des crédits aux ménages ont atteint 501,5 milliards d'euros à fin 2001, soit une croissance de 5,5%, contre 6% en 2000.

Le ralentissement touche aussi bien les particuliers (+ 6,6% en 2001 contre 7,2% en 2000) que les entrepreneurs individuels (+ 1% en 2001 contre + 1,2% en 2000). L'évolution de ces derniers reflète notamment la décélération de la progression des crédits à l'investissement des établissements de crédit de la métropole (+ 0,2% en 2001, après + 2,3% en 2000), même si on observe, parallèlement, une diminution de la baisse des crédits de trésorerie (- 0,6% en 2001 contre - 1% en 2000) de ces mêmes établissements.

Après avoir crû fortement en 2000 (+ 24%), l'encours des crédits à court terme aux ménages s'est quasiment stabilisé (+ 1,4% en glissement annuel) : le dynamisme du revenu a permis d'alimenter la croissance de la consommation sans recourir à l'endettement, cependant que les crédits de trésorerie accordés aux entrepreneurs individuels n'ont que faiblement diminué (- 0,63% en 2001, après - 1,03% en 2000). En revanche, les crédits à long terme aux ménages, essentiellement des crédits immobiliers, ont continué de décélérer (+ 4,9% en 2001 après + 5,3% en 2000), en liaison avec la progression ralentie de la formation brute de capital fixe (+ 2,7% en valeur après + 3,6%) et le tassement des transactions immobilières.

FLUX NETS DE CRÉDITS OBTENUS PAR LES MÉNAGES/REVENU DISPONIBLE BRUT (LES CRÉDITS S'ENTENDENT HORS INTÉRÊTS COURUS NON ÉCHUS)

(en pourcentage)



Source : Comptes nationaux

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

Comme l'année précédente, le ralentissement de la croissance de l'endettement bancaire des ménages auprès des établissements de crédit de la métropole a concerné aussi bien le financement de la consommation que celui de l'habitat.

Mises à part les opérations de crédit-bail et les opérations assimilées (+ 30,3% en 2001, après 8,9% en 2000), les crédits de trésorerie octroyés aux particuliers ont tous subi une diminution de leur taux de croissance, qu'il s'agisse des avances en comptes débiteurs (2,4% en 2001 contre 9,1% en 2000), des prêts personnels (7,6% après 8,5%, même si le ralentissement avait été plus prononcé l'année précédente, puisque le taux de croissance était de 14,8% en 1999), du financement des ventes à tempérament (1,5% après 6,8%), de l'utilisation d'ouvertures de crédits permanents (3,8% contre 6,7%) ou des autres crédits de trésorerie (1,9% après 24,3%).

Les crédits à l'habitat ont également connu une croissance moindre durant l'année 2001.

Les crédits à l'habitat consentis aux ménages sont essentiellement des crédits du secteur libre (plus de 90% du total). Au sein de ceux-ci, les prêts conventionnés et les prêts principaux d'épargne logement occupent une place marginale. Ils représentent respectivement 12% et 10,7% du total des prêts à l'habitat.

Si les prêts conventionnés ont continué d'augmenter (+ 0,8% en 2001 contre 0,6% en 2000), la baisse des prêts principaux d'épargne logement (– 0,7% en 2001) doit être néanmoins relativisée puisqu'elle est nettement moins importante que les années précédentes (– 3,2% en 2000 et – 11,9% en 1999).

Dans le secteur aidé, la part des prêts aidés à l'accession à la propriété continue de reculer (– 23,7% en 1999, – 19,2% en 2000 et – 17,3% en 2001), de telle sorte que les prêts à taux zéro, en hausse continue depuis plusieurs années (29,2% en 1999, 18,3% en 2000 et 15,2% en 2001), deviennent majoritaires en encours (9,5 milliards d'euros contre 9 milliards pour les prêts aidés à l'accession à la propriété).

ENCOURS DES CRÉDITS CONSENTIS AUX MÉNAGES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE LA MÉTROPOLE				
	1999	2000	2001	
	Glissement annuel en %	Glissement annuel en %	Encours en milliards d'euros	Glissement annuel en %
Total des crédits aux ménages	7,1	6,0	501,5	5,5
<i>Total des crédits aux particuliers</i>	8,0	7,2	409,3	6,6
<i>Total des crédits aux entrepreneurs individuels</i>	3,8	1,3	92,2	1,0
Trésorerie des particuliers	12,0	8,1	103,0	5,3
<i>Avances en comptes débiteurs</i>	10,3	9,1	6,2	2,4
<i>Prêts personnels</i>	14,8	8,5	47,2	7,6
<i>Financement des ventes à tempérament</i>	13,9	6,8	21,1	1,5
<i>Utilisation d'ouvertures de crédits permanents</i>	7,9	6,7	24,0	3,8
<i>Crédit bail et opérations assimilées</i>	- 1,2	8,9	1,9	30,3
<i>Autres crédits de trésorerie</i>	0,1	24,3	2,7	1,9
Crédits à l'habitat des particuliers	8,2	7,0	321,1	6,4
<i>Prêts conventionnés</i>	- 2,1	0,6	38,4	0,8
<i>Prêts principaux d'épargne logement</i>	- 11,9	- 3,2	34,5	- 0,7
<i>Prêts aidés à l'accession à la propriété</i>	- 23,7	- 19,2	9,0	- 17,3
<i>Prêts à taux zéro</i>	29,2	18,3	9,5	15,2
<i>Autres prêts à l'habitat</i>	18,7	11,6	229,8	9,4
Source : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SASM Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SESOF				

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

Emplois	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dépense de consommation finale	649,0	669,6	680,0	708,1	733,8	764,0	796,5
FBCF des entreprises individuelles	12,8	11,3	11,3	11,9	12,0	12,1	12,2
FBCF logement (ménages hors EI)	54,4	55,3	57,1	59,8	64,4	67,1	69,1
Variation de stocks	0,2	- 0,1	- 0,5	0,2	- 0,5	- 0,1	- 0,1
Flux de placements financiers nets	96,0	86,6	99,9	90,9	110,8	79,4	102,3
Placements sous forme de numéraire et dépôts (1)	60,6	30,1	43,0	27,1	31,2	- 9,7	23,6
Acquisitions nettes de valeurs mobilières	- 21,4	- 7,1	- 18,9	7,0	13,3	17,3	12,7
Titres de créance négociables	- 0,8	3,4	3,8	- 0,3	- 1,3	0,7	- 1,5
Obligations	5,2	- 5,8	- 22,5	- 2,7	- 1,1	- 3,8	- 0,8
Actions, participations	9,3	12,1	14,0	8,1	0,7	6,3	8,7
Titres d'OPCVM	- 35,1	- 16,8	- 14,2	1,9	15,0	14,1	6,3
dont OPCVM monétaires	- 20,1	- 19,1	- 10,8	- 4,6	1,5	- 2,9	5,2
Variation des créances sur les sociétés d'assurance	56,8	63,6	75,8	56,8	66,3	71,8	66,0
Total des emplois	812,4	822,7	847,8	870,9	920,5	922,5	980,0
Ressources	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Revenu disponible brut	772,7	787,6	810,9	839,2	866,7	904,1	948,9
Flux nets de crédits reçus par les ménages (2)	6,1	13,6	15,5	24,7	37,3	26,3	25,0
Crédits commerciaux (nets)	8,3	- 15,4	- 0,7	- 15,8	- 19,8	3,7	0,3
Ajustement et autres ressources (3)	25,3	36,9	22,1	22,8	36,3	- 11,6	5,8
Total des ressources	812,4	822,7	847,8	870,9	920,5	922,5	980,0

(1) Y compris la monnaie fiduciaire, l'épargne contractuelle (épargne-logement et PEP bancaire notamment) et les TCN.

(2) Hors intérêts courus non échus.

(3) L'ajustement est la somme des éléments suivants : écart entre les comptes réels et les comptes financiers, et décalages comptables.

Source : Comptes nationaux

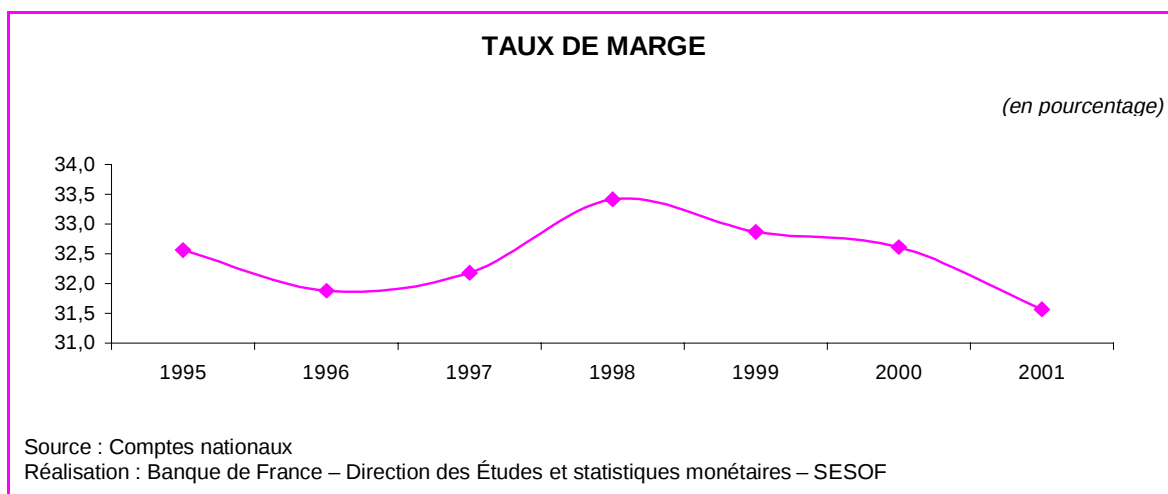
Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SESOF

3.2. Le comportement financier des sociétés non financières

Le ralentissement de l'activité mondiale dès le premier trimestre 2001 a conduit les entreprises à réajuster très rapidement leurs anticipations, notamment en diminuant leurs stocks et en modérant leurs investissements. Le coup d'arrêt de la demande des entreprises est à l'origine de la moindre progression du produit intérieur brut en volume (+ 1,8% après + 3,8% en 2000). Toutefois, la croissance de la valeur ajoutée des sociétés non financières en euros courants s'est maintenue à + 3,9% après 4,9% en 2000 car les prix des biens ont augmenté alors que ceux des consommations intermédiaires stagnaient : le prix de la valeur ajoutée s'est ainsi accru de 1,7%.

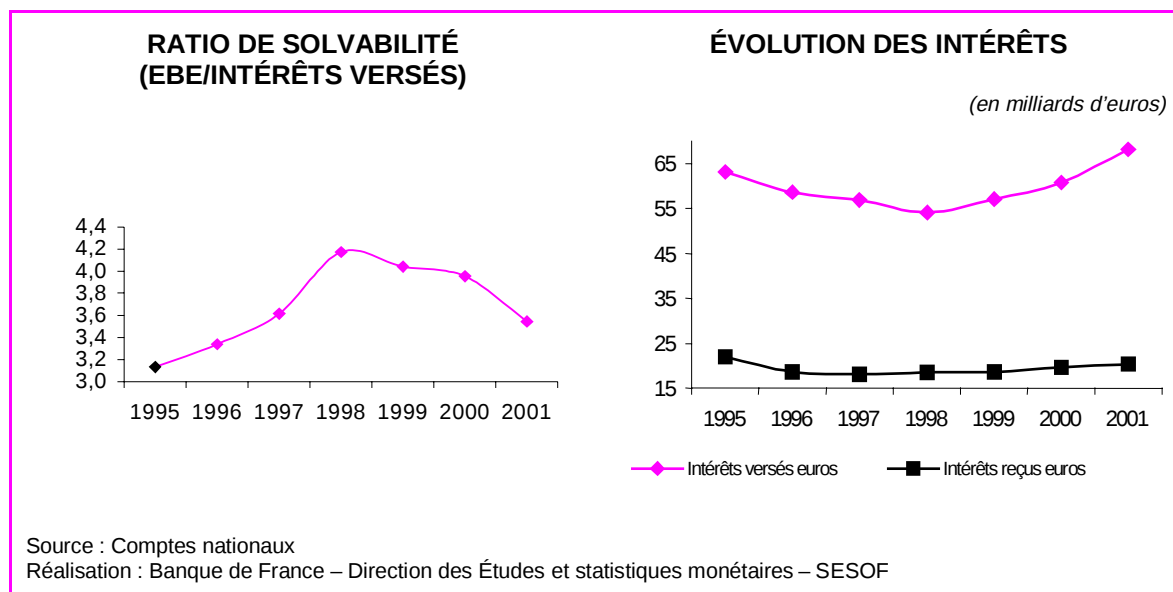
En dépit du ralentissement de l'emploi, l'accélération du salaire par tête a contribué à accroître la rémunération des salariés des entreprises (+ 5,8%) plus rapidement que la valeur ajoutée. En conséquence, le taux de marge des sociétés non financières a encore reculé de 1 point,

ce qui porte à 1,8 point la baisse enregistrée par rapport au plus haut de 1998. Il s'établit ainsi à 31,6%.



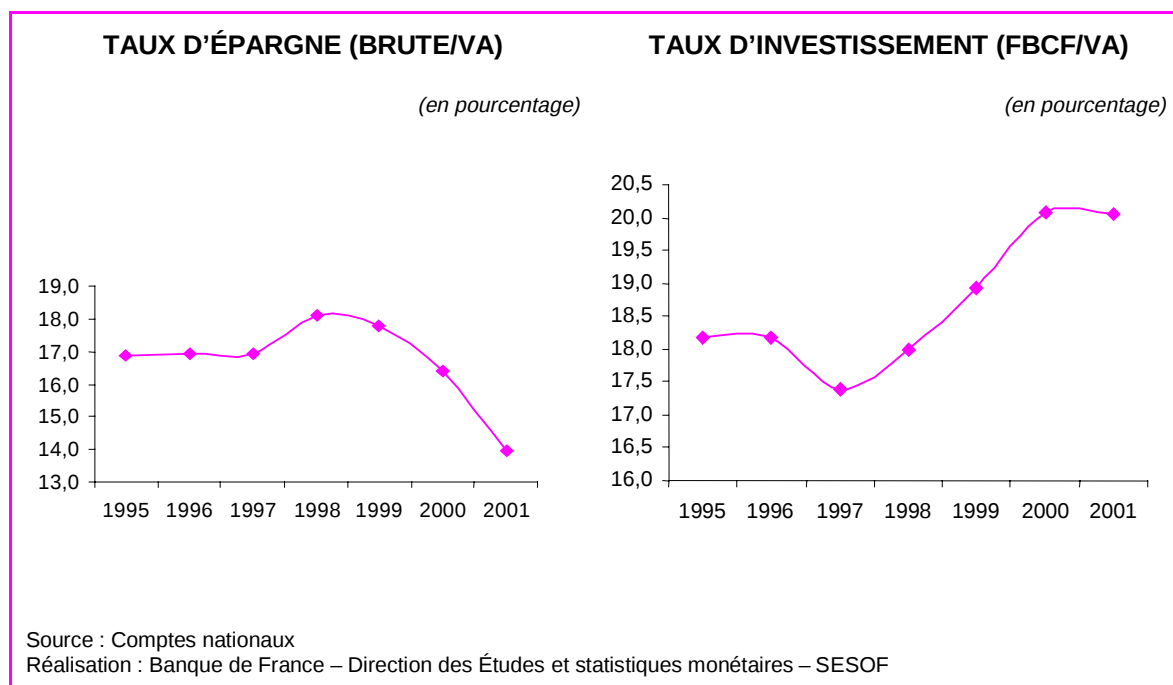
Les revenus nets de la propriété versés par les sociétés non financières (intérêts et dividendes versés, diminués des intérêts et dividendes reçus) ont continué d'augmenter à un rythme élevé (+ 15,1% en 2001 comme en 2000). Alors qu'en 2000, la progression avait résulté essentiellement d'une chute des bénéfices réinvestis en France par les sociétés étrangères, qui sont traités comme des dividendes reçus, elle s'explique en 2001 par un accroissement particulièrement vif des intérêts versés (+ 7,4 milliards d'euros entre 2000 et 2001 après + 3,6 milliards entre 1999 et 2000) et par un effet de ciseau entre dividendes reçus et dividendes versés : alors qu'ils avaient augmenté parallèlement en 2000 (+ 13 milliards d'euros et + 15,1 milliards respectivement), en 2001 les dividendes reçus augmentent beaucoup moins (+ 8,9 milliards) que les dividendes versés (+ 14,9 milliards). Ainsi, les intérêts nets versés se sont accrus de 16,2% après 6,9% : intervenant dans une période de forte croissance de l'endettement, la montée des taux courts pendant l'année 2000 s'est répercutée pleinement sur les débiteurs en 2001, l'effet volume renforçant l'effet prix. La baisse des taux intervenue au dernier semestre et la modération du recours à l'endettement en 2001 ne feront sentir leurs effets sur les charges des entreprises qu'en 2002. Par ailleurs, les très bons résultats de l'année 2000 ont induit une progression des dividendes nets versés en 2001 de 13,2% après 4,9% en 2000.

La forte hausse des intérêts versés (+ 12,2%) jointe à la quasi-stagnation de l'excédent brut d'exploitation (+ 0,6%) a conduit à une nette dégradation du ratio de solvabilité (excédent brut d'exploitation/intérêts versés) qui est passé de 4 à 3,5.



Les bons résultats des entreprises en 2000 ont induit à une forte progression des versements au titre des impôts courants sur le revenu et sur le patrimoine (+ 12,2% après + 6,4%).

Au final, en 2001, l'épargne brute des sociétés non financières a diminué pour la troisième année consécutive, de – 11,8% en 2001 après – 3% en 2000. Le taux d'épargne (épargne brute/valeur ajoutée) a continué de baisser, chutant de 16,4% à 13,9%, son niveau le plus bas depuis 1985.



Face à des perspectives de demande finale incertaines, les entreprises ont modéré fortement leur investissement (+ 3,7% après + 11,3%) et ont réduit leurs stocks (– 3,7% après + 9,1%). Le creusement du besoin de financement reste donc plus faible que celui de l'épargne brute : il passe de – 28,1 milliards d'euros à – 35 milliards.

3.2.1. Les comportements de placement des sociétés

L'accumulation d'actifs financiers s'est poursuivie en 2001 sur un rythme élevé, quoiqu'en retrait par rapport à 1999 et 2000, pour un montant de 160,7 milliards d'euros après 182,2 milliards, soit respectivement 21% et 24,7% de la valeur ajoutée. À titre de comparaison, les flux annuels d'actifs financiers acquis par les sociétés non financières entre 1995 et 1998 n'avait pas dépassé 70 milliards d'euros. En 2000, les sociétés non financières avaient essentiellement effectué des prises de participations dans des sociétés non résidentes, réalisant des cessions nettes d'obligations et d'OPCVM non monétaires pour financer ces acquisitions exceptionnelles. En 2001, les flux d'achats des divers actifs financiers ont été plus équilibrés.

Les flux d'acquisition d'actions et d'autres participations par les sociétés non financières ont baissé de plus de la moitié à 51,8 milliards d'euros, après 116,8 milliards, soit 6,8% de la valeur ajoutée, contre 15,9% en 2000. La formation d'actifs de trésorerie s'est également fortement réduite, passant de 80 milliards d'euros à 47,3 milliards, en raison de l'évolution des taux : l'écart entre la rémunération des placements obligataires et celle des placements monétaires n'ayant cessé de diminuer en 2000 jusqu'à devenir négatif en février 2001 (– 0,6 point), les entreprises avaient acquis des montants particulièrement élevés de titres de créance négociables (53,3 milliards d'euros). La repentification de la courbe des taux en 2001 a limité ces acquisitions (9,6 milliards d'euros). Sans compenser cette diminution, les achats d'OPCVM monétaires (16,6 milliards d'euros en 2001, après 9,9 milliards), ainsi que les versements sur les comptes de dépôt transférables (13,3 milliards d'euros, après 11,8 milliards) et de dépôts à terme (8,5 milliards d'euros après 5,2 milliards), ont sensiblement progressé. L'évolution des taux a favorisé les placements obligataires : les acquisitions nettes ont atteint 7,3 milliards d'euros, compensant largement les cessions nettes de 6,1 milliards observées en 2000.

FORMATION D'ACTIFS FINANCIERS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

(en pourcentage de la valeur ajoutée)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Variation des actifs de trésorerie (1)	3,4	– 0,2	1,0	1,2	5,6	10,9	6,2
Achats nets de valeurs mobilières	3,2	5,6	3,5	3,2	7,7	15,0	7,7
<i>Obligations</i>	0,8	2,8	– 0,7	– 2,9	0,7	– 0,8	0,9
<i>Actions et autres participations (hors OPCVM)</i>	2,4	2,8	4,2	6,1	6,9	15,9	6,8
OPCVM généraux et autres	– 0,6	0,8	0,0	1,2	0,7	– 0,8	0,1
Autres créances (2)	4,4	4,5	2,0	4,5	18,6	– 0,3	7,0
Total	10,4	10,8	6,5	10,1	32,6	24,7	21,0
Total hors actions et autres participations	7,9	7,9	2,2	4,0	25,7	8,9	14,2

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

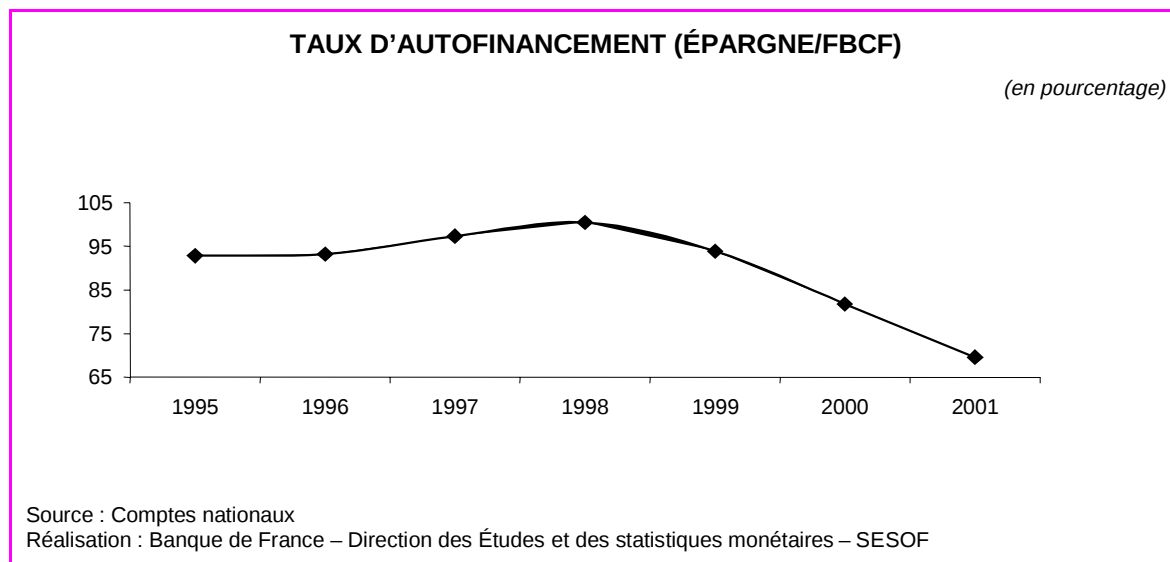
(2) Créances diverses sur des agents non financiers (produits dérivés, prêts, crédits commerciaux, réserves techniques d'assurance).

Source : Comptes nationaux financiers

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

3.2.2. Les comportements de financement des sociétés

En dépit de la faible progression de l'investissement en 2001 (+ 3,7% en volume), le taux de financement des sociétés non financières (épargne brute/formation brute de capital fixe) s'est dégradé pour la troisième année consécutive (69,6% en 2001 contre 81,8% en 2000 et 100,5% en 1998) en raison de la baisse de l'épargne (107 milliards d'euros après 121 milliards).



Les émissions d'actions des sociétés non financières ont été beaucoup plus faibles qu'en 2001 : 86,8 milliards d'euros contre 120,2 milliards. Cette chute traduit essentiellement l'absence d'opérations de fusions-acquisitions transfrontières aussi vastes que celles qui ont eu lieu en 1999 et 2000 entre groupes français et étrangers, opérations qui sont retracées en comptabilité nationale par des acquisitions réciproques d'actions alors même qu'elles ont donné lieu, pour certaines, à de simples échanges de titres.

Le montant des nouveaux financements par actions reste, néanmoins, élevé par rapport à la période 1990-1998 (39,9 milliards d'euros en moyenne). De même que celui des acquisitions d'actions étrangères par les sociétés non financières (42,5 milliards en 2001, après 147,2 milliards en 2000, mais une moyenne de 14,1 milliards sur la période 1990-1998), il traduit d'amples restructurations conduisant à une plus grande intégration entre les entreprises européennes. Par ailleurs, dans un contexte de chute des cours boursiers, l'offre de financement sous forme d'actions de certains secteurs s'est maintenue : les ménages ont mis à profit la baisse du prix des actions pour reprendre leurs acquisitions nettes ; les OPCVM non monétaires, confrontés à une nette décline de la demande pour leurs propres titres, ont néanmoins maintenu des flux d'investissements en actions élevés.

FLUX DE FINANCEMENTS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES ET RATIO DE DETTES

(en milliards d'euros)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Endettement bancaire	14,8	- 9,2	3,8	4,8	21,9	53,8	22,0
<i>Crédits à court terme</i>	8,5	- 6,8	7,0	- 3,2	- 2,4	25,3	2,6
<i>Crédits à long terme</i>	6,3	- 2,5	- 3,2	8,0	24,3	28,6	19,4
Autres crédits (hors crédits commerciaux)	18,3	29,1	17,4	14,9	66,3	32,4	45,2
<i>Crédits à court terme</i>	4,0	9,3	9,3	12,7	22,2	29,7	28,6
<i>Crédits à long terme</i>	14,2	19,1	8,4	2,9	44,5	3,2	17,0
<i>Intérêts courus non échus</i>	0,2	0,7	- 0,3	- 0,7	- 0,4	- 0,5	- 0,4
Titres de créance négociables	- 2,4	8,0	0,9	3,0	11,6	27,6	11,8
Obligations	0,8	3,6	6,8	11,0	17,3	3,0	35,5
Autres dettes (1)	9,6	9,6	- 10,7	- 32,5	- 6,4	- 10,1	- 7,5
Total des dettes (1)	41,0	41,2	18,2	1,2	110,7	106,8	107,0
Part de l'endettement auprès des IF dans le total des dettes	53,4%	49,1%	49,5%	50,9%	48,0%	47,8%	45,3%
Dettes (1) valeur ajoutée	143,7%	149,7%	145,4%	134,1%	145,1%	153,8%	161,7%
Actions et autres participations	33,7	44,6	48,1	52,8	70,6	120,2	86,8

(1) Dette totale, en encours, 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 statistiques monétaires – SESOF

Le ralentissement de l'investissement productif et la réduction des stocks ont entraîné une modération du recours à l'endettement sous forme de crédit bancaire.

L'ajustement du crédit bancaire a porté en priorité sur le crédit à court terme (2,6 milliards d'euros après 25,3 milliards en 2001). Le déstockage a, en effet, réduit les besoins de financement du fonds de roulement. Dans une moindre mesure, la progression des crédits à long terme a également ralenti (19,4 milliards d'euros après 28,6 milliards), pour partie en raison d'un coût redevenu supérieur depuis fin 2000 à celui des obligations émises par le secteur privé.

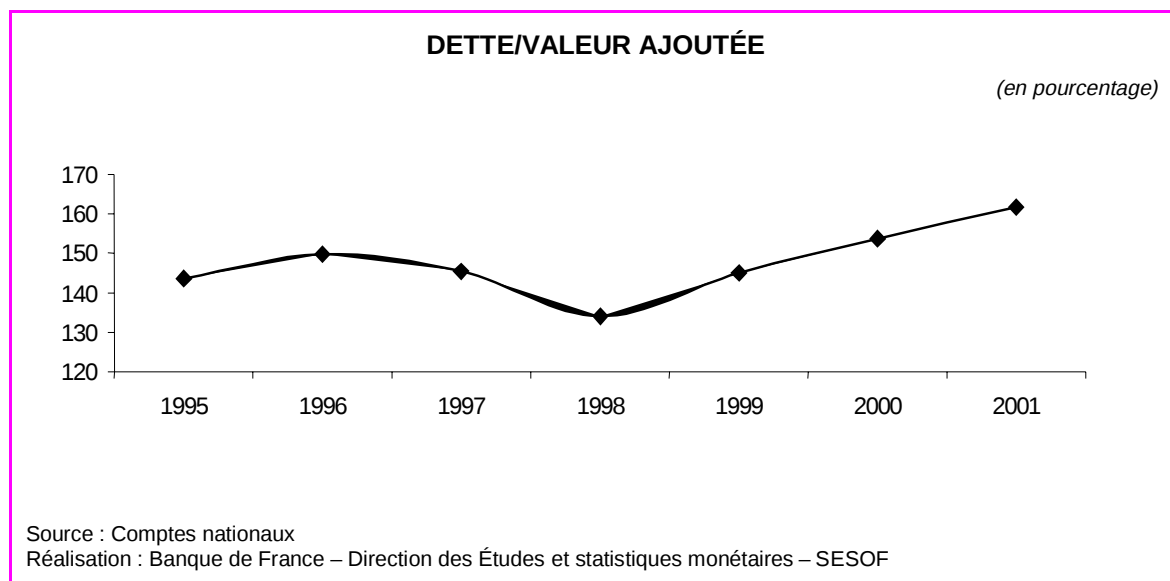
Les émissions de titres de créance négociables — billets de trésorerie et Euro Medium Term Notes (EMTN) principalement — sont tombées à 11,8 milliards d'euros en 2001, après 27,6 milliards en 2000. À l'inverse, les émissions obligataires ont très fortement augmenté, passant de 3 milliards d'euros en 2000 à 35,5 milliards en 2001. L'ampleur des opérations sur titres de dettes a été fortement déterminée par les opérations du secteur des télécommunications : France Télécom a consolidé, en 2001, sa dette de marché, remboursant les billets de trésorerie émis en 2000 (- 2,1 milliards d'euros en 2001, après des émissions nettes de 4,3 milliards d'euros) et émettant des montants élevés d'obligations (30 milliards d'euros en 2001 après 9,3 milliards en 2000), essentiellement sur les marchés internationaux. Néanmoins, ces opérations de grande ampleur ne modifient pas le sens des évolutions constatées.

La baisse lente, mais continue, des taux obligataires depuis janvier 2000 a rendu ce type de financement attractif : en moyenne annuelle, le taux de l'emprunt phare à dix ans a été de 4,94% en 2001 contre 5,39% en 2000. Au contraire, en moyenne annuelle l'EONIA a été supérieur

en 2001, la baisse étant intervenue dans la seconde partie de l'année : 4,39% contre 4,12%. Ceci a eu probablement un effet dépressif sur l'émission de titres à court terme.

Enfin, la modération du recours au financement obligataire des administrations publiques a contribué à laisser la place au secteur privé.

Au total, l'atonie du crédit bancaire (+ 3,7% en encours en 2001 contre + 10,7% en 2000) jointe à la croissance des financements de marché (+ 20,3% en encours après + 15,1%) et des crédits entre agents non financiers (+ 10,9% après + 8,5%) a conduit à une nouvelle réduction de la part de la dette bancaire dans l'encours de dette : 44,5% après 46,8% en 2000.



La dette totale a continué de croître à un rythme soutenu (+ 9,5% après + 10,9% en 2000 et 13,8% en 1999). En raison de l'évolution plus modérée de la valeur ajoutée, il en est résulté, pour la troisième année consécutive, une augmentation du taux d'endettement des sociétés non financières, mesuré par le rapport de la dette totale à la valeur ajoutée : 161,7% en 2001 contre 153,8 en 2000 et 134,1% en 1998, année au cours de laquelle il avait atteint un plancher. Cet accroissement rapide est dû partiellement aux emprunts réalisés en 2001 par les entreprises du secteur des télécommunications : l'accroissement de l'endettement de France Télécom sous forme de titres représente 3,1% de la valeur ajoutée du secteur des sociétés non financières. Il n'en reste pas moins que, globalement, la recherche d'une rentabilité sur fonds propres plus élevée conduit les entreprises, dans un contexte de taux bas, à accroître leur levier d'endettement.

**TABLEAU SIMPLIFIÉ D'EMPLOIS – RESSOURCES
DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES**

(en milliards d'euros)

EMPLOIS	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Dépenses courantes nettes	530,9	536,1	559,3	552,6	598,4	601,1	674,0
Rémunération des salariés (1)	411,3	419,3	406,8	423,0	443,5	467,7	495,0
Investissement (2)	110,4	111,6	111,0	121,6	132,8	147,8	153,3
Variation des stocks	2,7	- 3,3	0,2	5,9	4,2	9,1	- 3,7
Variation des actifs de trésorerie (3)	20,5	- 0,7	6,2	7,6	39,5	79,9	47,4
Achats nets de valeurs mobilières	15,5	39,0	21,9	30,2	58,2	102,8	59,7
<i>Obligations</i>	4,8	17,2	- 4,7	- 19,5	5,2	- 6,1	7,3
<i>Actions, participations</i>	14,8	17,5	26,9	41,2	48,6	116,8	51,8
<i>Titres d'OPCVM généraux</i>	- 4,1	4,4	- 0,3	8,6	4,4	- 8,0	0,7
Autres créances (4)	30,4	26,0	25,5	34,7	133,6	- 2,0	58,0
Total des emplois	710,4	708,8	724,1	752,6	966,8	938,7	988,7
RESSOURCES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Valeur ajoutée brute	607,4	613,9	638,1	675,8	702,1	736,4	765,1
Transferts nets en capital et aides à l'investissement	8,6	10,5	9,6	11,1	12,9	10,8	10,6
Crédits reçus des IF (5)	14,8	- 9,2	3,8	4,8	21,9	53,8	22,0
Autres emprunts nets	18,3	29,1	17,4	14,9	66,3	32,4	45,2
Émissions de titres	32,0	56,2	55,9	66,9	103,1	150,8	134,1
<i>Titres de créance négociables</i>	- 2,4	8,0	0,9	3,0	11,6	27,6	11,8
<i>Obligations</i>	0,8	3,6	6,8	11,0	17,3	3,0	35,5
<i>Actions et autres participations</i>	33,7	44,6	48,1	52,8	70,6	120,2	86,8
Autres engagements et ajustements (6)	29,3	8,3	- 0,7	- 20,9	64,1	- 45,6	11,8
Total des ressources	710,4	708,8	724,1	752,6	966,8	938,7	988,7

(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 créance 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 compte économique et financier.

Source : Comptes de la nation

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

3.3. Le comportement financier des administrations publiques

3.3.1. Les soldes financiers

L'effort de consolidation des finances publiques amorcé en 1997 a conduit à une réduction des déficits des administrations publiques (APU) qui sont revenus de 3% du PIB en 1997 à

1,4% (20,6 milliards d'euros) en 2001. Cependant, après une baisse ininterrompue jusqu'en 2000, le solde public s'est dégradé de 1,6 milliard d'euros, soit 0,1% du PIB en 2001 par rapport à l'année précédente. Cette situation résulte d'un ensemble de facteurs : d'abord, le repli de la croissance économique, puis les mesures d'allègements d'impôts, enfin une progression encore forte des dépenses publiques. En 2001, la dégradation du solde public a toutefois été limitée car la progression des recettes fiscales a relativement peu souffert du ralentissement de la croissance économique. En effet, les assiettes de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, décalées d'un an, ont connu une progression dynamique en 2000. Par ailleurs, la consommation des ménages, qui constitue l'élément principal de l'assiette de la TVA, est la composante de la croissance qui a le mieux résisté au repli conjoncturel.

ÉVOLUTION DES FINANCES PUBLIQUES					
<i>(en pourcentage du PIB)</i>					
	1997	1998	1999	2000	2001 ⁽¹⁾
Besoin de financement	3,0	2,7	1,6	1,3	1,4
Solde primaire	0,7	0,9	1,7	1,9	1,8
Taux de prélèvements obligatoires	45,0	44,8	45,5	45,0	45,0
Dette des APU	59,3	59,5	58,5	57,4	57,2

(1) Y compris produits des ventes de licences UMTS.

Source : Comptes nationaux – SEC 95
Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la recherche – FIPU

C'est essentiellement la dégradation des comptes des administrations de sécurité sociale qui est à l'origine de la détérioration des comptes des APU. En effet, la dérive des dépenses de santé, le déficit des régimes d'assurance chômage lié aux baisses de taux de cotisations, associés à la mise en place du PARE, et, enfin, le financement du déficit du fonds de financement de la réforme des cotisations patronales de sécurité sociale (FOREC) ont réduit nettement la capacité de financement des administrations de sécurité sociale.

Le produit des ventes de licences UMTS, versé au Fonds de réserve des retraites, augmente ponctuellement de 1,2 milliard d'euros la capacité de financement des ODAC.

Le besoin de financement de l'État s'est stabilisé à 33,8 milliards d'euros (soit 2,3% du PIB). Si la croissance des recettes fiscales s'est avérée moins vive qu'en 2000 (+ 3% contre 3,8%), elle reste cependant dynamique au regard du contexte macroéconomique.

Les normes de progression des dépenses publiques en volume inscrites dans le programme pluri-annuel de finances publiques ont été respectées pour l'ensemble des administrations publiques. En revanche, alors que les objectifs de contrôle des dépenses devraient conduire l'État à réduire ses dépenses primaires, celles-ci n'ont que peu diminué, notamment en raison du caractère incompressible de plusieurs postes (salaires, pensions...).

Par ailleurs, la progression des charges d'intérêts s'est de nouveau accélérée en 2001 (2,2% après 1,4% en 2000).

CAPACITÉ (+) OU BESOIN (–) DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES*(pourcentage du PIB)*

	1997 ⁽¹⁾	1998	1999	2000	2001
Administrations publiques (APU)	– 3,5	– 2,7	– 1,6	– 1,3	– 1,4
État	– 3,6	– 3,0	– 2,5	– 2,4	– 2,3
Organismes divers d'administration centrale (ODAC)	0,2	0,1	0,3	0,4	0,4
Administrations publiques locales (APUL)	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Administrations de sécurité sociale	– 0,4	– 0,1	0,3	0,5	0,3

(1) Hors soult France Télécom.

Source : Comptes nationaux – SEC 95

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

En 2001, la croissance des prélèvements obligatoires s'est ralentie, passant de 3,6% en 2000 à 3,2%. Les mesures d'allègements fiscaux prévues dans le programme triennal de réduction d'impôts, les réductions de charges patronales associées au passage aux 35 heures et l'instauration de la prime pour l'emploi ont contribué à ce ralentissement. Toutefois, le recul reste modéré car la progression soutenue de la masse salariale a favorisé de fortes rentrées de prélèvements sociaux. Les prélèvements affectés aux administrations de sécurité sociale ont progressé de 5,1% après 7,2% en 2000, notamment grâce aux fortes recettes de CSG.

SOLDE AJUSTÉ DU CYCLE ET SOLDE CONJONCTUREL*(pourcentage du PIB)*

	1997	1998	1999	2000	2001
Solde total	– 3,5 ⁽¹⁾	– 2,7	– 1,6	– 1,3	– 1,4
Solde conjoncturel	– 1,6	– 1,1	– 0,5	0,6	1,1
Solde ajusté du cycle	– 1,9	– 1,6	– 1,1	– 1,9	– 2,5

(1) Hors soult France Télécom.

Source : Comptes de la nation – SEC 95

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

Alors que la bonne tenue de la conjoncture fait mécaniquement augmenter les recettes — du fait du dynamisme des assiettes fiscales — et diminuer certaines dépenses sociales, en particulier l'indemnisation du chômage, le phénomène inverse se produit en cas de ralentissement de l'activité. Il s'agit là du mécanisme couramment appelé « jeu des stabilisateurs automatiques » dont le solde conjoncturel constitue un indicateur. Ainsi, les années 2000 et 2001 continuent de bénéficier de l'influence favorable de la forte croissance du PIB de 1999 et 2000. Le calcul du solde ajusté du cycle tient compte des décalages induits par le système fiscal. En particulier, ce sont les résultats de l'année 2000 qui constituent les assiettes des impôts sur le revenu et sur le bénéfice des sociétés, payés en 2001. Ainsi, la contribution du solde conjoncturel en 2001 est fortement

positive. Le ralentissement de la croissance ne devrait limiter la contribution favorable de la composante conjoncturelle du solde public qu'à partir de 2002.

Par ailleurs, le solde des administrations publiques est affecté par des décisions de politique budgétaire telles qu'une réduction des taux d'imposition ou une augmentation volontaire de certaines dépenses. Le solde ajusté du cycle propose une évaluation de cette composante dite « structurelle » des finances publiques. Ainsi, les mesures discrétionnaires prises depuis l'année 2000 (réduction d'impôts, prime pour l'emploi, mise en place du PARE) dégradent nettement la composante structurelle du déficit. Celle-ci perd 1,4% du PIB en deux ans pour atteindre - 2,5% du PIB en 2001.

3.3.2. Les opérations financières

3.3.2.1. Les dettes et les créances de l'État

Des innovations importantes en matière de gestion de la dette (swaps, OATfi, rachats)...

En 2001, le besoin de financement de l'État a été couvert par des émissions nettes de titres de 34,1 milliards d'euros, en légère progression par rapport à l'année 2000 (32,6 milliards d'euros).

Dans un contexte de forte diminution des taux à court terme, passés en 2001 de 4,75% à 3,25%, l'État a privilégié les émissions de bons du Trésor à taux fixe qui progressent de 22% et dont l'encours augmente de 9,4 milliards d'euros en 2001. Cet accroissement des émissions de BTF s'explique également par la diminution des dépôts des comptes chèques postaux (CCP) centralisés à l'État.

Les BTAN ont enregistré également une augmentation de leur encours de 4,2 milliards d'euros, contrairement à l'année 2000 où les remboursements avaient été supérieurs aux émissions.

Par ailleurs, les émissions d'OAT se sont élevées à 23,6 milliards d'euros, soit un niveau comparable à celui de 2000. Néanmoins, l'État a innové en émettant de nouveaux emprunts indexés, notamment les « OATfi » pour un montant d'environ 6,6 milliards d'euros, mais a faiblement recouru aux « OATi ».

Au total, en 2001, la dette à long terme augmente de 23,3 milliards d'euros par rapport à l'encours à fin 2000 (soit une progression de + 5,6%). En outre, comme en 2000, la structure de la dette de l'État continue de se déformer au profit des titres à court et long terme.

Par ailleurs, l'année 2001 s'est caractérisée par la mise en place d'un programme de « swaps » de taux d'intérêt qui portaient, au 31 décembre 2001, sur un encours de 37,2 milliards d'euros. Ces opérations, destinées à rendre plus « active » la gestion de la dette publique, permettent également d'accentuer la réduction de la maturité moyenne de l'encours de dette. Celle-ci était progressivement passée de 6 ans et 64 jours à fin 2000 à 6 ans et 47 jours à fin 2001. Après « swaps », la maturité a été encore réduite de 54 jours, revenant ainsi à cinq ans et 358 jours.

Ces opérations devraient également faciliter une réduction de la charge budgétaire de la dette négociable de l'État. Néanmoins, l'impact du programme de « swaps » mis en place à l'automne 2000 ne pourra être mesuré sur le budget de l'État qu'à compter de 2002.

Enfin, l'État a continué à effectuer des rachats, soit par des adjudications à l'envers (pour un montant nominal de 8,4 milliards d'euros), soit par rachats de gré à gré pour un montant de 4 milliards d'euros).

...Et un renforcement de l'internationalisation des instruments de dette publique

L'ensemble des instruments de dette connaissent depuis plusieurs années un succès croissant auprès des investisseurs non résidents : en effet, quel que soit le type de titres ou de maturité, la part des non-résidents dans la détention de la dette négociable s'est sensiblement renforcée. Ainsi, l'internationalisation de la dette, qui s'est accentuée en 2001, a retrouvé pratiquement les niveaux atteints en 1992.

Désormais, l'encours de dette est détenu pour un tiers par des non-résidents, soit un quart pour la dette à long terme (OAT), et près de la moitié pour la dette à moyen terme (BTAN), comme pour la dette à court terme (BTF).

Stabilité des opérations de privatisation et de cession de titres

Les recettes du compte d'affectation spéciale des produits de cession de titres se sont établies à 2,1 milliards d'euros (1,5 milliard d'euros en 2000). Elles résultent de la cession de parts dans Thomson (0,7 milliard d'euros), du dernier versement relatif à la banque Hervet (0,5 milliard d'euros) et d'un versement lié à la constitution du groupe EADS (0,4 milliard euros). Parmi les dépenses, 1,1 milliard d'euros ont été versés à Réseau ferré de France, à Giat industries (0,3 milliard d'euros) et au groupe BDPME dans le cadre du plan de consolidation de la croissance de l'automne 2001.

3.3.2.2. Les opérations financières des organismes divers d'administrations centrales (ODAC)

Le secteur des organismes divers d'administrations centrales (ODAC) reprend désormais le fonds de réserve des retraites (FRR). L'abondement régulier de ce dernier, à hauteur de 3,7 milliards d'euros, en 2001, grâce à différentes recettes (cession des parts des caisses d'épargne, UMTS...), a contribué à améliorer la capacité de financement du secteur des ODAC. Au total, son solde s'est situé à 6,2 milliards d'euros en 2001, soit 0,4% du PIB.

En 2001, les excédents du FRR ont été placés en titres publics, notamment en bons du Trésor.

Par ailleurs, la CADES a réduit sa composante obligataire en devises tierces à hauteur de – 2,2 milliards d'euros, mais a augmenté les émissions en euros (3,6 milliards d'euros) ; elle a également réduit ses émissions de titres de créance à court terme en devises tierces (– 1,6 milliard d'euros).

Enfin, les structures de défaisance EPFR-CDR ont cédé moins d'actifs financiers en 2001 comme cela était anticipé.

3.3.2.3. Les opérations financières des administrations publiques locales (APUL)

Dans la mesure où leur capacité de financement a été fortement révisée à la baisse (elle ne s'est élevée qu'à 0,2% du PIB en 2001), les opérations financières de ce secteur ont été très limitées.

Les APUL n'ont pas procédé à des remboursements importants de leur dette, qui n'ont atteint que 0,2 milliard d'euros en 2001, alors qu'en 2000 elles s'étaient endettées à hauteur de 0,2 milliard d'euros.

Par ailleurs, du côté des créances, les placements des APUL au Trésor se sont stabilisés à 1,7 milliard d'euros, comme en 2000. Les placements sous forme de titres, notamment en actions et titres d'OPCVM, sont restés tout à fait négligeables.

3.3.2.4. Les opérations financières des administrations de sécurité sociale

Les excédents du secteur des administrations de sécurité sociale se sont fortement réduits en 2001, revenant de 6,8 milliards d'euros en 2000 à 3,9 milliards d'euros en 2001. La capacité de financement est passée de 0,5% à 0,26% du PIB.

Au sein de ce secteur, la capacité de financement est inégalement répartie : l'essentiel des excédents se trouve dans les régimes complémentaires AGIRC et ARRCO (4,7 milliards d'euros) ; au contraire, le régime général n'a dégagé qu'un léger excédent (1,4 milliard d'euros), compensé par le déficit du régime d'assurance chômage (- 1,3 milliard d'euros), ainsi que par le déficit d'autres fonds sociaux.

Les excédents ont été investis en dépôts à court terme pour 1 milliard d'euros, et en titres, principalement des actions (0,4 milliard d'euros) et des OPCVM (0,6 milliard d'euros).

3.3.2.5. L'évolution de la dette publique

Selon les chiffres transmis en mars 2002 à la Commission européenne, le ratio de dette publique s'est élevé à 57,2%, après 57,4% en 2000. Il continue donc de décroître et de s'éloigner du seuil des 60% qu'il avait approché il y a quelques années. Toutefois, le montant nominal de la dette publique a augmenté d'environ 27 milliards d'euros, soit un montant un peu supérieur à celui du déficit.

Au sein de la zone euro, ce ratio place la France plutôt favorablement. Le ratio moyen d'endettement des douze pays de la zone euro s'élève en effet, selon les chiffres adressés en mars 2002, à 69,1%, alors que certains pays ont bénéficié de recettes UMTS bien supérieures à celles reçues par l'État français en 2001. Néanmoins, en termes de classement, la France ne se place qu'au septième rang environ.

ANNEXE : TABLEAU DE FINANCEMENT INDICATIF DE L'ÉTAT POUR 2002

	2001 (provisoire)	2002
Déficit budgétaire (exécution et LFI 2002)	32,0	30,4
Amortissement de la dette à long terme	14,8	14,7
Amortissement de la dette à moyen terme	36,5	45,0
Engagements de l'État	1,8	1,5
Total à emprunter	85,1	91,6
Financement à moyen terme et long terme	78,6	85,0
OAT (à taux fixe)	43,7	34,0
Emprunts indexés	8,8	8,5
BTAN	42,1	42,5
Rachats de dette	-16,0	0,0
<i>Autres financements</i>	6,5	6,6
Variation nette des BTF	9,4	13,0
Variation nette des dépôts des correspondants	-10,3	-6,4
Variation du compte du Trésor	7,4	0,0
Total emprunté	85,1	91,6

Source : Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie

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

3.4. Les opérations financières de la France avec l'étranger

Contrepartie de la capacité de financement de la Nation qui résulte de la somme de l'excédent du compte des transactions courantes et du compte de capital, le compte financier a présenté un solde débiteur de 27,5 milliards d'euros en 2001, après 29,8 milliards en 2000.

Les flux financiers vis-à-vis du reste du monde ont enregistré un accroissement sensible : en effet, les investissements de résidents à l'étranger se sont établis à 370,4 milliards d'euros, contre 242,3 milliards en 2000 (soit + 52,9%) alors que les investissements des non-résidents en France se sont élevés à 342,9 milliards d'euros, contre 208,5 milliards en 2000 (soit + 64,5%).

Néanmoins, cette progression n'est due qu'à l'accroissement des flux de produits financiers dérivés, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, qui ont globalement atteint + 150 milliards d'euros en 2001 après avoir été très fortement négatifs en 2000 (– 50 milliards d'euros). Le solde de ces opérations est, comme chaque année, resté faible, contribuant de fait assez peu au solde du compte financier du reste du monde.

Les flux financiers entre résidents et non-résidents, hors produits financiers dérivés, sont en retrait par rapport à l'an passé. Dans un contexte marqué par l'atonie du marché des fusions-acquisitions, ce repli est largement imputable aux opérations sur actions. En revanche, les flux enregistrés sur les opérations de dépôts et de crédits, et surtout ceux sur les produits de taux (TCN et obligations), se sont maintenus à un niveau relativement élevé.

Si le solde débiteur du compte financier est très proche de celui de l'année 2000, les éléments qui ont contribué à sa constitution sont assez différents sur les deux années.

Ainsi, en 2001, le solde s'explique presque exclusivement par les soldes des opérations de crédits (12 milliards d'euros) et de dépôts (17,9 milliards d'euros). En ce qui concerne les titres, les sorties nettes de capitaux, qui sont principalement liées aux opérations sur actions (37,7 milliards d'euros), ont été compensées par des entrées nettes sur les titres de créance à court et long terme (37,2 milliards d'euros).

L'équilibre du compte financier en 2000 se présentait différemment : les sorties nettes de capitaux dues aux opérations en capital, qui atteignaient près de 100 milliards d'euros, n'avaient été que partiellement compensées par des entrées nettes sur les titres de créance (21 milliards d'euros) ainsi que sur les dépôts (41,6 milliards d'euros), le solde des autres opérations — et notamment des crédits — étant assez faible.

Ainsi, les opérations financières avec l'étranger des secteurs des entreprises et des banques ont contribué de manière assez différente au solde compte financier du reste du monde en 2000 et 2001.

3.4.1. Les opérations sur actions ont fortement ralenti en raison du repli des opérations de fusions-acquisitions

Après le niveau exceptionnellement élevé, en 2000, des fusions-acquisitions transfrontières de très grande ampleur, l'année 2001 s'est caractérisée par un net recul de ces opérations. Dès lors, les flux sur actions se sont fortement repliés. Les achats d'actions étrangères par les résidents ont baissé de 63% en 2001 (– 87% sur les actions cotées et – 18% sur les actions non cotées), après une augmentation de 75,4% entre 1999 et 2000.

Contrairement à l'année 2000, les achats d'actions ont été davantage orientés vers des pays de la zone euro (48,4 milliards d'euros) alors que les investissements en capital dirigés vers des pays extérieurs à l'Union monétaire ont représenté 19 milliards d'euros.

Symétriquement, les achats des non-résidents en actions françaises se sont repliés dans des proportions équivalentes et se sont établis à 30,7 milliards d'euros, soit – 64,1%. Cette baisse a davantage porté sur les actions cotées (10,3 milliards d'euros, soit – 82%) que sur les actions non cotées (20,4 milliards d'euros, soit – 27,7%).

Globalement, les sorties nettes de capitaux liées à ces opérations sur actions sont en repli très sensible, puisque leur solde est débiteur de 37,7 milliards d'euros en 2001, après 99,5 milliards en 2000.

3.4.2. Les entrées nettes de capitaux sur les produits de taux se sont de nouveau accrues

Dans la continuité des évolutions observées en 2000, l'équilibre du marché des instruments de taux d'intérêt (titres de créance négociables et obligations) s'est caractérisé par un nouvel accroissement des entrées nettes de capitaux, à la fois sur les produits de court et de long terme.

En effet, les achats par les résidents de TCN et d'obligations émis par des non-résidents ont enregistré un repli sensible pour s'établir au total à 59,5 milliards d'euros en 2001, après 69,1 milliards d'euros l'année précédente soit – 13,9%. Cette baisse a essentiellement porté sur les TCN, dont les flux ont diminué de 44,9%, alors que les flux sur obligations ont progressé de 43,8%.

En contrepartie, les achats par les non-résidents de titres émis par des résidents ont continué de s'accroître en 2001. Ils se sont établis à 96,3 milliards d'euros, après 90,4 milliards en 2000 et 59 milliards en 1999. Ce renforcement de la présence des non-résidents sur le marché des instruments de taux a été plus marqué sur le compartiment long terme.

En effet, dans un contexte marqué par une assez grande stabilité des taux à long terme, les achats par les non-résidents d'obligations émises par des résidents se sont élevés à 52,6 milliards d'euros après 47,1 milliards en 2000. En revanche, les flux d'achats de titres à court et moyen terme (TCN, EMTN...) ont été stables et se sont élevés à 43,7 milliards d'euros en 2001, après 43,3 milliards en 2000.

3.4.3. Le solde des opérations de prêts et de dépôts est devenu débiteur

En 2001, les flux de crédits des résidents à des non-résidents ont progressé de 13,5%, pour s'élever à 47 milliards d'euros après 41,4 milliards en 2000. Cette évolution provient essentiellement des opérations de prêts intra-groupes qui se sont établies à 40,8 milliards d'euros, en progression de 18,9%.

En revanche, ceux accordés par des non-résidents à des résidents ont diminué de 9,8% et se sont élevés à 35 milliards d'euros, après 38,8 milliards en 2000. Dès lors, les opérations de prêts qui étaient proches de 0 en 2000 se sont soldées par des sorties nettes de capitaux de 12 milliards d'euros en 2001.

S'agissant des opérations de dépôts, qui sont imputables presque exclusivement au secteur bancaire — la part des autres secteurs, et notamment des ménages, étant très faible, voire négligeable — l'année 2001 s'est caractérisée à la fois par une forte hausse des créances vis-à-vis des non-résidents (celles-ci ont totalisé 45 milliards d'euros après - 0,7 milliard en 2000) et une forte baisse des engagements vis-à-vis de l'étranger, qui sont passés de 40,9 à 27,1 milliards d'euros, soit une baisse 33,7%.

Au total, comme pour les prêts, les opérations de dépôts ont induit des sorties de capitaux, de 17,9 milliards d'euros, contre des entrées nettes de capitaux en 2000 d'environ 40 milliards d'euros.

3.4.4. Les autres opérations (produits financiers dérivés, OPCVM, crédits commerciaux, assurances...) présentent un solde assez faible et influent assez peu sur l'équilibre du compte financier du reste du monde

S'agissant des autres opérations, celles-ci ont dégagé un solde qui reste peu élevé. Si on inclut les opérations sur les produits financiers dérivés, le solde est créditeur de 3,7 milliards d'euros en 2001, après 5,5 milliards en 2000.

Certes, les flux sur produits financiers dérivés ont été particulièrement importants, notamment en 2001, atteignant environ 150 milliards d'euros tant en créances qu'en engagements, mais le solde, qui était créditeur en 2001 comme en 2000, n'a que peu dépassé le milliard d'euros.

Par ailleurs, les montants des opérations réalisées sur des titres d'OPCVM avec les non-résidents sont restés très faibles. Les achats par les résidents de titres d'OPCVM étrangers se sont élevés à 1,6 milliard d'euros (contre 3,1 milliards en 2000), tandis que les achats par les

non-résidents de titres d'OPCVM français se sont établis en 2001 à 4,9 milliards d'euros, après 1,7 milliard en 2000.

De même, les opérations d'assurance vis-à-vis de l'étranger, qui ne concernent que l'assurance dommages, n'ont pas excédé le milliard d'euros. Enfin, avec des flux qui sont chaque année de l'ordre de quelques milliards d'euros, les opérations sur crédits commerciaux ont porté sur des montants à peine plus élevés.

COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS				
(en milliards d'euros)				
	1999	2000	2001	Évolution 2001/2000 en %
Achats d'actions				
Français à l'étranger	105,4	184,9	68,4	– 63,0%
<i>dont cotées</i>	62,2	120,3	15,3	– 87,0%
<i>dont non cotées</i>	43,0	64,8	53,1	– 18,0%
Étranger en France	64,2	85,4	30,7	– 64,1%
<i>dont cotées</i>	56,5	57,2	10,3	– 82,0%
<i>dont non cotées</i>	7,7	28,2	20,4	– 27,7%
Achats de titres de créance				
Résidents sur non-résidents	98,0	69,1	59,5	– 13,9%
<i>dont TCN</i>	52,2	44,9	24,7	– 44,9%
<i>dont Obligations</i>	45,8	24,2	34,8	+ 43,8%
Non-résidents sur résidents	59,0	90,4	96,3	+ 6,5%
<i>dont TCN</i>	34,9	43,3	43,7	+ 0,9%
<i>dont Obligations</i>	24,1	47,1	52,6	+ 11,7%
Crédits				
Résidents sur non-résidents	27,4	41,4	47,0	+13,5%
<i>dont d'IF à des ANF</i>	2,0	7,1	6,1	– 14,1%
<i>dont entre affiliés</i>	25,4	34,3	40,8	+ 18,9%
Non-résidents sur résidents	29,2	38,8	35,0	– 9,8%
<i>dont d'IF à des ANF</i>	6,1	4,7	0,1	NS
<i>dont entre affiliés</i>	23,1	34,1	34,9	+ 2,3%
Dépôts				
Français à l'étranger	22,8	– 0,7	45,0	NS
Étranger en France	66,1	40,9	27,1	– 33,7%
Produits financiers dérivés				
Français à l'étranger	85,2	– 53,7	150,0	NS
Étranger en France	83,9	– 48,7	151,2	NS
Autres (or, DTS, OPCVM, assurance, crédits commerciaux,...)				
Français à l'étranger	4,8	1,2	0,5	NS
Étranger en France	0,5	3,7	2,5	NS
Total des flux résidents sur non-résidents	343,0	242,3	370,4	+ 52,9%
Total des flux non résidents sur résidents	302,9	208,5	342,9	+ 64,5%
Solde du compte financier	39,0	29,8	27,5	– 7,7%
Sources : Comptes financiers nationaux et Banque de France – Direction de la Balance des paiements Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SESOF				

Fiche thématique

n° 3.a.

LE PASSAGE DU COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET DE LA POSITION EXTÉRIEURE AUX COMPTES NATIONAUX FINANCIERS

1. Principes communs et écarts dans les méthodologies suivies par les comptables nationaux et les statisticiens de balance des paiements

En dépit de leur proximité méthodologique croissante, les deux systèmes statistiques, balance des paiements et position extérieure d'une part, comptabilité nationale d'autre part, sont encore inspirés par des logiques et des contraintes différentes, qui se traduisent par des présentations spécifiques :

- mesurant des échanges internationaux susceptibles de connaître des fluctuations importantes, les statisticiens de balance des paiements privilégient la rapidité et la fréquence de publication, ainsi que la possibilité d'effectuer des ventilations géographiques. De ce fait, et compte tenu que de nombreux partenaires de l'échange disposent d'appareils statistiques peu développés, les données de balance des paiements – et, par voie de conséquence, de position extérieure – sont présentées de façon relativement agrégée, sauf lorsqu'elles peuvent être établies à moindre coût et se réfèrent parfois à des catégories fonctionnelles propres (investissements directs, avoirs de réserve) ou à une nomenclature de secteurs (autorités monétaires, institutions financières monétaires...) plus limitée mais adaptée à l'analyse des équilibres financiers internationaux ;
- cherchant à décrire les relations économiques et financières au sein d'un même territoire économique, notamment de façon à mesurer le rôle des différentes administrations publiques, les comptables nationaux s'appuient sur un découpage sectoriel détaillé – distinguant par exemple les ménages des entreprises, ce qui n'est pas le cas en balance des paiements – et une ventilation fine des opérations entre agents économiques résidents. Les données de comptabilité nationale sont donc généralement présentées de façon très détaillée, mais avec une périodicité moindre et sous des délais plus élevés que les données de balance des paiements, dont les comptables nationaux font cependant usage.

2. La nécessité d'une cohérence entre les données du compte financier de la balance des paiements et de position extérieure avec les comptes nationaux

Les règles d'établissement des comptes nationaux et des statistiques de balance des paiements reposent respectivement sur le système des comptes nationaux 1993 (SCN 1993) – *System of national accounts (SNA 1993)* –, le système européen des comptes (SEC 95) pour les pays de l'Union européenne et le cinquième manuel de Balance des paiements (BPM5 – *Fifth edition of the balance of payments manual*), diffusés respectivement sous l'égide de l'ONU et du FMI. Ces manuels édictent un certain nombre de normes communes qui assurent une grande homogénéité entre les deux systèmes statistiques.

On peut également souligner que le FMI accorde une importance grandissante à la cohérence entre les différents systèmes de statistiques. Ainsi, le récent manuel du FMI sur la « dette extérieure ¹ » fait des recommandations concrètes visant à faciliter le passage des données de balance des paiements à la comptabilité nationale financière, assurant ainsi une plus grande « traçabilité » des productions statistiques.

Suivant ces différentes recommandations, les statisticiens de balance des paiements et les comptables nationaux ont mis en place, depuis plusieurs années – et notamment à l'occasion du passage au SEC 95 – des travaux de rapprochement afin d'assurer la cohérence des statistiques d'encours et de flux financiers des résidents avec l'étranger entre les deux systèmes de comptes.

On montre ci-après comment, en pratique, on peut établir un lien entre les statistiques de balance des paiements et de position extérieure et celles recensées dans les comptes financiers de la comptabilité nationale.

En effet si, conceptuellement, les normes d'établissement des comptes nationaux et des statistiques de balance des paiements et de position extérieure ont été harmonisées, les niveaux de présentation ou les détails des productions statistiques diffèrent généralement. Certains retraitements ou reclassements, voire des ajouts, sont également effectués. Une lecture « directe » n'est donc pas toujours aisée.

3. Les modalités pratiques de rapprochement des données de position extérieure et du compte financier de balance des paiements et du compte financier du reste du monde (cf. tableaux ci-après)

Le calage entre le compte financier de la balance des paiements (flux) et la position extérieure (stocks), d'une part, et le compte financier du reste du monde (flux et stocks), d'autre part, établis sous l'égide de deux directions différentes de la Banque de France, est assuré moyennant quelques ajustements (administrations publiques, institutions financières diverses, opérations de crédit-bail, date de publication...).

Le passage des données du compte financier de la balance des paiements et de position extérieure au compte financier du reste du monde est présenté ci-après à l'aide des données 2000 de

¹ IMF, External Debt statistics, Guide for compilers and users, draft, Appendix IV, novembre 2001.

balance des paiements, de position extérieure et de compte du reste du monde semi-définitif (cf. les tableaux 1 et 2, figurant ci-après) ².

TABLEAU 1 : AVOIRS DU COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE DES PAIEMENTS ET DE LA POSITION EXTÉRIEURE ET LES DETTES DU COMPTE FINANCIER DU RESTE DU MONDE EN 2000							
(en milliards d'euros)							
Avoirs de balance et de position extérieure (selon la présentation de la balance des paiements)			Dettes du reste du monde (selon la présentation de la comptabilité nationale)				
Poste de balance ou de position extérieure (BPM5)	Flux en signe de position	Encours	Répartition des postes du compte de reste du monde par secteurs (S) et par opération (F) du SEC 95	Flux	Encours	Écarts sur flux	Écarts sur encours
Total	40,8	239,9	Entreprises S11	75,5	272,9	34,6	33,0
IDFE ⁽¹⁾ / autres opérations + AI ⁽¹⁾ / crédits commerciaux + AI ⁽¹⁾ / prêts/ autres secteurs IP ⁽¹⁾ / IMM ⁽¹⁾ / autres secteurs	34,6 6,2	224,6 15,3	opérations (prêts, dépôts,...) hors TCN TCN	34,6 40,9	224,6 48,3	0,0 34,6	0,0 33,0
Total	18,2	50,8	Assurances S125	3,9	14,1	- 14,3	- 36,8
IDFE/autres opérations + AI/ prêts/ autres secteurs IP/ IMM/ autres secteurs	2,1 16,0	7,9 42,9	Opérations (prêts, dépôts,...) hors TCN TCN	2,1 1,8	7,8 6,1	0,0 - 14,3	0,0 - 36,8
Total	- 0,0	44,3	Ménages S14	- 0,0	44,4	0,0	0,0
AI/ prêts/ autres secteurs IP/ IMM/ autres secteurs	- 0,8 0,7	42,4 1,9	Dépôts TCN	- 0,8 0,8	42,4 1,9	0,0 0,0	0,0 0,0
Total	16,6	63,5	OPCVM S122f+S123b	- 2,8	57,1	- 19,4	- 6,4
AI/ prêts/ autres secteurs + AI/ prêts/ secteur bancaire IP/ IMM/ autres secteurs	- 0,9 17,5	0,3 63,2	Opérations (prêts, dépôts,...) hors TCN TCN	- 0,9 - 1,9	0,3 56,8	0,0 - 19,4	0,0 - 6,4
Total	0,2	0,5	ISBLSM⁽¹⁾ S15	0,2	0,5	0,0	0,0
IP/ IMM/ autres secteurs Produits financiers dérivés	0,2 - 53,7	0,5 102,1	TCN Produits financiers dérivés F34 (tous secteurs)	0,2 - 53,7	0,5 102,1	0,0 0,0	0,0 0,0
Total	0,4	30,1	Administrations publiques S13	- 0,5	16,2	- 0,9	- 13,9
AI/ prêts/ administrations publiques	0,4 0,0	28,2 15,4	<i>Sous-total État S13111</i> Dépôts et prêts	- 0,4 - 0,4	14,4 14,4	- 0,7 - 0,4	- 13,8 - 1,0
AI/ autres avoirs/ administrations publiques	0,4	12,8	Participation au capital des OI	0,0	0,0	- 0,4	- 12,8
AI/ prêts/ autres secteurs	0,1	0,6	<i>Sous-total ODAC S13112</i>	- 0,1	0,5	- 0,2	- 0,1
IP/ IMM/ administrations publiques	0,0 0,1	0,4 0,2	Dépôts TCN	- 0,2 0,1	- 0,1 0,6	- 0,2 0,0	- 0,5 0,5
AI/ prêts/ autres secteurs	0,0	1,3	<i>Sous-total sécurité sociale S1314</i>	0,0	1,3	0,0	0,0

2 Si, globalement, les écarts sont très faibles à la fois sur les flux et plus encore sur les encours, quelques différences un peu plus importantes peuvent apparaître lors de reclassements, entre secteurs résidents, pour une même opération (exemple : les TCN à l'actif des entreprises et des assurances, cf. tableau 1).

Total	3,5	614,6	Sociétés financières S12	7,5	637,0	4,1	22,4
<i>AI/ prêts/ autorités monétaires/ autres avoirs</i>	<i>3,1</i>	<i>85,6</i>	<i>Sous-total Banque centrale S121</i>	<i>3,2</i>	<i>85,0</i>	<i>0,1</i>	<i>- 0,5</i>
	<i>0,4</i>	<i>529,0</i>	<i>Sous-total Autres IFM S122</i>	<i>- 2,7</i>	<i>539,4</i>	<i>- 3,1</i>	<i>10,3</i>
AI/ prêts/secteur bancaire	- 4,5	459,1	Opérations (prêts, dépôts,...) hors TCN	- 5,1	462,1	- 0,5	3,1
IP /IMM/ secteur bancaire	4,9	69,9	TCN	2,4	77,2	- 2,6	7,3
			<i>Sous-total Institutions Financières Diverses (IFD) S123a</i>	<i>7,1</i>	<i>12,4</i>	<i>7,1</i>	<i>12,4</i>
			IFD hors TCN	5,2	10,4	5,2	10,4
			TCN des IFD	1,8	1,9	1,8	1,9
			<i>Sous-total Auxiliaires financiers S124 en TCN</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>
Total des opérations suivantes :	211,2	1 445,4	Marché financier	212,2	1 456,4	1,0	11,1
1 : IDFE / capital social y. c. les bénéfices réinvestis			tous secteurs				
2 : IP/ 2.1 actions/ secteur bancaire et autres secteurs			toutes opérations				
2.2 obligations / secteur bancaire et autres secteurs			sur obligations F332				
2.3 titres d'OPCVM/ secteur bancaire et autres secteurs			et sur actions F50				
Total des avoirs de la balance et de la position extérieure	237,2	2 591,3	Total des dettes du compte du reste du monde	242,2	2 600,7	5,1	9,4

(1) Liste des abréviations utilisées :

AI : autres investissements ;
IDFE : investissements des français à l'étranger ;
IP : investissements de portefeuille ;
IMM : instruments du marché monétaire ;
ISBLSM : institutions sans but lucratif au service des ménages ;
PFD : produits financiers dérivés.

Sources : Comptes financiers nationaux et Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX
Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SESOF et Direction de la Balance des paiements – SEMEX

**TABLEAU 2 : LES ENGAGEMENTS DU COMPTE FINANCIER DE LA BALANCE
DES PAIEMENTS ET DE LA POSITION EXTÉRIEURE
ET LES CRÉANCES DU COMPTE FINANCIER DU RESTE DU MONDE EN 2000**

(en milliards d'euros)

Engagements de balance et de position extérieure (selon la présentation de la balance des paiements)			Créances du compte du reste du monde (selon la présentation de la comptabilité nationale)				
Poste de balance ou de position extérieure (BMP5)	Flux en signe de position	Encours	Poste de compte de reste du monde ventilé par secteurs (S) ou par opération (F) du SEC 95	Flux	Encours	Écarts sur flux	Écarts sur encours
Total	49,1	222,0	Entreprises S11	54,2	233,6	5,1	11,6
IDEF ⁽¹⁾ autres opérations+	33,5	192,2	Opérations (prêts, dépôts,...)	38,6	203,8	5,1	11,6
AI ⁽¹⁾ / crédits commerciaux +			hors TCN				
AI/ prêts/ autres secteurs	15,6	29,8	TCN	15,6	29,8	0,0	0,0
IP ⁽¹⁾ / IMM ⁽¹⁾ / autres secteurs	2,7	4,4	Assurances S125				
Total	2,7	4,4	Opérations (prêts, dépôts,...)	2,3	6,8	- 0,4	2,5
IDEF/ autres opérations	2,7	4,4					
AI/ prêts/ autres secteurs	0,0	0,1	OPCVM S123b et S122f	- 0,1	0,0	0,0	- 0,1
Total	0,0	0,1	Opérations (prêts, dépôts...)	- 0,1	0,0	0,0	- 0,1
AI/ prêts/ autres secteurs	-0,1	0,0					
AI/ prêts/ secteur bancaire	0,1	0,1	Produits financiers dérivés	- 48,7	105,6	0,0	0,0
Produits financiers dérivés	- 48,7	105,6	F34 (tous secteurs)				
Total	17,5	104,8	Administrations publiques	17,4	105,3	- 0,1	0,5
			S13				
	15,9	99,1	État S13111	16,7	94,5	0,8	- 4,6
AI/ prêts/ administrations	2,4	14,8	Dépôts	3,2	10,2	0,8	- 4,6
publiques							
IP/ IMM/ administrations	13,5	84,3	TCN	13,5	84,3	0,0	0,0
publiques	1,4	3,5	ODAC S13112	0,5	8,6	- 0,8	5,1
			Autres	- 0,4	6,7	- 0,4	6,7
IP/ IMM/ administrations	1,4	3,5	TCN	0,9	1,9	- 0,5	- 1,6
publiques							
AI/ prêts/ administrations	0,2	2,2	APUL S1313	0,2	2,3	- 0,0	0,1
publiques			Sécurité sociale S1314	- 0,1	0,0	- 0,1	0,0

Total	49,1	635,6	Sociétés financières S12	53,1	653,9	4,0	18,3
AI/ prêts/ autorités monétaires/ autres engagements	- 25,6	2,5	Banque centrale S121	- 25,6	2,5	0,0	0,0
	74,7	633,1	Autres institutions financières monétaires S122	75,9	639,2	1,2	6,1
AI/ prêts/secteur bancaire	61,0	567,7	Opérations (prêts, dépôts,...) hors TCN	62,5	574,9	1,5	7,2
IP/IMM/ secteur bancaire	13,7	65,5	TCN	13,4	64,4	- 0,3	- 1,1
			<i>Institutions Financières</i>	<i>2,8</i>	<i>12,2</i>	<i>2,8</i>	<i>12,2</i>
			<i>Diverses S123a</i>				
Total des opérations suivantes :	134,3	1 371,1	Marché financier tous secteurs	134,2	1 365,1	- 0,1	- 6,0
1 : IDEF/ capital social y. c. les bénéfices réinvestis			toutes opérations sur obligations F332 et sur actions F50				
2 : IP/ 2.1 actions/ secteur bancaire et autres secteurs							
2.2 obligations / secteur bancaire et autres secteurs							
2.3 titres d'OPCVM/ secteur bancaire et autres secteurs							
Total des engagements de la balance et de la position extérieure	203,9	2 443,6	Total des créances du compte du reste du monde	212,4	2 470,4	8,5	26,7

(1) Liste des abréviations utilisées :

AI : autres investissements ;
 IDEF : investissements des étrangers en France ;
 IP : investissements de portefeuille ;
 IMM : instruments du marché monétaire ;
 PFD : produits financiers dérivés.

Sources : Comptes financiers nationaux et Banque de France – Direction de la Balance des paiements – SEMEX
 Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SESOF et Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Christine GOURVENEC et Patrick BRANTHOMME
 Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 3.b.

L'ÉVALUATION DES PATRIMOINES EN « ACTIONS COTÉES » ET EN « ACTIONS NON COTÉES »

En application du règlement du Conseil européen en date du 25 juin 1996 dit SEC 95, qui constitue la référence méthodologique en matière de comptes nationaux financiers, les actifs et passifs financiers sont en principe valorisés au « prix courant » c'est-à-dire, pour les actifs et passifs négociables sur des marchés secondaires, au prix auquel les transactions s'effectuent au cours de la période considérée.

Ces préceptes sont assez faciles à mettre en œuvre en ce qui concerne les actions cotées, pour lesquelles un prix de transactions est régulièrement publié par l'organisme central de marché (Euronext). Ils sont plus difficiles à appliquer aux actions non cotées, sur lesquelles les transactions sont rares et difficilement observables.

L'harmonisation entre les pays européens du mode de valorisation des actions non cotées constitue néanmoins un enjeu de taille. En effet, dans les seuls pays qui ont transmis pour l'année 2000 des données sur les actions non cotées à Eurostat (Belgique, Espagne, France), la part des actions non cotées dans l'ensemble des titres de propriété émis par les sociétés non financières résidentes se situe, selon les cas, entre 56% et 66%. Au-delà de la comparabilité des structures financières des entreprises, celle des patrimoines des agents économiques, et notamment de la composition de l'épargne des ménages, constitue également un enjeu essentiel. En effet, dans ces mêmes pays, les ménages possèdent entre 32% et 47% des actions non cotées détenues par les résidents ; les actions non cotées représentent de 62% à 80% du patrimoine en actions des ménages.

1. L'évaluation des actions au passif des entreprises dans les comptes financiers nationaux

Le Manuel des sources et méthodes (2002), qui précise le SEC 95, indique qu'idéalement, les instruments négociables doivent être valorisés individuellement dans le cadre d'une collecte des données « titre par titre ». À défaut, des indices de valorisation peuvent être utilisés.

En ce qui concerne les actions émises par les sociétés résidentes, la Banque de France ne dispose pas d'une base « titre par titre » exhaustive et doit, dans certains cas, utiliser des indices pour calculer la valorisation.

Par ailleurs, en raison de leur différence de nature (liquidité des patrimoines, vulnérabilité des entreprises aux OPA) mais également pour des raisons pratiques, notamment de disponibilité des données, les actions cotées et les actions non cotées sont distinguées dans les comptes financiers.

1.1. L'évaluation des actions cotées

Euronext fournit des informations concernant l'ensemble des entreprises cotées, en flux (entrée et radiation de la cote, émissions et remboursements) comme en stock (capitalisation boursière), par secteur d'activité. Ces données permettent de distinguer, au sein du flux trimestriel, les transactions effectives des évolutions qui résultent des effets de valorisation.

Les entrées et radiations de la cote sont imputées symétriquement sur les données relatives aux sociétés non cotées. Les flux résultant des offres publiques d'échange ne sont pas pris en compte, sauf lorsque l'opération est réalisée entre sociétés résidentes et non résidentes.

1.2. L'évaluation des actions non cotées

Pour les actions non cotées, l'évolution des prix de transaction sur la période ne peut être observée. Il convient donc de bâtir une méthode d'estimation de la valorisation.

1.2.1. Les fondements théoriques des méthodes de valorisation des actions non cotées

On retiendra ici quatre méthodes inspirées des modèles microéconomiques : l'actualisation des flux futurs, la méthode du PER (« *price earning ratio* »), le rapport d'évaluation de Tobin, la méthode de Black-Scholes et Merton. Certaines de ces méthodes ont été testées par plusieurs pays européens, dont la France, dans le cadre d'une étude conduite par Eurostat.

L'actualisation des flux futurs

On peut estimer la valeur d'un actif financier par la somme actualisée de ses flux de revenus futurs. Dans ces conditions, le prix d'une action non cotée est simplement égale à la somme actualisée des dividendes futurs qui, eux-mêmes, dépendent des résultats de l'entreprise. Contrairement à ce qui se passe pour les actions cotées, dont le prix peut inclure la plus-value future espérée dans un contexte de marché haussier, cette formule « fondamentale » est susceptible de fournir une valeur réaliste pour les actions non cotées. La difficulté essentielle consiste à prévoir les résultats futurs des entreprises résidentes, à estimer la prime de risque qui leur est associée et à choisir un taux d'actualisation. Dans tous les cas, on est obligé de recourir à des approximations. L'Espagne, qui applique cette formule, assimile par exemple les résultats futurs à la moyenne pondérée des résultats passés.

La méthode du « price earning ratio » (PER)

Le PER rapporte la valeur d'une action aux dividendes versés. Il est comparable à l'inverse d'un taux d'intérêt. La méthode consiste à calculer le PER des sociétés cotées d'un secteur déterminé et à l'appliquer aux dividendes versés par les sociétés non cotées du même secteur pour en déduire la valeur de leurs actions. Reposant sur les mêmes fondements théoriques que la méthode précédente — la valeur d'un actif financier est égale à la somme actualisée des flux futurs — la méthode du PER exonère de choix difficiles concernant le taux d'actualisation, l'évolution des revenus futurs et la prime de risque, mais elle suppose que ces facteurs sont identiques pour les entreprises cotées et non cotées d'un même secteur. Toutefois, son application révèle une forte volatilité des valeurs calculées.

Le « q de Tobin »

Tobin (1961) pose que le comportement d'investissement des sociétés dépend du rapport entre la rentabilité du stock de capital physique et le coût des apports en capital financier ou, ce qui est équivalent, entre la valeur de marché du capital et son coût de remplacement.

$$q = (ENE/K) / (ENE/V) = V/K$$

avec : ENE = excédent net d'exploitation

V = valeur boursière de l'entreprise

K = capital au coût de remplacement

Si le coût du financement devient inférieur à la rentabilité du capital physique, l'entreprise dégagera un profit positif si elle investit dans sa propre technique. Cela se réalisera notamment si la valeur en bourse des actions croît pendant que le dividende versé par l'entreprise reste stable³. À l'équilibre, le ratio de Tobin est supposé proche de l'unité.

L'utilisation de cette théorie en comptabilité nationale a des objectifs moins ambitieux : elle consiste seulement à calculer une approximation du ratio q sur les entreprises cotées et à supposer qu'il est équivalent pour les entreprises non cotées du même secteur. Deux difficultés s'élèvent néanmoins :

- la détermination du coût de remplacement du capital nécessaire au calcul du ratio : en comptabilité nationale, cette grandeur est approchée par les fonds propres comptables de l'entreprise ;
- l'application aux entreprises non cotées du rapport calculé pour les entreprises cotées du même secteur alors même que l'accès au financement et l'accès au marché ne se font pas dans les mêmes conditions.

La méthode de Black-Scholes et Merton

Dans un article de 1974, qui vise principalement à proposer une évaluation du coût de la dette, Merton décrit l'actionnaire comme l'acheteur d'une option d'achat. Black et Scholes (1973) avaient d'ailleurs lancé cette piste dans leur article fondateur sur l'évaluation des options. Plus précisément, l'acquisition d'une action peut s'analyser comme l'achat du droit d'acheter, à une échéance déterminée, l'actif de l'entreprise au prix de la dette. En effet, lors de la liquidation, les créanciers se paieront les premiers sur le prix de vente de l'actif ; les actionnaires ne recevront rien

³ Ce qui est le cas lorsque les acheteurs espèrent des dividendes futurs élevés (investissement dans une technique nouvelle) ou lorsqu'une bulle spéculative leur permet d'envisager la revente à brève échéance et avec bénéfice de l'action acquise.

si le montant de la dette est supérieur au prix de l'actif ; ils recevront la différence positive entre ces deux grandeurs dans la cas contraire. Le prix de l'action peut donc être évalué comme celui d'une prime d'option grâce à la formule de Black et Scholes. Cette formule présuppose que les variables suivantes sont disponibles :

- la valeur de l'actif sous-jacent, en l'occurrence l'actif de l'entreprise,
- sa volatilité,
- le prix d'exercice qui est égal au prix de la dette,
- le taux d'intérêt sans risque,
- la date de liquidation,

La méthode soulève plusieurs difficultés :

- en premier lieu, celle de l'évaluation de l'actif de l'entreprise, dans la mesure où les bilans retracent l'actif pour sa valeur d'utilité et non systématiquement en valeur de marché ;
- ensuite, la détermination d'une date de liquidation qui peut être assimilée concrètement à la date de la faillite (l'option est égale à zéro) ou à celle de l'introduction en bourse (l'option a une valeur positive) ;
- enfin, la nécessité d'appliquer la formule à des données individuelles : la volatilité serait en effet largement sous-estimée si elle était calculée sur des données agrégées au sein desquelles les variations se compensent.

Toutefois, cette méthode mérite d'être explorée. En effet, comme la méthode du revenu futur actualisé, elle exonère de la comparaison entre sociétés cotées et sociétés non cotées qui oblige à estimer le coût de l'absence de liquidité et des différences liées à la taille, à l'accès aux marchés internationaux et à l'accès aux financements.

Chacune de ces méthodes permet d'estimer le stock des actions non cotées en valeur de marché au passif des entreprises. Elles font toutefois appel à des données qui ne sont disponibles qu'avec un certain délai. Les encours les plus récents sont estimés par addition des flux aux derniers encours connus.

1.2.2. La mise en œuvre pratique des méthodes d'évaluation des actions non cotées

Le système international de compte (SCN 93) élaboré sous l'égide du Fonds monétaire international et dans le cadre duquel s'inscrit le SEC 95, fournit des orientations pour construire cette méthode : « la valeur des actions de sociétés qui ne sont pas cotées en bourse ou négociées régulièrement d'une autre manière doit être estimée en utilisant le prix des actions cotées qui leur sont comparables en termes de profit et de chronique et perspectives de dividendes, moyennant, si nécessaire, un ajustement pour tenir compte de la moindre négociabilité ou liquidité des actions non cotées » (art. 13.73).

Le SEC 95 reprend et précise ces orientations. Il préconise en effet de se référer à la valeur des actions cotées tout en effectuant une correction pour tenir compte des différences, notamment en terme de liquidité, entre actions cotées et non cotées. En outre, il invite à adopter une approche sectorielle, qui tienne compte non seulement du capital, mais également des réserves accumulées et des provisions. Il suggère même une méthode respectant ces principes et consistant à calculer secteur par secteur pour les entreprises cotées un ratio moyen capitalisation boursière/total des

fonds propres comptables et à l'appliquer ensuite aux entreprises non cotées du même secteur (art. 7.54 et 7.55).

Cette méthode, qui trouve ses fondements dans la théorie du rapport d'évaluation de Tobin, est celle mise en œuvre par la France. Les fonds propres comptables des entreprises cotées et non cotées réparties par secteurs sont disponibles dans la base SUSE gérée par l'INSEE dans un délai de 2 ans. Ils permettent de calculer l'encours d'actions non cotées en valeur de marché à N-2. Les flux des années les plus récentes sont établis à partir de la variation des postes « capital » et « primes réglées en numéraires » des entreprises non cotées répertoriées dans les bases FIBEN (Fichier bancaire des entreprises) pour les sociétés non financières et BAFI (Base des agents financiers) pour les établissements de crédit ; les encours sont reconstitués par addition de l'encours en N-2 et des flux, valorisés grâce à l'indice SBF 250.

Cette méthode donne globalement satisfaction, même si on peut envisager certains perfectionnements, en particulier l'application d'une décote pour tenir compte des différences entre actions cotées et non cotées en termes, non seulement, de liquidité des titres mais aussi de taille, d'accès au financement et d'accès aux marchés internationaux. Par ailleurs, cette méthode n'est pas applicable dans le cas d'un marché coté peu profond et donc susceptible d'enregistrer des variations de prix non représentatives de l'ensemble des entreprises. Cette objection pourrait être levée grâce à l'utilisation d'indices européens, tout à fait acceptable dans un contexte d'intégration croissante des marchés boursiers.

2. L'évaluation des actions à l'actif des secteurs détenteurs

Le SEC 95 stipule que tout actif financier doit être inscrit pour la même valeur au passif du secteur émetteur et à l'actif du secteur détenteur.

Globalement, le principe est simple à appliquer puisque la somme des actions émises par les résidents et des actions émises par des non-résidents et achetées par les résidents doit être égale à la somme des actions détenues par les résidents et des actions émises par des résidents et achetées par des non-résidents. Le passif en actions des entreprises résidentes étant calculé par la méthode précédemment exposée, il suffit de tenir compte des données fournies par la balance des paiements en ce qui concerne les non-résidents pour obtenir l'actif en actions des résidents, correctement valorisé.

En revanche, la répartition de cette « enveloppe » d'actions constitue une opération particulièrement délicate parce qu'en matière d'actions non cotées aucune information n'est disponible sur le portefeuille des principaux détenteurs — les sociétés non financières et les ménages — et que les informations comptables collectées sur les portefeuilles des autres agents économiques reposent sur des modes de valorisation très divers.

La Banque de France dispose des bilans comptables individuels des établissements de crédit et des entreprises d'investissements (BAFI), des OPCVM monétaires et non monétaires (Base OPCVM), et des principales institutions financières diverses. La Commission de contrôle des assurances diffuse un bilan globalisé des sociétés d'assurances. La direction de la Comptabilité publique fournit un état des placements et des transactions en capital des administrations publiques.

Les placements en actions sont toutefois valorisés selon des modalités très diverses :

- à l'actif des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, les actions sont inscrites en valeur de marché si elles sont cotées et qu'elles ont été acquises afin être revendues dans les six mois ; à leur valeur d'usage — qui laisse une importante marge

d'appréciation — lorsqu'elles sont acquises en vue de tisser des liens durables avec l'entreprise émettrice ; au prix d'achat diminué des éventuelles provisions pour dépréciation dans les autres cas. Par ailleurs, les actions cotées ne sont pas distinguées des actions non cotées ;

- les OPCVM comptabilisent leur portefeuille en valeur de marché : les titres non cotés sont évalués grâce à des méthodes financières, qui peuvent comporter notamment le recours à l'actif net, aux transactions significatives, à la rentabilité ou à une valeur d'expertise. Le relevé titre par titre du portefeuille des OPCVM est communiqué à la Banque de France, ce qui permet de connaître avec le détail nécessaire et selon le mode de valorisation adapté le montant des placements en actions de ce secteur ;
- les assurances publient leur portefeuille détaillé en valeur d'utilité ⁴ ;
- les administrations publiques valorisent leurs participations pour le montant de la situation nette comptable.

2.1. La détention des actions cotées

Les transactions sur actions cotées sont directement fournies par la balance des paiements pour les non-résidents et par la comptabilité publique pour les administrations publiques. Elles sont calculées sur la base des documents comptables pour les secteurs publics et financiers :

- lorsque les actions sont comptabilisées en valeur de marché (portefeuille de transaction des établissements de crédit, OPCVM), les transactions effectives sont calculées à partir de la différence entre les encours de fin et de début de période, diminuée de la valorisation de l'encours sur la période, calculé à partir de l'indice SBF 250 ;
- lorsque les données sont comptabilisées au bilan en valeur d'acquisition diminuée des moins-values latentes (portefeuille de placement et valeurs immobilisées des établissements de crédit, compagnies d'assurance), le flux de transactions effectives est calculé comme la différence d'encours, plus les dotations aux provisions pour dépréciation, moins les plus ou moins-values réalisées sur titres cédés. Il faut donc utiliser également le compte de résultat.

Pour les sociétés non financières et les ménages, l'information n'est pas comptable, elle provient de l'enquête trimestrielle réalisée par la Banque de France auprès des principaux conservateurs résidents ⁵. L'enquête répertorie, au prix de transaction, les flux d'achat et de vente d'actions cotées de chaque secteur détenteur, y compris les agents non-résidents clients des dépositaires français. Toutefois, elle ne peut recenser les titres émis par des résidents, détenus par des résidents mais conservés à l'étranger.

Le flux de transactions effectives ainsi déterminé par secteur est ajouté au flux de valorisation du portefeuille de chaque secteur calculé à partir de la valorisation moyenne du portefeuille coté — on exclut ainsi qu'un secteur puisse mieux profiter des évolutions du marché qu'un autre, ce qui constitue une simplification — et au stock initial valorisé pour obtenir le stock de fin de période valorisé. Les établissements de crédit remettront à partir de juin 2003 de nouveaux documents fournissant des informations précises sur la valorisation de leur portefeuille.

⁴ Ce terme se réfère au principe général d'évaluation du patrimoine : « la valeur d'inventaire est toujours déterminée par référence à la notion d'utilité pour l'entreprise, l'utilité s'appréciant différemment selon la nature des titres concernés et leur classement ». Doc. CNC n° 63 janvier 1987.

⁵ La loi relative à la dématérialisation des valeurs mobilières prévoit, en effet, que ces dernières sont inscrites en comptes chez l'émetteur ou chez un intermédiaire habilité, le conservateur.

2.2. La détention des actions non cotées

En ce qui concerne les actions non cotées, les transactions ne sont souvent répertoriées que chez l'émetteur. Ce sont des titres nominatifs. L'enquête auprès des conservateurs s'avère donc inutilisable. On procède en déduisant successivement du flux global le flux calculé pour chacun des secteurs à partir de sources d'informations diverses, en partant du calcul le plus fiable :

- les flux fournis par la Balance des paiements, pour les non-résidents et par la direction de la Comptabilité publique, pour les administrations publiques, sont déduits en premier lieu : le montant des transactions est directement disponible au prix de transaction ;
- les flux calculés pour les entreprises du secteur financier sont déduits dans un second temps. Ils sont calculés à partir des données de bilan et de compte de résultat dans les mêmes conditions que pour les actions cotées. Toutefois, des clés fixes doivent être utilisées lorsque la distinction actions cotées/non cotées n'est pas utilisable (OPCVM) ou lorsque la distinction actions non cotées/autres participations n'est pas disponible (établissements de crédit). Les nouveaux documents qui seront remis par les établissements de crédit à partir de juin 2003 fourniront des données plus pertinentes sur la valorisation des actions non cotées. Les flux d'acquisitions nettes des secteurs financiers sont ainsi déduits de l'enveloppe globale ;
- le solde est réparti entre les sociétés non financières et les ménages sur la base de clés fixes issues d'une étude réalisée à la direction des Entreprises à partir des bases de données FIBEN et Liens financiers pour l'année 1996. Ces bases permettent en effet d'identifier le secteur d'appartenance des actionnaires de quelque 130 000 sociétés non financières. Les clés n'ont pas pu être mises à jour depuis lors. Les encours sont calculés par cumul des flux valorisés.

3. Les travaux en cours

Dans le cadre d'un groupe de travail du Commissariat général au Plan sur le patrimoine des ménages en actions non cotées, une réflexion a été lancée sur la valorisation et la détention de ces titres. Le groupe de travail n'a pas encore rendu ses conclusions, mais ses travaux ont d'ores et déjà permis de faire le point sur les informations disponibles pour le calcul de la détention des actions non cotées. Il apparaît que :

- les données fiscales sont riches mais difficilement utilisables pour des évaluations macro-économiques : dans les déclarations relatives à l'impôt sur le revenu, les actions cotées et non cotées ne sont pas distinguées ; les déclarations à l'ISF ne sont pas exhaustives dans la mesure où il existe un seuil de déclaration ; de surcroît, on peut craindre que les valeurs qui y sont communiquées pour les actions non cotées soient largement estimatives ; le fichier des droits de mutation est difficilement exploitable informatiquement ;
- les bases de données de la Banque de France (FIBEN-Liens financiers) et de l'INSEE (LIFI) sont des sources non-exhaustives, mais complémentaires en ce qui concerne la détention des sociétés non financières. Leur exploitation semble prometteuse ;
- en ce qui concerne la détention des banques, l'utilisation de la base de donnée BAFI qui répertorie, outre les bilans précités, des informations sur l'état civil et l'actionnariat des établissements de crédit agréés en France, paraît indispensable.

La réflexion engagée au sein du groupe de travail du Plan, mais également la reprise, au niveau européen, des travaux du Financial Account Working Party d'Eurostat sur l'harmonisation

des méthodes d'évaluation des actions non cotées dans les statistiques financières, vont conduire la Banque de France à perfectionner sa méthode d'évaluation et de répartition de la détention des actions non cotées.

Dominique DURANT – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 3.c.

LA DÉTENTION DES ACTIFS FINANCIERS : COMPARAISON ENTRE LES ENQUÊTES DE L'INSEE ET DE TNS SOFRES ⁶

Depuis 1992, la Banque de France et Euronext Paris font réaliser par TNS SOFRES une enquête annuelle « Porteurs de Valeurs Mobilières » sur la détention par les Français de valeurs mobilières et de quelques produits d'épargne très diffusés ⁷.

Le questionnaire interroge sur la détention d'actions, de titres d'OPCVM et d'obligations, ainsi que de contrats d'assurance vie, de comptes ou livrets d'épargne et de PEA (dernières données disponibles juin 2001).

De son côté, l'INSEE procède périodiquement à des enquêtes sur la détention d'actifs patrimoniaux. D'octobre 1997 à janvier 1998, une enquête (enquête Patrimoine 1998) sur la situation de la détention d'actifs patrimoniaux et l'endettement des ménages a ainsi été menée. En mai 2000, un complément (enquête Détention de patrimoine, mai 2000) à l'enquête permanente sur les conditions de vie portant sur la détention d'actifs financiers par les ménages, a permis d'actualiser les résultats ⁸.

Ces enquêtes — TNS SOFRES et INSEE — fournissent des estimations des « taux de détention » (pourcentage de la population détenant le produit considéré) des principaux types d'actifs financiers. Les enquêtes portent, toutefois, sur des populations un peu différentes et les taux de détention publiés ne reposent donc pas exactement sur les mêmes bases. Des travaux complémentaires ont été conduits de façon à rapprocher le périmètre des populations couvertes dans chacune des enquêtes et, ainsi, de mieux pouvoir apprécier la cohérence des résultats obtenus de part et d'autre.

⁶ Cette fiche résume les principales conclusions d'un groupe de travail composé de Hervé Grandjean, Régine Monfront-Moncomble, Laurent Nahmias (Banque de France, DESM), Frédéric Chassagne, Véronique Noiville (TNS SOFRES), Jean-Michel Hourriez, Catherine Rougerie, Alice Tanay (INSEE, Division Revenus et Patrimoine).

⁷ Cette enquête, dont le questionnaire a été rédigé par la Banque de France, Euronext et TNS SOFRES, permet de compléter les résultats sur la détention de titres obtenus auprès des conservateurs par la Banque de France.

⁸ Revue INSEE première, n° 756, patrimoine des ménages en 2000 : une épargne plus risquée.

La comparaison des résultats des enquêtes de TNS SOFRES avec celles de l'INSEE permet de dégager deux faits marquants :

- les taux de détention individuels publiés par TNS SOFRES sont en général supérieurs à ceux affichés par l'INSEE, avec un écart un peu plus important pour les retraités ;
- quels que soient les profils de détenteurs, notamment sur les critères d'âge et de catégorie sociale, les évolutions constatées entre 1998 et 2000 dans les deux enquêtes sont, toutefois, proches.

1. Caractéristiques des enquêtes

Fréquence

Alors que l'enquête de TNS SOFRES est annuelle, le dispositif de l'INSEE se décompose en deux volets : une « enquête approfondie » réalisée tous les cinq ans fournit des résultats sur le patrimoine des ménages (actifs financiers, immobiliers, biens professionnels et endettement) en termes de taux de détention par ménage et de montants, tandis qu'une enquête légère, qui ne fournit que les seuls taux de détention, est effectuée entre deux enquêtes approfondies.

Population interrogée

Les enquêtes de TNS SOFRES et de l'INSEE portent sur des populations différentes.

Les enquêtes de TNS SOFRES retiennent ainsi comme champ la population des Français âgés de 15 ans et plus. Un panel d'environ 10 000 foyers représentatifs est périodiquement interrogé sur différents sujets dont les produits financiers.

L'enquête de l'INSEE porte sur les ménages et couvre en conséquence l'ensemble de la population résidant en France.

Ces différences de champs peuvent conduire à des écarts sensibles au niveau des résultats. À titre d'exemple, les moins de 15 ans détenteurs de comptes ou livrets d'épargne ne sont pas pris en compte dans l'enquête de TNS SOFRES.

Mode de recueil

Les enquêtes de TNS SOFRES et de l'INSEE sont réalisées directement auprès des déclarants (ménages ou particuliers), mais selon des modes de collecte des informations différents.

L'enquête de TNS SOFRES est réalisée par voie postale. Les enquêtés disposent d'un délai de réponse d'environ trois semaines, ce qui leur permet de se reporter aux différents documents et états que leur adressent les établissements financiers. Les questionnaires retournés font l'objet d'un contrôle systématique afin de vérifier la cohérence des réponses fournies et de reclasser tous les produits pour lesquels les répondants ont le moindre doute⁹.

Pour les enquêtes de l'INSEE (1998 et 2000), les ménages sont interrogés par saisie portable (CAPI ou Collecte assistée par informatique). L'enquêteur, équipé d'un PC portable, rencontre le ou les membres du ménage au cours d'un entretien.

⁹ Reclassement systématique pour les OPCVM.

Champs d'observation

Les taux de détention portent sur des univers différents (individu pour TNS SOFRES, et principalement ménage pour l'INSEE) et rendent difficiles le rapprochement direct entre les enquêtes.

Nomenclatures utilisées

Les nomenclatures utilisées dans les enquêtes de TNS SOFRES et de l'INSEE présentent également quelques différences.

Pour les OPCVM, l'enquête de TNS SOFRES retient la nomenclature COB actuellement en vigueur (OPCVM monétaires, actions, obligations, diversifiés et garantis) alors que celle de l'INSEE utilise l'ancienne nomenclature COB abandonnée depuis 1994 (OPCVM court terme, autres OPCVM).

Par ailleurs, le découpage en tranches de revenu ou d'âge ne concorde pas toujours entre les deux enquêtes.

TABLEAU 1 : COMPARATIF ENTRE LES ENQUÊTES TNS SOFRES ET INSEE		
	Enquête « Porteurs de valeurs mobilières » de TNS SOFRES	Enquête Patrimoine de l'INSEE
Périodicité	Annuelle Dernière enquête : mai 2001 (8 ^{ème} édition) Précédentes réalisations : mai 2000, 1999, fin 1997, 1996, 1995, 1994 et 1992	Rythme quinquennal pour les enquêtes approfondies, une enquête légère s'intercalant Dernière enquête approfondie : octobre 1997 à janvier 1998 Précédentes enquêtes : 1986, 1992 Dernière enquête légère : mai 2000 Précédente enquête : janvier 1996
Échantillon	10 000 ménages appartenant au panel TNS SOFRES	10 000 ménages pour les enquêtes approfondies 5 500 ménages pour les enquêtes légères
Champ	Ensemble des personnes âgées de 15 ans ou plus appartenant à des ménages dont le chef de famille (personne de référence ou non) est de nationalité française	Ensemble des ménages habitant en France métropolitaine
Mode de collecte	Voie postale (délai de 3 semaines) Rappels téléphoniques pour contrôles ou demandes de précision	Face à face Depuis 1998, collecte assistée par ordinateur (CAPI)
Thèmes étudiés	Détention de comptes ou livrets d'épargne Détention de valeurs mobilières (dont PEA, mode de financement des opérations d'achat d'actions, détail des Sicav et FCP détenus, types d'actions cotées détenues) Détention de contrats d'assurance vie (sens strict) Montants détenus par type d'actifs Internet et gestion du portefeuille de produits financiers	Recensement des actifs et passifs (actifs financiers, immobilier, biens professionnels, endettement) Enquêtes approfondies uniquement : – montant des actifs détenus – montant de l'endettement privé Activités d'indépendant et endettement professionnel Cycle d'activité et transmissions
Taux de réponse en mai 2000	77% parmi les membres du panel (volontaires <i>a priori</i>)	78% des ménages du champ d'analyse
Source : INSEE, Revenus – Patrimoine des ménages Réalisation : INSEE		

2. Rapprochement des résultats des enquêtes

Travail préalable

Afin de pouvoir rapprocher les deux enquêtes, l'INSEE et TNS SOFRES ont procédé à un retraitement informatique des éléments observés dans chacune de leurs enquêtes :

- sortie des résultats sur un univers ménages pour TNS SOFRES et, de façon symétrique, sortie sur un univers individus pour l'INSEE,
- univers : Français âgés de 15 ans et plus,
- harmonisation des tranches d'âge, tranches de revenus, PCS....,
- exclusion des actions non cotées qui n'entrent pas dans le champ de TNS SOFRES, mais qui sont prises en considération dans celui de l'INSEE.

Comparaison des résultats obtenus après retraitements

De manière générale, TNS SOFRES affiche des taux de détention individuels sensiblement supérieurs à ceux de l'INSEE

Quels que soient les actifs financiers, une première lecture des résultats en mai 2000 laisse apparaître des taux de détention individuels pour TNS SOFRES pour la plupart supérieurs à ceux de l'INSEE. Un constat analogue, à quelques rares exceptions près, lorsque l'on ventile les résultats selon le sexe, l'âge, la catégorie sociale, la zone géographique et la taille d'unité urbaine mérite également d'être souligné.

TABLEAU 2 : TAUX DE DÉTENTION INDIVIDUELS EN MAI 2000 COMPARAISON INSEE/TNS SOFRES			
	SOFRES	INSEE	Écart en nombre de points
Valeurs mobilières (hors actions non cotées)	20,5	18,1	2,4
Actions (cotées uniquement)	12,7	11,5	1,2
Obligations	4,6	2,2	2,4
Titres d'OPCVM	11,6	9,2	2,4
PEA	12,1	9,9	2,2
Assurance vie (hors assurance décès)	24,5	19,2	5,3
Livrets ou comptes d'épargne	77,6	74,3	3,3
Sources : Enquête INSEE, Détention du patrimoine mai 2000, enquête SOFRES sur les porteurs de valeurs mobilières en 2000			
Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SEVAM			

Alors que TNS SOFRES conclut à un taux de détention individuel pour les valeurs mobilières de 20,5%, l'INSEE l'estime à 18,1%, ce qui constitue un écart de + 2,4 points. Les écarts constatés pour les obligations (+ 2,4 points), les actions cotées (+ 1,2 points), les titres d'OPCVM (+ 2,4 points) ou les PEA (+ 2,4 points) sont du même ordre de grandeur.

La différence entre les résultats de TNS SOFRES et de l'INSEE est de 3,3 points pour les livrets et comptes d'épargne (livret A, livret Bleu, CEL)¹⁰. Ceci peut s'expliquer par les difficultés rencontrées par les personnes interrogées pour classer les Plans épargne logement.

En ce qui concerne les contrats d'assurance vie, l'écart est de 5,3 points. Si le périmètre de l'étude TNS SOFRES est celui des contrats d'assurance vie *stricto sensu*, il est possible que certains interviewés aient comptabilisé des contrats mixtes combinant vie et décès¹¹. La frontière entre les produits d'assurance vie et les contrats d'assurance décès demeure relativement délicate à délimiter en raison de l'existence de ces contrats mixtes¹².

Les écarts les plus importants concernent certaines catégories de populations

Les principaux écarts portent essentiellement sur les artisans-commerçants et les retraités (ou les personnes de plus de 65 ans). Il s'agit de populations plus difficiles à capter et peut-être moins enclines à dévoiler leur patrimoine.

– Les artisans-commerçants

Contrairement à la tendance générale pour l'ensemble des produits et les autres critères sociodémographiques, les taux de détention des artisans-commerçants en valeurs mobilières sont très supérieurs dans les enquêtes INSEE à ceux observés par TNS SOFRES. Plusieurs problèmes se posent concernant cette sous-population. Le premier est la confusion possible entre patrimoine privé et patrimoine professionnel. La frontière est en effet très floue car il est difficile d'isoler, dans le patrimoine financier, ce qui relève ou non de l'activité professionnelle. Les contrôles mis en place dans les enquêtes ne parviennent pas à annuler cette possibilité de confusion. La seconde particularité de cette population est, qu'en règle générale, leurs patrimoines sont plus élevés que la moyenne. La sous-représentation des indépendants les plus riches dans les enquêtes TNS SOFRES pourrait conduire à une sous-estimation de la détention.

– Les retraités

D'importants écarts en terme de taux de détention sont également observés pour les retraités, population des plus de 65 ans. Les écarts sont notamment considérables pour les retraités très âgés.

L'échantillon de TNS SOFRES ne contrôlant que le poids global des retraités ou des plus de 65 ans et n'opérant donc pas de sous-segmentation, sous-représente les retraités âgés de 75 ans ou plus (23% dans cette enquête contre 35% pour l'INSEE). La sous-représentation des plus âgés, dont les patrimoines sont moins importants, a pour effet de surestimer les taux de détention, avec par exemple + 0,5 point pour l'ensemble des valeurs mobilières et + 0,6 point pour le PEA. Une des voies d'amélioration serait d'affiner le redressement par âge (au-delà de 65 ans) et par type de retraités.

D'autres facteurs doivent entrer en ligne de compte pour expliquer les écarts entre les deux sources. Par exemple, d'après TNS SOFRES, les taux de détention ont plutôt tendance à augmenter avec l'âge, alors que l'INSEE conclut à une relative stabilité des taux jusqu'à la tranche 75-79 ans, puis à une baisse des taux de détention ensuite. Le résultat des enquêtes « Patrimoine » de l'INSEE

10 De façon à pouvoir comparer les résultats, l'INSEE a réintégré dans son périmètre de calcul les comptes épargne logement.

11 À l'inverse, l'INSEE a exclu de son champ d'observation les produits d'assurance décès dans la constitution des taux de détention individuels.

12 Entre 1998 et 2000, l'INSEE constate une baisse du taux de détention de l'assurance vie de 20,2% à 19,2%, ce qui semble contraire aux informations des professionnels alors que, sur la même période, une hausse de l'assurance décès était à notifier.

est en accord avec ceux d'autres enquêtes ménages menées par l'INSEE sur les revenus, le patrimoine ou la consommation, qui montrent que les anciennes générations sont plus pauvres.

Au-delà de ces écarts, les évolutions entre 1998 et 2000 constatées par les deux enquêtes sont proches

Les évolutions des taux de détention sur la période 1998 – 2000 sont proches d'une enquête à l'autre. Ainsi, l'INSEE et TNS SOFRES s'accordent à diagnostiquer une croissance forte des PEA et, dans une moindre mesure, de l'ensemble des valeurs mobilières.

TABLEAU 3 – ÉVOLUTION DES TAUX DE DÉTENTION ENTRE 1998 ET 2000

(en points de pourcentage)

	TNS SOFRES	INSEE
PEA	5,6	5,1
Valeurs mobilières	2,0	2,9

Lecture : la détention de PEA a progressé de 5,1 points entre 1998 et 2000 d'après l'enquête INSEE.

Sources : INSEE, enquête Détention de Patrimoine, mai 2000 et enquête Patrimoine 1998 (octobre 97 – janvier 98) et TNS SOFRES, enquête sur les porteurs de valeurs mobilières en décembre 97 et mai 2000

Réalisation : INSEE

L'analyse des taux de détention par classe d'âge ou par catégorie socioprofessionnelle conduit également à des résultats qui vont dans le même sens dans les deux enquêtes. D'une part, les personnes de 45 ans ou plus détiennent plus fréquemment des valeurs mobilières que les jeunes. Ensuite, les cadres et les retraités aisés¹³ sont les catégories socioprofessionnelles les plus détentrices.

Les limites des deux enquêtes

Certaines caractéristiques de l'échantillon TNS SOFRES pourraient conduire à une légère surévaluation des taux de détention : faiblesse des effectifs de retraités de plus de 75 ans et faiblesse des effectifs de retraités les plus modestes (plus difficiles à interroger et à panéliser). Ces deux caractéristiques expliquent environ les deux cinquièmes des écarts observés entre les deux enquêtes.

Le reste de l'écart pourrait s'expliquer par une légère surreprésentation des retraités urbains (plus faciles à contacter) ou des retraités qui s'intéressent à l'épargne (plus motivés pour répondre à l'enquête que les autres).

À l'inverse, certaines caractéristiques de l'enquête INSEE pourraient conduire à sous-estimer un peu les taux de détention : importance des non-réponses (22% dont 8,5% correspondent à des refus explicites), sachant que les ménages aisés sont plus réticents que les autres à répondre à une enquête sur la détention de patrimoine¹⁴ ; sous-déclarations des ménages

¹³ Conformément à la nomenclature utilisée par la TNS Sofres, les retraités aisés regroupent les anciens artisans, commerçants, cadres et professions libérales, ainsi que les anciennes professions intermédiaires. Les autres retraités regroupent les anciens agriculteurs, employés et ouvriers.

¹⁴ En janvier 1996, l'enquête Détention de patrimoine (posée à la suite de l'enquête PCV, obligatoire quant à elle) n'était pas obligatoire, si bien que certains ménages ont répondu à PCV mais pas à Détention d'actifs ; les non-répondants à Détention avaient un niveau de vie relativement élevé, ils étaient donc susceptibles de détenir beaucoup de patrimoine.

enquêtés. Les répondants, notamment les plus âgés d'entre eux, omettraient, volontairement ou non, de déclarer une partie des actifs qu'ils possèdent. Bien sûr, ce comportement existe à la fois pour l'enquête de l'INSEE et pour l'enquête de TNS SOFRES, mais les omissions volontaires pourraient être plus fréquentes dans l'enquête de l'INSEE (crainte de déclarer son patrimoine à une administration) que dans l'enquête de TNS SOFRES ¹⁵.

Alice TANAY – INSEE – Division Revenu et Patrimoine

Frédéric CHASSAGNE – TNS SOFRES

Hervé GRANDJEAN – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

¹⁵ Les panélistes étant volontaires et sollicités de façon régulière sur différents sujets, les enquêtes se déroulent dans un climat de confiance qui assure les enquêtés quant à la garantie d'anonymat et de parfaite confidentialité des données et informations individuelles fournies.

ANNEXE : TAUX DE DÉTENTION INDIVIDUELLE EN 2000*(en pourcentage des personnes de 15 ans ou plus)*

	PEA		Actions		Sicav ou FCP		Obligations		Valeurs mobilières		Contrat assurance vie		Livret d'épargne	
	Sofres	Insee	Sofres	Insee	Sofres	Insee	Sofres	Insee	Sofres	Insee	Sofres	Insee	Sofres	Insee
Ensemble	12,1	9,9	12,7	11,5	11,6	9,2	4,6	2,2	20,5	18,1	24,5	19,2	77,6	74,3
AGE														
15–24 ans	1,9	1,5	3,3	2,3	1,6	1,3	0,5	0,1	4,6	3,8	2,7	1,9	75,4	80,7
25–34 ans	9,5	7,1	9,1	8,8	7,0	6,0	1,5	0,4	15,7	13,5	18,5	14,5	79,0	72,0
35–44 ans	12,5	12,8	11,6	12,3	10,7	9,5	3,0	1,4	19,8	19,7	23,9	21,4	77,9	68,5
45–54 ans	16,8	14,2	17,6	16,4	14,7	12,4	4,8	3,2	27,2	24,1	31,7	26,7	74,8	73,0
55–64 ans	16,4	13,9	16,9	16,2	15,0	13,2	6,1	3,3	26,4	24,6	34,7	24,0	77,4	72,3
65 ans ou plus	16,1	9,9	18,3	13,2	20,1	12,4	11,1	4,7	29,8	22,3	36,4	24,9	80,1	79,1
SEXE														
Homme	13,4	11,9	14,8	13,6	12,4	10,4	5,3	2,4	23,6	20,3	26,6	20,9	77,5	73,2
Femme	10,9	8,0	10,7	9,6	10,8	8,1	4,0	2,1	17,8	16,0	22,5	17,6	77,8	75,4
CATÉGORIE SOCIALE														
Agriculteur	19,4	15,5	17,8	15,5	13,0	12,6	7,1	4,8	24,6	24,5	22,5	31,1	81,2	72,3
Artisan, commerçant, chef d'entreprise	12,3	16,0	10,8	19,4	9,0	14,9	4,3	2,9	13,5	30,0	22,2	28,6	71,7	67,5
Cadre supérieur, profession libérale	31,8	29,7	36,0	32,4	27,4	23,2	7,6	3,3	48,5	43,6	45,1	32,2	83,0	80,0
Profession intermédiaire, contremaître	16,2	14,6	15,9	15,0	14,0	12,6	2,9	2,2	27,6	24,6	32,4	22,0	83,6	78,6
Employé, personnel de service	8,9	7,2	9,0	7,7	7,3	5,9	2,0	0,8	14,5	13,0	18,9	17,3	78,2	71,9
Ouvrier	6,0	4,4	4,0	5,4	4,4	3,8	1,5	0,6	10,8	8,9	17,4	15,6	73,6	66,2
Retraité aisé	24,6	19,9	27,2	23,9	28,0	22,8	15,0	7,4	41,0	36,9	47,4	36,0	82,2	81,3
Autre retraité	11,5	6,1	13,6	8,1	14,8	7,0	8,0	2,9	24,7	15,6	32,0	20,1	78,0	77,2
Inactif	5,6	4,0	6,0	6,0	5,7	4,1	2,7	1,4	10,0	8,5	11,1	8,1	73,7	74,0
ZONE GÉOGRAPHIQUE														
Ile de France	17,5	13,5	21,4	15,8	16,6	14,4	6,4	2,0	31,1	23,8	31,4	21,2	78,0	72,4
Bassin parisien	11,5	8,3	10,8	9,0	10,7	7,7	5,9	3,2	19,5	16,4	23,8	18,5	80,2	74,5
Nord	9,4	10,4	9,9	12,1	9,1	7,2	4,6	1,0	15,5	17,0	23,1	15,5	77,2	67,7
Est	11,9	9,9	10,0	12,4	10,2	7,4	3,0	2,3	17,2	17,4	24,3	23,2	80,1	79,2
Ouest	10,6	10,3	12,0	10,7	9,2	8,6	3,5	1,8	18,1	18,0	24,9	21,4	79,8	78,7
Sud ouest	10,7	8,3	10,8	8,9	10,5	7,7	2,7	1,7	17,9	15,8	19,9	16,0	74,2	71,9
Centre est	9,1	8,9	9,5	11,0	10,9	9,6	4,3	3,3	17,9	17,5	22,1	19,3	74,7	77,0
Méditerranée	12,8	8,3	11,7	11,3	12,4	7,3	4,6	1,7	19,9	15,2	22,5	15,7	75,0	71,3
TAILLE D'UNITÉ URBAINE														
Rural	9,6	8,2	9,6	9,1	9,6	8,2	4,5	2,5	16,7	16,5	21,8	20,0	77,8	76,2
Unité urbaine de moins de 20 000 habitants	11,0	7,7	10,9	9,3	9,8	5,8	3,6	2,4	18,0	14,2	23,1	18,2	76,6	73,1
Unité urbaine de 20 à 100 000 habitants	10,9	8,1	11,0	10,3	10,7	7,4	4,7	1,1	18,7	16,3	23,0	18,6	79,2	73,1
Unité urbaine de 100 000 habitants ou plus	12,2	11,1	12,0	13,2	11,7	9,6	4,1	2,3	20,0	19,0	24,8	17,8	76,8	74,7
Agglomération parisienne y compris Paris	18,4	14,2	22,8	16,2	17,6	15,2	6,7	2,3	32,7	24,7	31,4	21,5	78,7	72,8

Sources : INSEE, enquête sur la détention de patrimoine, mai 2000 et SOFRES, enquête sur les porteurs de valeurs mobilières en 2000
Réalisation : INSEE

Fiche thématique

n° 3.d.

L'ÉPARGNE SALARIALE

Une épargne abondante et stable permet un financement non inflationniste de la croissance.

À cet égard, la France est bien placée, puisque le taux d'épargne financière des ménages se situe à un niveau historiquement élevé : 7,1% en 2001, plus de 6% depuis 1993. Les placements à taux réglementés et en assurance vie, qui bénéficient d'incitations fiscales, y occupent une place prépondérante. Elle est en revanche peu orientée vers le financement direct des entreprises, notamment en fonds propres.

Rééquilibrer cette structure est un objectif fréquemment évoqué par les gouvernements.

Un dispositif d'épargne salariale peut constituer une nouvelle incitation, à condition que ses objectifs soient clairement énoncés. Il ne s'agit pas d'accroître l'épargne, mais de doter l'économie française d'une allocation des fonds adéquate à ses besoins de financement de long terme. De plus, développer l'épargne salariale peut s'inscrire dans la réflexion sur le déséquilibre futur des retraites.

La loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale, adoptée à la suite des recommandations contenues dans le rapport « L'épargne salariale au cœur du contrat social »¹⁶ développe un dispositif de nature à répondre à trois besoins :

- partager plus équitablement les fruits de la croissance ;
- inciter les Français à opter pour l'épargne longue, en vue notamment de constituer des réserves pour les retraites ;
- réorienter cette épargne vers le financement des entreprises, afin de leur donner une plus grande maîtrise de leurs fonds propres. L'épargne longue la plus répandue en France, à savoir l'assurance vie, est principalement investie en obligations. De plus, la part de détention des actions cotées d'entreprises françaises par les non-résidents est de l'ordre d'un tiers, ce qui a pour conséquence une structure de détention du capital extrêmement volatile ;

¹⁶ Dit rapport « Balligand-de Foucauld », remis au Premier ministre le 28 janvier 2000.

1. Un dispositif complet qui combine un cadre collectif défini au niveau de l'entreprise et une initiative individuelle du salarié

L'épargne salariale est constituée d'un ensemble de dispositifs, mis en place progressivement depuis 1959 et actuellement régis par la loi du 19 février 2001 sur l'épargne salariale. Cette loi avait pour objectif d'étendre les dispositifs à un plus grand nombre de salariés, notamment ceux des PME, et d'offrir un mécanisme d'épargne à plus long terme, plus adapté aux besoins des entreprises et à l'horizon de placement des salariés.

À l'intérieur d'un cadre défini collectivement, le salarié peut choisir le ou les investissements qui lui conviennent. L'épargne peut être constituée de versements volontaires des salariés, de versements complémentaires des entreprises ou de versements des produits de la participation ou de l'intéressement.

En contrepartie de nombreux avantages en termes de prélèvements fiscaux et sociaux, cette épargne est bloquée pendant une durée minimale.

La participation

Elle a été rendue obligatoire en 1990 pour les entreprises de plus de 50 salariés¹⁷. Elle permet à ces derniers, lorsque les résultats sont suffisants, de percevoir une partie du bénéfice de l'entreprise. Les sommes attribuées aux salariés ne sont pas perçues immédiatement, mais doivent rester bloquées cinq ans. Elles sont déductibles du bénéfice imposable ; elles sont exonérées de charges sociales et d'impôt sur le revenu, mais sont soumises à la CSG et à la CRDS pour un taux global de 8%. C'est l'accord de participation qui détermine les modes de placement : les sommes distribuées peuvent être investies dans un compte courant bloqué, placées en SICAV ou FCPE, en titres de l'entreprise ou transférées sur un plan d'épargne. Les plus-values et revenus sont exonérés de toute imposition à l'exception de la CSG, de la CRDS et du prélèvement social de 2% sur les revenus du capital, soit un total de 10%.

L'intéressement

Institué en 1959¹⁸, il permet d'associer financièrement les salariés aux performances de l'entreprise. Il est facultatif et doit être mis en place par un accord collectif, qui définit la formule de calcul de la masse de l'intéressement et sa répartition entre les salariés. Les primes sont déductibles de l'impôt sur les bénéfices et exonérées de charges sociales et de taxe sur les salaires, mais soumises à la CSG et à la CRDS. Elles peuvent être perçues immédiatement par le salarié ou bloquées cinq ans sur un plan d'épargne entreprise. Dans ce dernier cas elles sont exonérées d'impôt sur le revenu.

Le plan d'épargne

Il s'agit d'un dispositif qui permet à ses adhérents (salariés et anciens salariés, mandataires sociaux¹⁹) de se constituer, avec l'aide de leurs entreprises, une épargne investie en valeurs mobilières. Cette épargne peut être placée en titres de l'entreprise et servir de base au

¹⁷ Loi du 7 novembre 1990.

¹⁸ Ordonnance du 7 février 1959.

¹⁹ Dans certains cas.

développement de l'épargne salariaée²⁰, ou dans un produit diversifié (SICAV ou FCPE). Depuis la loi du 19 février 2001, il en existe plusieurs catégories.

Le Plan d'épargne d'entreprise (PEE), constitué au niveau de l'entreprise, peut être alimenté par le versement de la participation, le tout ou partie de l'intéressement, des versements volontaires du salarié et l'abondement de l'employeur. Cet abondement est limité à 300% des versements des salariés et plafonné à 2 300 euros par an et par salarié (3 450 euros en cas d'investissements en titres de l'entreprise) ; il ne subit pas de charges sociales, il est déductible du bénéfice imposable de l'entreprise, il n'est pas intégré dans le revenu imposable du salarié, mais supporte la CSG et la CRDS. Les revenus et plus-values sont exonérés d'impôt ; ils sont toutefois soumis à la CSG, à la CRDS et au prélèvement social de 2%. Les sommes investies sont bloquées cinq ans, mais il y a des clauses de déblocage anticipé²¹.

Le plan partenarial d'épargne salariale volontaire (PPESV) : créé par la loi du 19 février 2001, il est proche du PEE, mais impose une durée de blocage plus longue, au minimum de 10 ans, et les cas de déblocage anticipé sont moins nombreux. En revanche, le plafond de l'abondement est plus élevé (4 600 euros). Le plan doit comporter la possibilité d'investir en FCPE solidaires²². Sa mise en place n'est possible que si les salariés ont la possibilité d'opter pour un plan d'une durée plus courte.

Le plan d'épargne de groupe (PEG) est un PEE ou un PPESV constitué au niveau d'un groupe d'entreprises ayant des liens de capital ou seulement des liens économiques et financiers.

Le plan d'épargne interentreprises (PEI) favorise le développement de l'épargne salariale dans les petites et moyennes entreprises. La loi du 19 février 2001 donne la possibilité à celles-ci de se regrouper au niveau professionnel et/ou géographique. Les modalités de ces PEI, instaurés par des accords collectifs, sont similaires à celles des précédents.

2. Un dispositif encore peu utilisé mais en progression

2.1. Des encours en hausse mais qui restent marginaux

L'encours de l'épargne salariale peut être estimé à 62 milliards d'euros à fin 2000 : ce montant reprend les encours de FCPE (55 milliards) et les montants de participation en comptes bloqués (7 milliards) ; il ne comprend pas les placements investis directement en actions de l'entreprise ou en actions d'OPCVM, qui ne sont pas isolés des placements globaux sur ces produits²³.

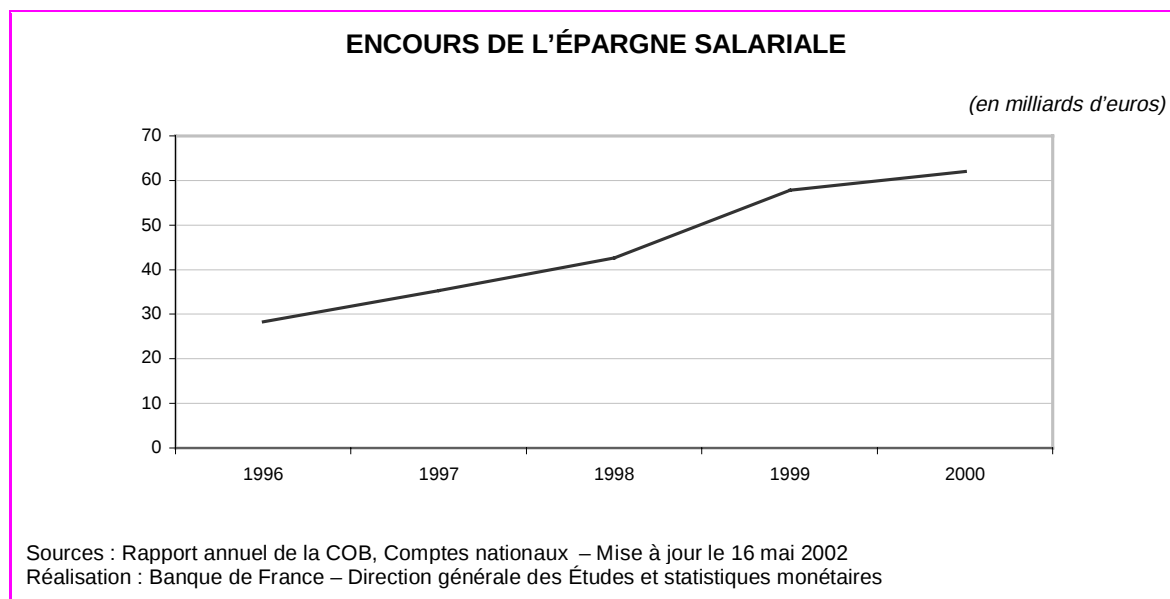
Au total l'épargne salariale serait de l'ordre de 80-85 milliards d'euros, tous véhicules confondus.

²⁰ À ne pas confondre avec l'épargne salariale. Dans l'épargne salariaée, il ne s'agit pas de distribuer des sommes, mais de favoriser la détention d'une fraction du capital de l'entreprise par ses salariés.

²¹ Mariage ou PACS, naissance ou adoption au-delà du troisième rang, séparation, invalidité, décès, cessation du contrat de travail, création d'une entreprise, acquisition ou agrandissement de la résidence principale, situation de surendettement.

²² FCPE dont l'actif comprend au moins 5% de titres d'entreprises solidaires.

²³ Il n'est actuellement pas possible de déterminer l'origine du placement d'un agent (par exemple, épargne salariale), s'il n'est pas effectué sur un support spécifique.



Quoiqu'en hausse, ces montants sont encore faibles : ils représentent environ 2% des placements financiers des ménages et doivent être rapprochés des 700 milliards d'euros de placements en assurance vie, produit financier à long terme préféré des ménages français ; le montant des FCPE n'atteint pas 4% de la capitalisation boursière de Paris.

2.2. Une population inégalement couverte

En 2000, plus de cinq millions de salariés, soit 37,6% de l'effectif des entreprises des secteurs marchands non agricoles, ont reçu une prime de partage au titre de la participation ou de l'intéressement ²⁴.

La participation est en place dans 3% des entreprises et couvre près de 40% des salariés. La proportion d'entreprises ayant un accord de participation croît avec la taille : 3% en deçà de 50 salariés, 54% entre 50 et 99 salariés et plus de 70% au-delà. Environ six entreprises sur dix parmi celles qui ont un accord ont distribué des ressources : 4,1 milliards d'euros ont été versés à 4,2 millions de salariés, ce qui correspond en moyenne à 4% de la masse salariale de ces entreprises et à 12% de leur bénéfice.

Environ 4,5% des entreprises appliquent un accord d'intéressement, et un peu moins de 30% des salariés sont couverts. De nouveau, ces chiffres augmentent avec la taille : 6% des entreprises de moins de 10 salariés (9% de leurs collaborateurs) pour 49% de celles de plus de 500 salariés (56% de leurs collaborateurs). Près de 75% des entreprises ayant un accord ont pu verser des primes. Au total, 3,5 milliards d'euros ont été distribués à 3,6 millions de salariés.

Fin 2000, 3% des entreprises disposaient d'un PEE et 30% des salariés y avaient accès. Ces proportions atteignaient 46% et 56% pour les entreprises de plus de 500 salariés.

Selon l'enquête Patrimoine 1998 de l'INSEE, l'épargne salariale concerne en priorité les salariés à hauts revenus, titulaires de contrats à durée indéterminée et anciens dans l'entreprise. Dans six cas sur dix, cette épargne est placée sur un plan d'épargne entreprise.

²⁴ Source : Enquête ACEMO-PIPA 2000, MES-DARES.

Ces données datent d'avant la mise en place des nouvelles dispositions, et de nombreux opérateurs anticipent une montée en puissance du dispositif, tant en termes de croissance des montants que d'augmentation de la couverture de la population.

Régine MONFRONT-MONCOMBLE – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 3.e.

L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE

En France, l'épargne réglementée constitue un type de placement très apprécié par les ménages. Ainsi, l'encours des dépôts avec préavis de moins de trois mois atteignait 294,1 milliards d'euros à fin 2001, soit une proportion de 27,3% du total de la contribution française à l'agrégat M3, zone euro, légèrement supérieure à la moyenne de la zone (25,2%). On peut regrouper les produits d'épargne à taux réglementé en deux catégories :

- sept produits monétaires sont inclus dans M2–M1 : les livrets A, bleus, CODEVI, comptes d'épargne-logement, livrets d'épargne populaire, livrets soumis à l'impôt et livrets jeune. Dans la nomenclature des agrégats monétaires, ces produits appartiennent à la rubrique « dépôts remboursables avec préavis de moins de trois mois » ;
- un produit non monétaire (non inclus dans M3), les plans d'épargne-logement (PEL), appartenant à la catégorie « dépôts à terme d'une durée initiale supérieure à deux ans » qui est incluse dans les contreparties de M3.

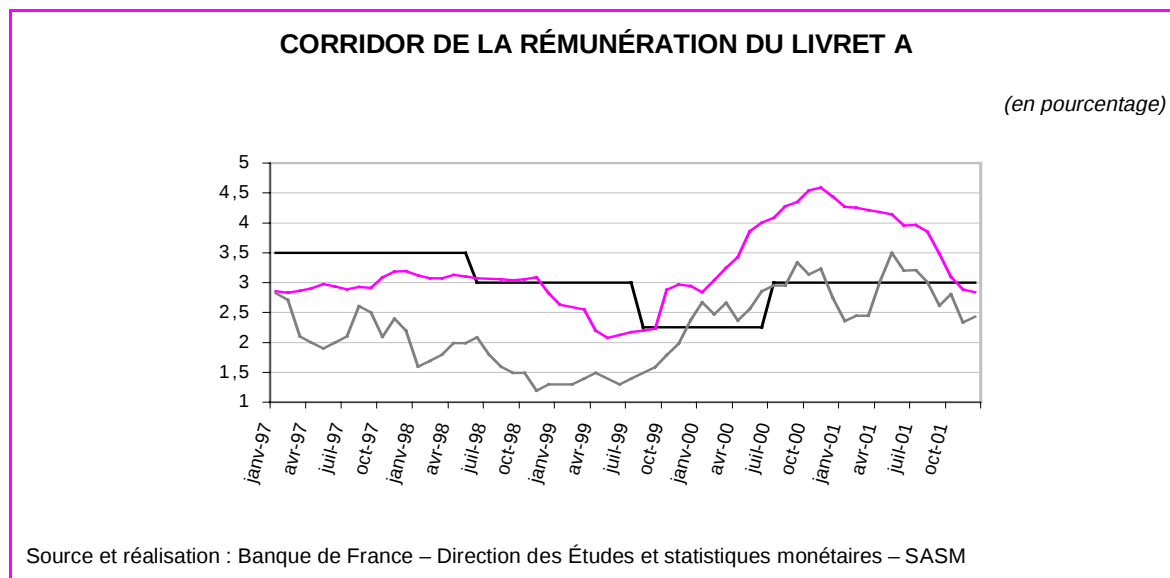
La réforme intervenue en juin 1998 a notablement assoupli la réglementation concernant ce type de placements, rendant leur rémunération plus cohérente avec l'environnement économique et financier. S'agissant des évolutions récentes, l'épargne réglementée a connu une vive progression en 2001, contrastant avec l'important mouvement de décollecte des deux années précédentes.

1. Des produits à taux réglementés plus en phase avec l'environnement économique et financier, suite à la réforme intervenue en juin 1998

Jusqu'en juin 1998, les taux de rendements des différents produits d'épargne réglementée faisaient l'objet de décisions réglementaires (prises le plus souvent par décret), en fonction d'un certain nombre d'éléments (inflation notamment). L'objectif des mesures qui ont été prises a été de lier davantage ces évolutions à celles de l'environnement économique et financier (taux d'inflation et taux d'intérêt à court terme). Dans cette perspective, un Comité consultatif des taux réglementés, regroupant des agents économiques représentatifs (AFECEI, CDC, organismes HLM...) a été mis en place afin de « veiller à l'équilibre entre la juste rémunération de l'épargne populaire et un

financement efficace du logement social et des PME », le gouvernement conservant *in fine* le pouvoir de modifier ou non les taux.

En ce qui concerne la rémunération du livret A, ses fluctuations sont guidées par un corridor dont le plancher correspond au taux d'inflation + 1 point et le plafond à l'EURIBOR à trois mois – 0,5 point. La dernière modification des taux appliqués à ce type de produit est intervenue en juillet 2000. La rémunération du livret A a ainsi été relevée de 2,25% à 3%.



Le mode de rémunération des placements réglementés autres que le livret A s'est notoirement libéralisé. Ainsi, à partir de juin 1998, les taux du livret jeune et des livrets soumis à l'impôt sont devenus libres, sans toutefois que celui du livret jeune puisse s'établir à un niveau inférieur à celui du livret A.

Le caractère réglementé des livrets résulte aussi de l'existence de plafonds, de conditions d'accès et de règles de fonctionnement spécifiques à ces comptes. Un certain nombre de produits d'épargne réglementée sont ainsi assortis d'un plafond (15 300 euros pour le livret A par exemple, depuis le premier novembre 1991, cf. tableau ci-après). Par ailleurs, la plupart des placements réglementés sont soumis à la règle du calcul des intérêts par quinzaine.

S'agissant des conditions d'accès, certains types de placements sont réservés aux personnes titulaires d'un revenu modeste. Par exemple, le livret d'épargne populaire (LEP) n'est accessible qu'aux contribuables justifiant d'un impôt inférieur ou égal à 660 euros (impôt sur le revenu 2000 mis en recouvrement en 2001).

PRINCIPAUX TAUX DE RÉMUNÉRATION DES PLACEMENTS À TAUX RÉGLEMENTÉS

	Décembre 2000		Décembre 2001		Plafond des dépôts au 31 décembre 2001 (en euros)
	Brut	Net (1)	Brut	Net (1)	
Livrets A et bleus	3,00	3,00 (7)	3,00	3,00 (7)	15 300
Livrets d'épargne populaire (2)	4,25	4,25 (7)	4,25	4,25 (7)	7 700
Codevi	3,00	3,00 (7)	3,00	3,00 (7)	4 600
Compte épargne-logement (4) (5)	2,00	1,80	2,00	1,80	15 300
Plan épargne-logement (4) (6)	4,50	4,05	4,50	4,05	61 200
Livrets soumis à l'impôt (3)	2,78	2,09	2,81	2,11	Illimité
Livrets jeune (3)	4,08	4,08 (7)	4,08	4,08 (7)	1 600

- (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) Taux de rémunération minimal auquel peut s'ajouter un complément portant sur la partie des dépôts restée stable au moins 6 mois en cas de perte de pouvoir d'achat.
- (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) En ce qui concerne les plans d'épargne-logement, les intérêts comprennent, dans la limite de 1 525 euros 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.
- (5) 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.
- (6) Taux de rendement actuariel (prime incluse) maximum.
- (7) Exonérés d'impôt.

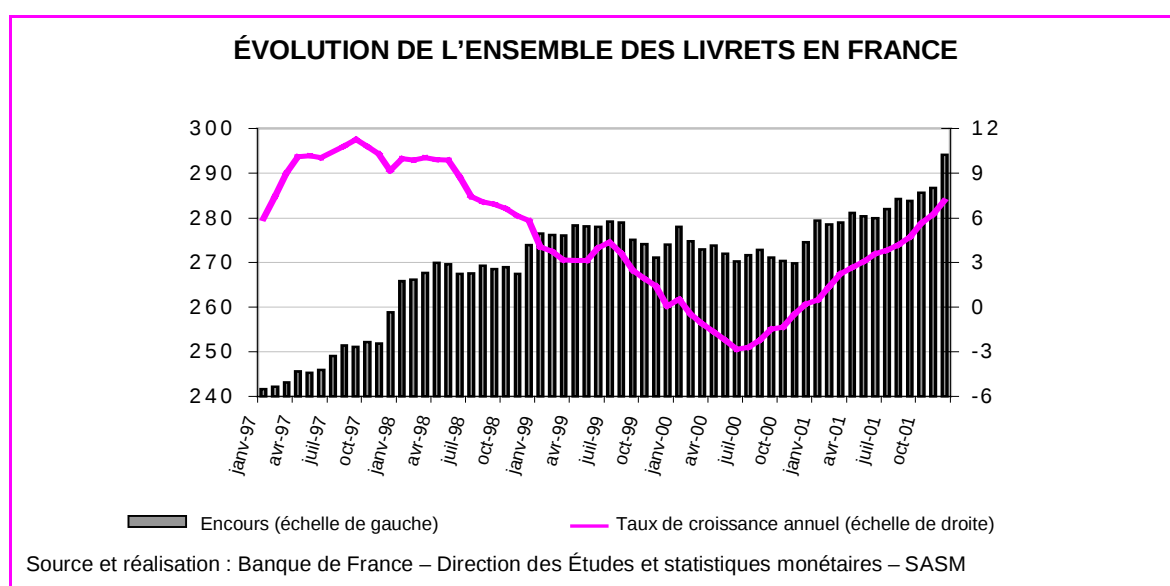
Source et réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SASM

Les modifications institutionnelles intervenues en juin 1998 concernant la rémunération du livret A ont eu un impact sur la part de l'épargne réglementée dans l'épargne liquide totale. Sur la période allant de juin 1998 à décembre 2001, la proportion moyenne de l'épargne réglementée dans l'épargne liquide totale s'est établie à 56,1%, contre 52,7% entre janvier 1995 et mai 1998²⁵. Cet accroissement tient probablement au fait que les nouvelles règles de décision en matière de taux réglementés ont permis de rendre l'évolution de ceux-ci plus prévisible, car plus en phase avec les modifications de l'environnement économique et financier. Par ailleurs, les nouvelles règles en matière de fixation du taux du livret A traduisent le souci des pouvoirs publics de protéger, dans la mesure du possible, les épargnants contre toute rémunération réelle négative.

²⁵ Cette proportion est calculée comme le rapport entre les dépôts avec préavis de moins de trois mois et l'ensemble des produits d'épargne liquide détenus par les ménages (dépôts à vue, autres dépôts monétaires inclus dans M2-M1, instruments négociables inclus dans M3-M2). Ce calcul exclut les plans d'épargne-logement, ces derniers ne faisant pas partie de M3.

2. Des placements en progression constante en 2001, en relation avec le relèvement des taux administrés en juillet 2000 et l'incertitude affectant l'environnement économique et financier

Alors que les produits réglementés se sont contractés tout au long du premier semestre 2000, le relèvement des taux administrés en juillet a inversé cette tendance. Les placements réglementés enregistrent, depuis, une progression constante : le taux de croissance annuel de ce type d'épargne a ainsi atteint + 7,1% en décembre 2001, contre seulement + 0,2% un an auparavant. L'encours de l'ensemble des livrets en France s'est établi à 294,1 milliards d'euros à fin décembre 2001, contre 274,6 milliards en décembre 2000.



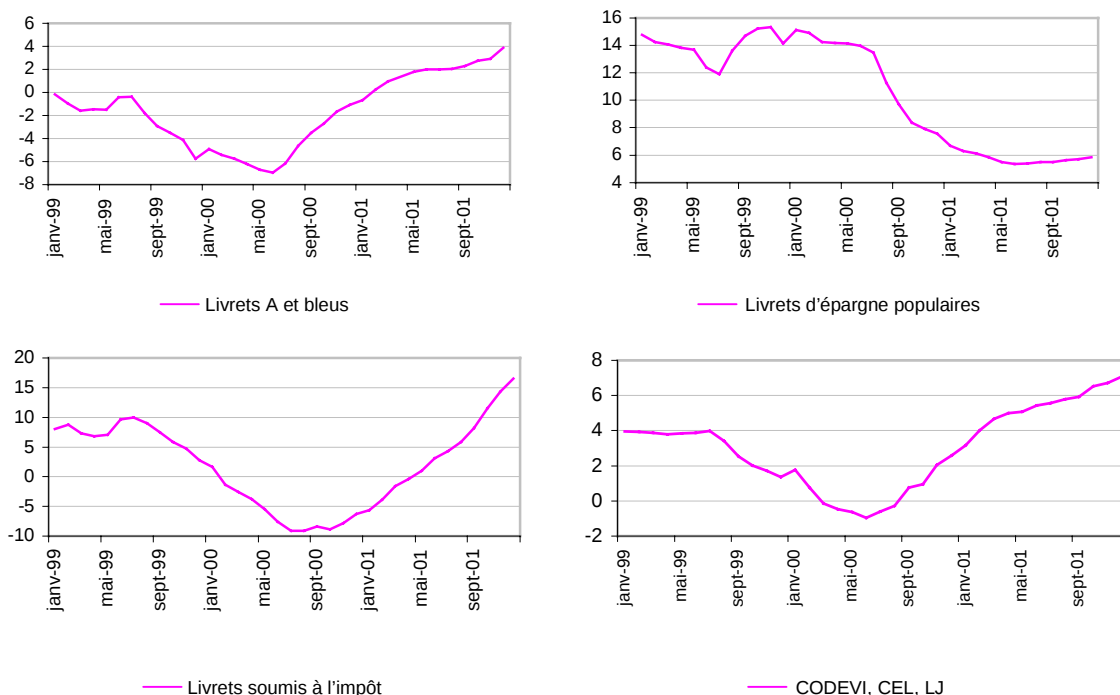
Au sein de l'épargne réglementée, tous les produits ont profité de ce regain d'intérêt des ménages, à l'exception des livrets d'épargne populaire, dont le taux de croissance annuel a notoirement fléchi entre mai 2000 et septembre 2001. Toutefois, il convient de relativiser ce ralentissement, étant donné que ce type de placement avait connu une progression très forte entre janvier 1999 et décembre 2000 (taux de croissance annuels supérieurs à + 10%) alors que, durant cette période, les autres produits d'épargne réglementée se contractaient (presque - 10% s'agissant des livrets fiscalisés). Aussi, à fin décembre 2001, les LEP retrouvent-ils une progression proche de celle des autres placements à taux réglementés, enregistrant un encours de 47,1 milliards d'euros après 44,5 milliards à fin 2000.

Les livrets soumis à l'impôt ont connu le redressement le plus important, à + 16,6% en glissement annuel en décembre 2001 contre - 6,2% en décembre 2000. Leur encours s'est établi à 53,8 milliards d'euros à fin 2001, après 46,1 milliards en décembre 2000. Cette évolution tient, sans doute, au développement progressif des livrets en ligne, fortement rémunérés et compétitifs par rapport aux OPCVM monétaires et aux dépôts à terme, qui sont les principaux concurrents des livrets fiscalisés.

De même, la progression des CODEVI, qui représentent 38,4 milliards d'euros à fin 2001, s'est notablement accélérée au cours de l'année 2001 (+ 6,9% en décembre 2001 après + 2,3% en décembre 2000), tout comme celle des comptes épargne-logement (29,9 milliards d'euros à fin 2001, en progression de 7,9% après + 3,1% à fin 2000).

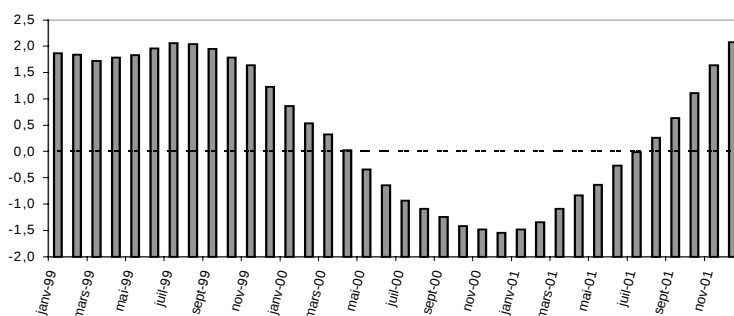
TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DES DIFFÉRENTS PLACEMENTS RÉGLEMENTÉS

(en pourcentage)



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

La croissance relativement soutenue des produits d'épargne réglementée s'est traduite par une contribution positive de cet instrument d'épargne à la croissance de la contribution française à l'agrégat M3 de la zone euro : après avoir été constamment négative entre mai 2000 et juin 2001, elle s'est accrue de manière significative au cours du deuxième semestre de l'année.

ÉVOLUTION DE LA CONTRIBUTION DE L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE À LA CROISSANCE DE LA CONTRIBUTION FRANÇAISE À M3 ZONE EURO

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

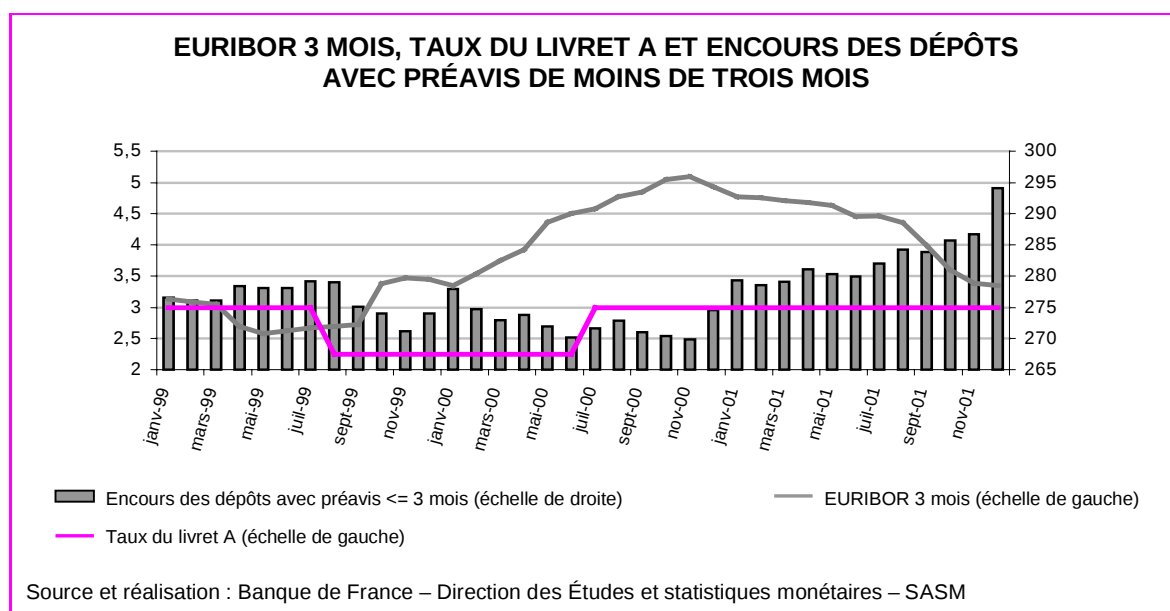
Le relèvement des taux administrés en juillet 2000 n'explique pas à lui seul la vive progression enregistrée par les différents placements réglementés depuis le début de 2001. La dégradation de la confiance, le ralentissement économique et les craintes de remontée du chômage, ont incité les agents non financiers, et parmi eux les ménages, à se tourner vers des placements

liquides, non risqués et relativement bien rémunérés. Ainsi, la progression de l'épargne réglementée s'est inscrite dans une tendance plus générale d'arbitrages de portefeuilles en faveur des actifs liquides, que leur rémunération soit administrée ou non.

En termes relatifs, le rendement des produits d'épargne réglementée est devenu plus attractif en 2001, notamment par rapport aux dépôts à terme de moins de deux ans, le taux d'intérêt de court terme ayant globalement diminué.

En outre, l'épargne à plus long terme a pâti des incertitudes pesant sur les marchés financiers et de la baisse du taux d'intérêt de long terme, ce qui a, là encore, incité les ménages à se reporter sur les produits d'épargne réglementée.

Par ailleurs, en anticipant le passage à l'euro fiduciaire, les ménages ont graduellement restreint leurs encaisses monétaires, en les transférant vers les dépôts monétaires, principalement vers les dépôts à vue, mais aussi vers l'épargne réglementée.



Élisabeth FONTENY – Banque de France – Direction générale des Études et Relations internationales

Fiche thématique

n° 3.f.

TYPOLOGIE DES SURENDETTÉS ET TRAITEMENT DU SURENDETTEMENT D'APRÈS L'ENQUÊTE RÉALISÉE PAR LA BANQUE DE FRANCE EN 2001

Le dispositif de traitement du surendettement a été mis en place à la fin de l'année 1989 par la loi couramment dénommée loi Neiertz, du nom du secrétaire d'État à la Consommation à l'origine de sa promulgation. Le mécanisme mis en place faisait intervenir les commissions de surendettement chargées d'élaborer des solutions négociées dans le cadre de procédures de règlements amiables et les juges qui, à défaut d'accord devant les commissions, pouvaient être saisis par les débiteurs d'une demande d'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire civil.

Cette loi est entrée en vigueur en mars 1990 et la Banque de France assure, depuis lors, le secrétariat de l'ensemble des commissions de surendettement opérant sur le territoire métropolitain.

Le surendettement avait été à l'origine considéré comme un phénomène temporaire — lié à un usage imprudent du crédit — mais il s'est pérennisé et le nombre de dépôts de dossiers a connu une progression constante d'année en année, avec toutefois une baisse en 2001.

Le dispositif de traitement du surendettement a été revu une première fois en 1995 pour donner un rôle plus important aux commissions en leur permettant, en cas d'échec de la négociation amiable, de préconiser elles-mêmes des plans de redressement soumis à l'homologation des magistrats.

Un second réaménagement du dispositif a été opéré en 1998 par la loi relative à la lutte contre les exclusions qui a apporté un certain nombre d'améliorations à la procédure et qui a doté les commissions de nouveaux pouvoirs en vue de traiter, de manière plus adéquate, les dossiers difficiles.

Si l'on a, grâce au suivi qui est effectué, une parfaite connaissance de l'activité des secrétariats des commissions, on ne disposait pas, en revanche, d'informations de nature qualitative sur la typologie des surendettés et sur le traitement du surendettement.

À la demande du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, la Banque de France a donc réalisé au cours des deuxième et troisième trimestres 2001 une importante enquête sur le traitement du surendettement dont l'objectif était double :

- il s'agissait, en premier lieu, d'avoir une meilleure connaissance de la nature et de l'origine des phénomènes de surendettement afin d'apprécier si le dispositif était adapté pour les combattre ;
- il s'agissait, en second lieu, d'examiner les conditions d'application du dispositif par les commissions et notamment l'impact de la loi contre l'exclusion entrée en vigueur en 1999.

L'enquête a été réalisée à partir d'un échantillon constitué sur la base des dossiers présentés à deux séances consécutives de l'ensemble des commissions de surendettement entre le 9 avril et le 8 juin 2001. Ceci représente environ 6 000 dossiers soumis à recevabilité, près de 6 200 plans amiables et 2 400 recommandations, soit un total d'environ 14 600 dossiers analysés.

Tous les secrétariats de commissions de surendettement gérés par la Banque de France ont participé à l'enquête. Les résultats ont d'abord fait l'objet d'une agrégation régionale, puis ont été intégrés au niveau national. Un certain nombre de contrôles indispensables de cohérence ont été réalisés au cours de la période d'été. Les données recueillies ont ensuite été dépouillées et analysées par la direction du Réseau de la Banque de France.

Les principaux résultats de cette enquête sont présentés ci-après.

1. Profil sociologique du surendetté

On constate tout d'abord qu'une forte majorité (58%) des débiteurs surendettés sont célibataires, divorcés, séparés ou veufs. Cette catégorie est en forte augmentation puisque, dans une précédente enquête réalisée en 1990, la proportion des personnes vivant seules n'était que de 30%. La forte progression du nombre de célibataires surendettés, qui sont aujourd'hui trois fois plus nombreux qu'en 1990, explique, pour partie, cette prépondérance.

Ensuite, l'enquête fait ressortir que 57,5% des surendettés ont au moins un enfant à charge. Cette proportion est sensiblement identique à celle constatée dans la population française, avec cette différence que le nombre de couples y est plus important. Cela suggère donc que l'on a, parmi les surendettés, une part importante de familles monoparentales.

On observe également que l'âge de la majorité (56%) des débiteurs surendettés est compris entre 35 et 55 ans. À cet égard, il n'y a pas eu d'évolution très sensible depuis 1990 où cette classe d'âge regroupait majoritairement les débiteurs surendettés. L'évolution concerne essentiellement les personnes de plus de 55 ans dont la part augmente de 6%. Il faut noter également que la population âgée de moins de 34 ans représente 31,4% des dossiers contre seulement 27,7% en 1990 et les moins de 25 ans augmentent également sensiblement, passant de 1,2% à 5% au cours de la même période.

Une forte majorité (55%) des surendettés relève de la catégorie ouvriers ou employés qui représente seulement 30% de l'ensemble de la population française. Par ailleurs, 32% des déclarants sont chômeurs ou inactifs.

L'enquête montre que les commissions de surendettement ont affaire à un nombre prépondérant de débiteurs à faibles revenus. Dans environ 72% des dossiers, les revenus sont inférieurs à 10 000 francs, pourcentage en augmentation depuis 1990 où cette tranche de revenus concernait 60% de l'ensemble. Dans 42% des dossiers, les ressources sont inférieures ou égales au

SMIC. Néanmoins, on constate que la part des débiteurs percevant le RMI est faible, soit environ 5%, du fait sans doute de leur faible accessibilité au crédit.

Les principales ressources des débiteurs surendettés sont, par ordre décroissant d'importance : le salaire, les allocations logement et les allocations familiales ; elles représentent globalement plus des deux tiers des différents types de ressources déclarées par les débiteurs. Un examen plus approfondi des résultats de l'enquête permet également d'observer que, dans 57% des dossiers, un seul type de ressources est recensé. Dans la moitié des cas, il s'agit du salaire.

D'une manière plus générale, les surendettés disposent de peu de patrimoine. Seulement 14,6% d'entre eux sont propriétaires d'une résidence principale, et 57,3% de ces résidences sont évaluées à moins de 500 000 francs. La majorité écrasante des surendettés (75%) est constituée de locataires (contre 40% des ménages français). De la même manière, très peu de débiteurs surendettés disposent d'une épargne. Celle-ci n'est, en effet, présente que dans 8,2% des dossiers. Toutefois, dans la moitié des dossiers, le débiteur dispose d'un véhicule. Enfin, 80% des ménages ne possèdent qu'un seul de ces trois actifs patrimoniaux (résidence, épargne ou véhicule).

2. Profil d'endettement

Sur un certain nombre de points, l'enquête apporte, à l'échelle nationale, une confirmation scientifique aux observations qui avaient pu être réalisées jusqu'ici par un certain nombre de commissions. C'est ainsi que l'on observe effectivement une évolution de la nature du surendettement. Les situations de surendettement dit « passif » concernent un peu plus de 64% des dossiers. Celles-ci sont consécutives à des « accidents de la vie », au premier rang desquels on trouve une situation de chômage (26,5% des cas) et une séparation ou un divorce (16% des cas).

Autre constat : la faible proportion des dossiers constitués exclusivement d'arriérés de charges courantes. Ceux-ci ne représentent qu'à peine 6% de l'ensemble. Dans les trois quarts des cas, l'endettement est mixte, constitué à la fois de charges courantes et de crédits. En outre, parmi ces dossiers, le poids des dettes bancaires est prépondérant. Dans six dossiers sur dix, la part de l'endettement bancaire représente 75% de la dette totale du ménage. Ce constat peut suggérer que les débiteurs privilégient le paiement des charges courantes. Ces dernières sont constituées à 63% des dépenses liées au paiement du loyer, à l'entretien du domicile (gaz, électricité, téléphone) et du règlement des impôts.

La part de l'endettement immobilier est en nette diminution. Seulement 15% des dossiers comportent un endettement immobilier. Cette constatation rejoint celles qui peuvent être faites pour l'ensemble des ménages français. Selon l'Observatoire de l'endettement des ménages, le taux de détention de crédits immobiliers (c'est-à-dire la part des ménages endettés remboursant au moins un crédit immobilier) est revenu de 33,6% en 1989 à 28,6% en 2000. Pour 36% des crédits immobiliers souscrits par les surendettés, les mensualités sont comprises entre 3 000 et 5 000 francs et représentent donc une charge importante par rapport à leurs revenus.

En ce qui concerne les crédits à la consommation, les crédits « revolving » représentent une part très importante de l'endettement (80% des dossiers en comportent), suivis des prêts personnels (60% des dossiers). Cette constatation semble cohérente avec la part relativement faible de l'endettement immobilier et l'importance du nombre de débiteurs à faible revenus. Près de la moitié des débiteurs associent deux types de crédits. Lorsque c'est le cas, 75% d'entre eux associent crédit « revolving » et prêt personnel, mais avec une part prépondérante pour le premier. Enfin, lorsque les débiteurs ont souscrit des crédits « revolving », on en compte, en moyenne, quatre par dossier.

Environ 15% des surendettés font l'objet de poursuites (dont 65,5% engagées par des créanciers privés) qui s'exercent essentiellement sous forme de saisies des rémunérations (42% des cas) et de ventes aux enchères de biens meubles (39,3% des cas).

L'analyse précédente conduit à penser que, dans l'ensemble, les surendettés présentent des caractéristiques socio-économiques très semblables. C'est ainsi que l'on constate que le profil du surendetté est sensiblement le même selon les régions, les légères différences observées tenant plus à des caractéristiques régionales spécifiques. Par exemple, quelle que soit la zone géographique, la population surendettée comporte une majorité d'ouvriers et d'employés ; en outre, si une région compte 5% de plus d'ouvriers, l'on retrouve également 5% de plus d'ouvriers surendettés.

Une analyse par région, bien que ne constituant pas le but initial de l'enquête, a néanmoins permis de dégager certaines tendances. Une analyse plus poussée serait envisageable, notamment en approfondissant le contexte socio-économique de chaque zone. On peut, à titre d'exemple, signaler que le Nord de la France paraît être une zone plus fragile que les autres, avec plus de couples surendettés mais également plus d'enfants à charge, plus d'ouvriers, un revenu par foyer légèrement plus élevé (plus d'allocations familiales et plus de couples) mais une part de l'endettement bancaire plus grande, liée à une souscription plus massive de prêts « revolving ».

Paris est également une zone présentant certaines singularités : beaucoup de personnes seules, un fort recours au crédit, et notamment au crédit « revolving », mais également plus de dossiers dont la dette est constituée uniquement de charges courantes et davantage de redépôts de dossiers. L'Ile-de-France a généralement, dans la plupart des rubriques, une position intermédiaire entre Paris et le reste de la France, mais se distingue par un poids plus important de la dette bancaire dans les ressources des débiteurs.

3. Le traitement du surendettement

D'une manière générale, les résultats constatés en matière de traitement du surendettement suggèrent que le dispositif législatif et réglementaire actuel est adapté aux types de situations décrites précédemment.

– Tout d'abord, les commissions, après avoir dressé l'état d'endettement du débiteur, déterminent un « reste à vivre » et, en regard, une capacité de remboursement. L'enquête montre que les commissions doivent œuvrer avec des capacités de remboursement souvent modestes. Dans 78% des cas, celles-ci sont inférieures ou égales au montant du RMI. Une part non négligeable de débiteurs ne disposent toutefois d'aucune capacité de remboursement (27%). Quant au « reste à vivre », on observe que dans la grande majorité des cas (65%) il se situe entre 5 000 et 10 000 francs, ce qui est supérieur au minimum légal (montant du RMI majoré de 50%). Même si l'on relève certaines différences suivant les régions, les écarts n'apparaissent pas considérables et semblent, pour une grande part, liés aux différences de revenus.

– En ce qui concerne la phase amiable, la première observation importante est que les commissions aboutissent, à l'issue des négociations avec le débiteur et ses créanciers, à des « moratoires » pour l'ensemble des dettes dans près de 32% des cas. Ce chiffre est certainement à rapprocher de celui des 27% de débiteurs ne disposant d'aucune capacité de remboursement. Ces moratoires, dans 80% des cas, sont mis en place pour une durée inférieure à deux ans.

Conformément à la loi, les commissions proposent, lorsque cela est possible, différentes mesures de réaménagement en vue de parvenir à redresser la situation du débiteur (report, rééchelonnement, réduction du taux d'intérêt, remise de dettes, etc.). C'est ainsi que l'on constate que, dans 40% des cas, les plans mis en place s'exécutent sur une durée inférieure à cinq ans. En matière de taux d'intérêt, l'enquête révèle que les commissions parviennent très souvent à négocier

soit une réduction du taux d'intérêt à un niveau inférieur ou égal au taux légal (31%), soit une suppression pure et simple de l'intérêt (41%).

En revanche, les commissions ne réussissent que très rarement à obtenir, en phase amiable, des abandons de créance. Ceux-ci ne concernent, en effet, que 8,4% des dossiers.

– Lorsque la commission ne parvient pas à concilier les parties, elle peut, à la demande du débiteur, recommander un certain nombre de mesures limitativement énumérées par la loi. Ces recommandations auront vocation, après avoir été soumises au contrôle du juge, à devenir exécutoires pour le débiteur et ses créanciers. Pour le débiteur reconnu insolvable au sens de la loi, ces mesures pourront prendre la forme d'un moratoire de l'ensemble des dettes puis, si sa situation n'évolue pas favorablement, d'un effacement total ou partiel de ses dettes. Les dernières recommandations (pouvant aboutir à un effacement après moratoire), fondées sur l'article L.331-7-1 du Code de la Consommation (introduit par la loi du 29 juillet 1998), sont, par commodité de langage, qualifiées « d'extraordinaires » par rapport aux recommandations « ordinaires » visées à l'article L.331-7 du même code.

Dans le cas général, l'enquête nous apprend que plus de la moitié des recommandations dites ordinaires, préconisées par les commissions, s'exécutent sur une durée comprise entre cinq et huit ans. Cela laisse penser que les commissions font un plein usage des mesures de report et de réaménagement pour lesquelles la loi limite précisément la durée à huit ans.

De la même manière, les commissions utilisent quasi systématiquement la réduction du taux d'intérêt. Dans la presque totalité des cas (98%), celui-ci est ramené à un niveau inférieur ou égal au taux légal quand il n'est pas purement et simplement réduit à zéro (67% des cas).

– S'agissant des recommandations « extraordinaires » (à savoir celles qui peuvent, à l'expiration d'un moratoire, déboucher sur un effacement de créance) proposées aux magistrats en faveur des débiteurs insolvable, force est de constater qu'elles sont mises en œuvre par les commissions dans une proportion qui correspond au pourcentage de situations les plus difficiles constaté précédemment. C'est ainsi que ces recommandations extraordinaires représentent environ 38% de l'ensemble des mesures recommandées par les commissions.

Les moratoires de l'ensemble des dettes sont le plus souvent (40% des cas) d'une durée de trois ans, qui est la durée maximale prévue par la loi. Les moratoires très courts (inférieurs à 6 mois), qui ne sauraient concerner que des débiteurs pour lesquels aucune amélioration de la situation n'est envisageable dans un délai raisonnable, ne représentent que 10% de l'ensemble.

En matière d'effacement des créances, le nombre d'effacements représente 17% des recommandations extraordinaires et 6,5% de l'ensemble des mesures recommandées. Mais il convient de rappeler qu'il n'est possible d'y recourir que depuis février 1999 (date d'entrée en vigueur de la loi relative à la lutte contre les exclusions), et ce sans effet rétroactif. Pour apprécier plus exactement la portée de ce dispositif, il sera nécessaire de recalculer ce pourcentage à une date ultérieure, puisqu'il faut attendre que les moratoires prononcés en 1999, majoritairement d'une durée égale à deux ou trois ans, arrivent à leur terme. Néanmoins, il apparaît que, d'ores et déjà, les commissions font, dans l'ensemble, usage de toutes les possibilités offertes par la loi.

– Enfin, concernant le réalisme des dispositions préconisées, au plan amiable ou judiciaire, l'enquête fait apparaître que les échecs constatés dans l'exécution des plans représentent moins de 9% des causes de redépôts, la première explication du pourcentage des redépôts (environ 30% du nombre des dossiers) étant l'expiration d'un moratoire (46% des redépôts), la seconde étant la survenance d'un événement (chômage, changement dans la situation familiale) modifiant la situation sur la base de laquelle le plan a été élaboré (34%).

Jean-Luc VATIN et Sylvie PEROTTO – Banque de France – Direction du Réseau

Fiche thématique

n° 3.g.

LES NORMES COMPTABLES (FAIR VALUE)

Le développement des opérations transnationales et la globalisation croissante des marchés financiers suscitent une demande de plus en plus pressante, notamment des investisseurs, en faveur d'une harmonisation de l'information financière des entreprises en matière d'enregistrement, d'évaluation et de présentation des performances réalisées et des risques encourus. Il en résulte une forte pression pour homogénéiser, au niveau international, les normes comptables, qui constituent le socle de l'information financière publiée. De fait, les travaux de normalisation comptable font désormais l'objet de toutes les attentions.

Le Conseil international des normes comptables (IASB ²⁶), dont le siège est à Londres, apparaît aujourd'hui comme l'organisme le plus à même de revendiquer le rôle de normalisateur comptable mondial. Pour ce faire, il s'est profondément réformé en 2001. Désormais, les professionnels comptables de haut niveau qui composent l'IASB se consacrent à plein temps aux travaux d'élaboration ou d'amélioration des règles comptables. Ils ne peuvent plus exercer d'autres activités ni accepter d'autres rémunérations et ne sont plus censés représenter des pays. Le personnel technique et administratif qui les assiste a été renforcé. La tâche de collecter des fonds pour financer ces activités est dévolue à d'autres membres, hommes d'influence appelés « *trustees* ». Ce dispositif doit permettre de renforcer l'indépendance, la qualité du suivi et la cohérence des travaux de l'IASB.

L'IASB s'est fixé comme objectif d'élaborer et de promouvoir un corps de règles comptables harmonisées au plan international pour tout type d'entreprise. Mais, n'étant qu'un organisme de droit privé sans pouvoir réglementaire propre, il cherche à convaincre les normalisateurs comptables nationaux d'adopter ses textes. À cet effet, il a conclu en 1995 un accord avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui regroupe les autorités nationales de contrôle des marchés financiers, stipulant que ces autorités admettraient à la négociation sur les marchés qu'elles surveillent des entreprises utilisant les normes IAS ²⁷, dès lors que l'IASB aurait produit un corps de normes complet. L'IASB a réalisé l'essentiel de ce corps de normes fin 1998 en adoptant notamment la norme IAS 39 sur les instruments financiers. Les membres de l'OICV ont donc accepté l'utilisation des normes IAS, à l'exception notable de la

²⁶ International Accounting Standards Board, auparavant dénommé International Accounting Standards Committee (IASC).

²⁷ International Accounting Standards, normes comptables édictées par l'IASB, dénommées depuis 2001 IFRS (International Financial Reporting Standards).

SEC²⁸ qui exige la publication d'un tableau de réconciliation des différences sur les résultats et les capitaux propres résultant de l'application des normes IAS au lieu des normes américaines. Par ailleurs, la Commission européenne a élaboré en 2001 un projet de règlement prévoyant d'imposer l'utilisation des normes IAS au 1^{er} janvier 2005 pour l'élaboration des comptes consolidés des sociétés européennes dont les titres sont négociés sur un marché réglementé de l'Union. Ce projet a déjà été approuvé par le Parlement européen en février 2002 et devrait être entériné par le Conseil européen en mai prochain. L'IASB est donc en passe de réussir à s'imposer comme référentiel européen.

Le cadre conceptuel de l'IASB privilégie une information financière en direction des investisseurs, supposés être les utilisateurs des états financiers les plus exigeants. Ainsi, la notion d'image fidèle et le principe de prééminence de la substance sur l'apparence sont mis en avant. Ce dernier principe n'existait pas dans la réglementation comptable française jusqu'en 1999, date à laquelle il a été introduit dans le cadre des nouveaux règlements sur les comptes consolidés. Les règles comptables françaises restent de fait fortement liées aux notions de droit (de propriété, de créance...) et accordent une place beaucoup plus importante au principe de prudence et à la règle du nominalisme (comptabilisation au coût historique) que les normes IAS. Il en résulte des discussions avec l'IASB sur le choix de certains concepts, tels que l'évaluation des éléments du bilan à leur « juste valeur ».

En effet, dans ses dernières normes, l'IASB privilégie l'évaluation en « juste valeur » du bilan des entreprises par rapport au coût historique. Pour l'IASB, cette méthode est censée apporter une information plus actuelle sur le véritable prix des actifs et des passifs, donc sur la valeur d'ensemble des entreprises, susceptible d'intéresser au plus haut point les investisseurs. Ainsi, la « juste valeur » est définie comme le montant pour lequel un actif ou un passif pourrait être échangé entre des parties bien informées et indépendantes l'une de l'autre. Sur un plan plus technique, elle devrait être égale à la valeur des flux de trésorerie futurs générés par l'actif ou le passif, actualisés au taux le plus récent du marché, ce qui correspond en principe au mode d'évaluation des actifs négociés sur les marchés internationaux, et notamment des instruments financiers.

L'IASB a tenté d'imposer ce mode d'évaluation à l'ensemble des instruments financiers, faisant des propositions en ce sens en mars 1997, puis en janvier 2001. Les avantages principaux avancés étaient que l'évaluation généralisée en « juste valeur » donnait une représentation objective des opérations, non susceptible de manipulation car vérifiable sur les marchés, et ce quel que soit le mode de gestion. De même, elle était actuelle et prédictive en ce sens qu'elle intégrait les dernières évolutions économiques et financières connues, reflétant ainsi correctement les risques encourus.

Ces propositions ont fait l'objet de nombreuses et vives critiques, notamment de la part des entreprises du secteur financier, auxquelles la Commission bancaire et la Banque de France se sont jointes. Il apparaît en effet que les arguments avancés par l'IASB pour conclure à la supériorité d'une évaluation en « juste valeur » sur le coût historique sont contestables. Ainsi, les valeurs de marché n'apparaissent objectives que pour les instruments activement négociés sur des marchés liquides. Dans le cas contraire, les instruments financiers doivent être évalués selon des modèles internes, introduisant une forte dose de subjectivité dans leur estimation, laquelle ne peut, de plus, pas être confirmée par une référence de marché. En outre, le risque de liquidité n'est pas correctement pris en compte dans ce cas, ce qui peut amener à comptabiliser des gains latents dont la réalisation n'est pas toujours assurée. Le principe de prudence n'est, de ce fait, pas respecté.

Surtout, l'affirmation selon laquelle le mode de gestion n'a pas d'influence sur la valeur des opérations aboutit à une représentation tout à fait inappropriée des activités bancaires gérées dans

²⁸ Securities and Exchange Commission, autorité de surveillance des marchés financiers américains.

une relation de long terme, ce qui est notamment le cas des activités d'intermédiation. Les résultats des établissements de crédit qui transforment une épargne collectée théoriquement à court terme en prêts à plus long terme, sont ainsi présentés dans une optique liquidative, fluctuant fortement en fonction du contexte général des taux d'intérêt, alors que ces activités sont gérées de manière à dégager de façon récurrente une marge d'intérêt peu sensible aux variations immédiates de ces taux. La mauvaise traduction comptable de ces activités pourrait amener les banques à se désengager de ce type d'activité, transférant la gestion du risque de liquidité et de taux aux autres agents économiques, moins aptes à les maîtriser et les mutualiser, ce qui nuirait à l'efficacité d'ensemble du système de financement de l'économie. En particulier, les conditions de financement des besoins à long terme des particuliers et des petites et moyennes entreprises, qui n'ont pas un accès direct aux marchés financiers, se détérioreraient.

Prenant acte de la vigueur et de la relative unanimité de ces critiques, l'IASB a, pour l'instant, renoncé à étendre l'évaluation en « juste valeur » des instruments financiers au-delà des activités de marché et des instruments dérivés. Toutefois, il reste convaincu de la validité de ce concept et a du mal à comprendre la forte opposition exprimée à ce sujet et les arguments évoqués. Ceci démontre qu'à l'avenir, compte tenu de l'importance grandissante des normes IAS dans le contexte du projet de règlement comptable européen, il sera nécessaire de dialoguer de plus en plus étroitement avec l'IASB, le plus en amont possible dans le processus d'élaboration de ses nouvelles normes, en apportant des contributions fouillées et argumentées.

Philippe BUI – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

Fiche thématique

n° 3.h.

LE PROCESSUS DE CODIFICATION DES TEXTES JURIDIQUES

La codification qui rassemble et classe dans des codes thématiques l'ensemble des lois en vigueur à la date d'adoption de ces codes a reçu un nouvel élan en 1989, en associant davantage le Parlement dans la phase « administrative » d'élaboration des codes, puis, surtout en lui confiant le soin de valider les dispositions codifiées lorsqu'elles sont législatives. Les critiques sur le foisonnement législatif et l'inaccessibilité des lois, les débats sur la nécessité de clarifier et de simplifier les lois se sont multipliés depuis lors : rapport du Conseil d'État en 1991, rapports de la Commission supérieure de codification, circulaire du Premier ministre du 30 mai 1996, débats parlementaires ayant conduit à la création d'un Office d'évaluation parlementaire de la législation (loi n° 96-516 du 14 juin 1996).

Dans sa décision n° 99-421 DC du 16 décembre 1999, le Conseil constitutionnel précise que la finalité de la codification répond « à l'objectif de valeur constitutionnelle d'accessibilité et d'intelligibilité de la loi ». Le Conseil affirme ainsi que le caractère effectif de l'égalité et de la garantie des droits passe par la connaissance suffisante que les citoyens peuvent avoir des normes qui leur sont applicables, plaçant ainsi dans une perspective nouvelle l'adage selon lequel nul n'est censé ignorer la loi, puisqu'il lui met une condition nécessaire qui est que la loi doit être accessible et intelligible. La codification est ainsi un moyen au service de l'exercice des libertés et des droits garantis par la Constitution.²⁹

Le stock des lois et règlements (8 000 lois, 90 000 règlements) est tel que la codification est devenue une priorité de l'action législative et réglementaire. Par exemple, le code monétaire et financier se substitue à un ensemble de cent lois et deux codes (Code des instruments monétaires et des médailles et Code des caisses d'épargne).

²⁹ Pour une analyse complète de la décision du Conseil constitutionnel, voir article « le principe constitutionnel de l'accessibilité et de l'intelligibilité de la loi Marie-Anne Frison-Roche et William Baranès, DALLOZ 2000 n° 23.

1. Codification législative à droit constant

L'article 3 de la loi n° 2000-321 du 12 avril 2000 relative aux droits des citoyens dans leurs relations avec les administrations (DCRA), consacre l'impératif de codification législative et le principe de sa réalisation à droit constant. Il définit la codification qui « rassemble et classe dans des codes thématiques l'ensemble des lois en vigueur à la date d'adoption de ces codes ». Le deuxième alinéa précise que : « La codification législative se fait à droit constant, sous réserve des modifications nécessaires pour améliorer la cohérence rédactionnelle des textes rassemblés, assurer le respect de la hiérarchie des normes et harmoniser l'état du droit ».

C'est le gouvernement qui décide de l'élaboration d'un code thématique, sous forme de programme de codification, après arbitrage interministériel. Au début de l'année 1990, le gouvernement a décidé de codifier les lois régissant le commerce, le droit des affaires, de la monnaie, de la banque et de la finance, en deux codes distincts. Le premier, le Code de commerce, devait recodifier le droit commercial qui avait échappé pour l'essentiel au code de 1807 toujours en vigueur, en particulier, le droit des sociétés, de la faillite et de la concurrence. Le second, le Code monétaire et financier (CMF), totalement nouveau, porterait sur le droit bancaire et financier, en plein essor.

La codification apparaît ainsi comme un élément de la politique législative définie par les pouvoirs publics où l'autonomie du droit monétaire, bancaire et financier par rapport au droit commercial et des sociétés est affirmée. Le CMF œuvre, notamment, dans le sens d'une reconnaissance du droit des marchés, qui transcende le droit des sociétés. Le régime d'émission des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, de même que la définition des actions et des obligations et des autres titres assimilés émis par ces sociétés concernent substantiellement le droit des sociétés et non le droit financier. L'essentiel des dispositions correspondantes figure donc en mode dit « pilote » dans le Code de commerce (livre II, titre II, chapitre VIII « Des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions ») et les références des quelques articles indispensables à l'application du CMF y sont cités en mode dit « suiveur »³⁰. En revanche, la définition même des valeurs mobilières, est codifiée en mode « pilote » dans le CMF car il s'agit d'une notion de droit financier.

La codification des dispositions relatives à la monnaie, qui étaient d'un accès particulièrement difficile et encombré de textes anciens, est une autre manifestation de ces choix politiques. Pour la première fois, un code rassemble des dispositions relatives à la monnaie dans cinq titres : l'unité monétaire et les règles d'usage de la monnaie, la monnaie fiduciaire, les instruments de la monnaie scripturale (chèque, carte et virement), la Banque de France, les relations financières avec l'étranger.

2. Codification par ordonnance

Le 21 septembre 2000, le Code de commerce était publié au Journal Officiel, suivi le 16 décembre 2000, du Code monétaire et financier (CMF)³¹. Il aura donc fallu plus de dix années pour que ces projets aboutissent.

³⁰ Une disposition est codifiée en mode pilote dans le code dont elle relève substantiellement. Lorsqu'une modification législative intervient, elle amende le code « pilote ». La disposition reprise en mode « suiveur » dans un autre code dans le cas où cette citation paraîtrait indispensable, est automatiquement modifiée par le renvoi fait à l'article du code pilote. Le Code pénal et le Code civil sont toujours « pilote ».

³¹ Annexes respectivement à l'ordonnance n° 2000-912 du 18 septembre 2000 et à l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000.

Ce délai révèle la complexité de la matière, mais aussi les vicissitudes auxquelles est soumise toute entreprise de codification. Outre les questions de recensement, puis de classement des textes, ainsi que de définition des périmètres respectifs et avec d'autres codes (Code général des impôts, Code de la consommation pour le CMF), l'existence d'un volume considérable de textes dont certains très anciens, l'intervention de réformes fréquentes et importantes de ces secteurs du droit (pour le CMF, réforme de la loi sur la Banque de France en 1992-1993, loi sur la modernisation des activités financières en 1995-96 (MAF), loi sur l'épargne et la sécurité financière en 1998-99, introduction de l'euro en 1999), ont constitué autant d'obstacles à l'achèvement des travaux.

Enfin, le Parlement³², en 1999, lors de l'examen du projet de loi DCRA précitée³³, a constaté le retard pris par la codification et la nécessité de faire aboutir les projets en cours alors même que le calendrier parlementaire ne permettait pas leur examen et leur adoption à un rythme satisfaisant. Le gouvernement a alors décidé de solliciter l'habilitation du Parlement afin d'adopter par ordonnance un ensemble de codes dont les travaux étaient achevés ou en cours d'achèvement au niveau de la Commission supérieure de codification (loi n° 99-1071 du 16 décembre 1999).

La codification par ordonnance est une mesure qui ne remet pas en cause la nature législative de la codification. Elle introduit, cependant, un risque contentieux particulier tant que la loi n'est pas venue ratifier l'ordonnance, rappelé par le Conseil constitutionnel dans sa décision précitée : « ...l'adoption de la partie législative d'un code par voie d'ordonnance conduit à la faire relever temporairement du régime contentieux des actes réglementaires ». Les dispositions en cause peuvent donc être contestées devant le juge administratif. Le gouvernement a bien déposé les projets de loi de ratification au Parlement, dans le délai de deux mois prévu par la loi d'habilitation, cependant, la législature s'est achevée fin février 2002 sans que leur examen ait eu lieu. Ils sont désormais caducs.

Toutefois, les ordonnances peuvent être considérées comme ayant reçu la validation parlementaire nécessaire à leur consolidation législative, en application de la jurisprudence du Conseil constitutionnel qui a reconnu le principe d'une ratification implicite des ordonnances à l'occasion d'une modification législative de l'ordonnance de 1986 sur la concurrence et les prix qui lui était déférée, pour laquelle aucune ratification n'était jamais intervenue. Il convient de noter à cet égard que les deux codes ont notamment été modifiés de manière significative dès la loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (droit des sociétés, de la concurrence, blanchiment, droit des marchés, des systèmes de paiement...).

3. Effet novatoire de la codification

La codification, même à droit constant, produit un effet novatoire résultant de l'abrogation des lois codifiées. Cet effet est particulièrement spectaculaire en ce qui concerne le CMF où les dispositions des grandes lois qui organisaient le secteur bancaire et financier sont en pratique éclatées, en fonction du plan du code et leurs dispositions réparties dans les différents livres : les dispositions de la loi bancaire sont réparties dans les livres III (les services), V (les prestataires) et VI (les autorités bancaires et financières) ; la loi MAF est répartie dans les livres II (les produits), III, IV (les marchés), V et VI. Ce plan reflète la volonté de mettre en exergue ce qui intéresse

³² Un membre de la commission des lois de chaque assemblée est membre de droit de la Commission supérieure (article 2 du décret n° 89-647 du 12 septembre 1989 relatif à la composition et au fonctionnement de la Commission supérieure de codification).

³³ Ce projet contenait à l'origine un programme de codification de vingt codes pour la durée de la législature, annexé à la loi.

d'abord le citoyen, l'épargnant, le client bancaire, l'investisseur ou, plus généralement, l'usager du code, à savoir les activités mêmes régies par le code.

L'effet novatoire de la codification tient également à la portée générale conférée à des définitions jusque-là limitées au texte dans lequel elles figuraient. Ainsi, les définitions des instruments financiers à terme (art. L 211-1-II) et des organismes de placement collectif (art. L 214-1) ne sont plus limitées à l'application d'une loi (MAF), mais leur portée est étendue au champ du CMF et plus généralement à toute la matière juridique financière. De même, la définition des valeurs mobilières qui figurait à l'article 1^{er} de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et portant création des fonds communs de créance, est généralisée (art. L 211-2). La notion juridique de valeur mobilière sort renforcée de la codification et coexiste ainsi avec la notion, plus large, d'instruments financiers issue de la loi MAF, dans laquelle elle est englobée.

La définition du crédit figurant à l'article 3 de la loi bancaire (art. L 313-1) reçoit aussi une portée générale et le livre III est marqué par la généralisation de la définition des systèmes de règlements interbancaires et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers qui passent des dispositions diverses de la loi bancaire (art. 93-1 et 93-2) à un titre particulier, leur reconnaissant ainsi une autonomie et une place spécifiques entre les marchés (livre IV) et les services bancaires et financiers (livre III).

La frontière entre le CMF et le Code de la consommation a provoqué un débat sur la portée de dispositions codifiées dans ce dernier. En effet, le Code monétaire et financier reprend en mode « suiveur » les articles du Code de la consommation relatifs au fichier des incidents de paiement caractérisés liés aux crédits accordés à des personnes physiques pour des besoins non professionnels (art. L 313-6), ainsi que les dispositions relatives au taux effectif global de l'art. L 313-4 (TEG) et au taux de l'usure (art. L 313-5). Quant à ces deux dernières dispositions, si l'antériorité du Code de la consommation lui a permis de les codifier en premier, d'un point de vue strictement juridique, elles auraient pu figurer tout aussi bien dans le CMF en mode « pilote ». En particulier, la codification dans le Code de la consommation a pu laisser penser que le législateur avait entendu ainsi limiter la portée des règles relatives au TEG et au taux de l'usure aux seuls consommateurs. En reprenant lesdites dispositions en mode « suiveur » dans le CMF, le codificateur a souhaité au contraire confirmer qu'elles sont d'application générale.

Rappelons enfin, que l'abrogation des lois n'affecte pas les actes réglementaires pris pour leur application comme l'a jugé la Cour de cassation³⁴. Décrets et arrêtés continuent donc de s'appliquer jusqu'à leur abrogation expresse par le décret de codification et la substitution des articles de la partie réglementaire du code.

Anne-Marie MOULIN – Banque de France – Direction des Services juridiques

³⁴ Cass.Crim. 16 octobre 1996 Kapp. Marc et Bihler Vincent. : « qu'en effet l'abrogation d'une loi à la suite de sa codification « à droit constant » ne modifie pas la teneur des dispositions transférées, ni leur portée ; qu'en outre, les arrêtés ou règlements légalement pris par l'autorité compétente revêtent un caractère de permanence qui les fait survivre aux lois dont ils procèdent, tant qu'ils n'ont pas été rapportés... ».

Fiche thématique

n° 3.i.

LES CRÉDITS IMMOBILIERS CONSENTIS AUX MÉNAGES EN 2001 ³⁵

1. L'évolution des crédits immobiliers consentis aux ménages ³⁶ par les établissements de crédit

Dans un contexte de taux d'intérêt favorables et de poursuite de la hausse des prix de l'immobilier, les mises en force de crédits nouveaux à l'habitat ont progressé de 3,8% en 2001 par rapport à l'année 2000, pour atteindre 66,2 milliards d'euros. La production est, cependant, en retrait par rapport à 1999, qui avait été exceptionnellement stimulée par la fin annoncée du dispositif d'amortissement de l'investissement locatif privé « Périssol ».

CRÉDITS MIS EN FORCE CONSENTIS AUX MÉNAGES					
(données brutes exprimées en millions d'euros)					
	1997	1998	1999	2000	2001
Total des prêts non aidés	45 077	50 426	68 529	61 970	64 573
<i>Prêts conventionnés</i>	4 659	5 147	6 673	6 315	6 042
<i>Prêts d'épargne-logement</i>	7 188	4 437	3 193	4 157	5 095
<i>Prêts libres</i>	33 230	40 842	58 663	51 498	53 436
Total des prêts aidés	1 863	1 701	1 818	1 762	1 609
<i>Prêts à l'accession à la propriété</i>	10	1	1	0	0
<i>Prêts à taux zéro</i>	1 853	1 700	1 817	1 762	1 609
Total général	46 940	52 127	70 347	63 732	66 182
Sources : Crédit foncier de France, Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale et Banque de France – Direction de la Conjoncture					
Réalisation : Banque de France – Direction de la Conjoncture – SESIA					

³⁵ Crédits recensés pour le montant total accordé dès le premier versement, quel que soit le montant de ce décaissement.

³⁶ L'étude complète figurera dans le bulletin mensuel du mois d'août (n° 104) de la Banque de France.

Évolution par type de prêt

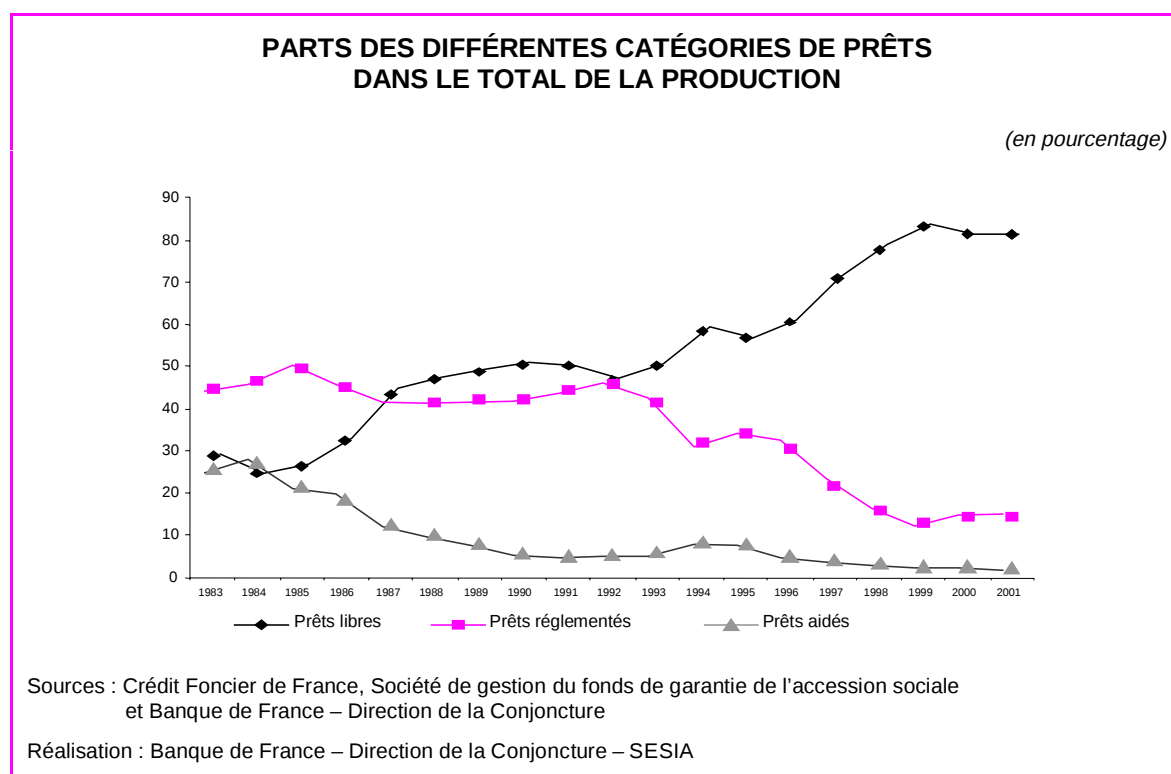
Les mises en force de prêts libres (81% du total) se sont accrues de 3,8%, en liaison avec les taux d'intérêt toujours attractifs proposés par les établissements de crédit.

Les prêts conventionnés (9% du total) ont diminué de 4,3%, en raison, notamment, de la concurrence des prêts libres.

Les prêts d'épargne-logement (8% du total) ont nettement progressé (+ 22,6%), grâce à l'arrivée à échéance de générations de plans dont les taux d'intérêt sont concurrentiels avec ceux des prêts libres. Toutefois, le taux de trésorerie inutilisée de l'épargne-logement reste très élevé (plus de 90%), les taux de rémunération en vigueur conduisant souvent les détenteurs de plans à utiliser ce produit comme un placement sans risque plus que comme un moyen d'accession à la propriété.

Atteignant 1,6 milliard d'euros, la distribution de prêts à taux zéro (PTZ) a de nouveau baissé (– 8,7%, après – 3% en 2000).

La part des prêts libres s'est maintenue, pour la troisième année consécutive, au-dessus du seuil de 80% ; ils ne représentaient au début des années quatre-vingt qu'un quart environ des crédits, à égalité avec les prêts aidés et loin derrière les prêts réglementés (prêts conventionnés et prêts d'épargne-logement, autour de 50%). Leur part n'a cessé de croître tandis que celle des prêts réglementés est revenue à 17% en 2001 et celle des prêts aidés à 2%.



2. L'évolution des crédits au logement non aidés par marchés

2.1. Marché des logements neufs

La distribution de prêts nouveaux pour l'acquisition de logements neufs (27% du total) a légèrement progressé (+ 1,7%). La croissance de ce type de financement, naturellement favorisée par la hausse des prix et le bon niveau de commercialisation observé sur l'habitat collectif et l'individuel groupé, a été freinée par le recul du marché de la construction de maisons individuelles en secteur diffus, dont les mises en chantier ont baissé de 5,8%.

2.2. Marché des logements anciens

Les mises en force de prêts pour l'acquisition de logements anciens (65% de la production) se sont révélées dynamiques (+ 6,2 % par rapport à l'année 200), sur un marché caractérisé par un accroissement modéré du nombre des ventes et par une hausse encore vive des prix.

2.3. Marché de l'amélioration-entretien de l'habitat

Les mises en force de crédits pour l'amélioration-entretien du logement (8% du total) ont un peu régressé (– 2%). Ce résultat est le reflet d'une stabilisation à un haut niveau du volume de travaux, après un exercice 2000 exceptionnellement stimulé par les conséquences des tempêtes de fin 1999.

Bruno RIZZARDO – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

4.

LES MARCHÉS DE CAPITAUX ET L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 4.a. La conservation des titres en France :
un métier et un paysage en pleine mutation
- 4.b. Les comptes financiers des sociétés d'assurance :
comparaison entre les statistiques de la FFSA
et de la comptabilité nationale
- 4.c. Le taux d'intermédiation financière : aspects méthodologiques
- 4.d. La sensibilité des banques françaises aux mouvements
de taux d'intérêt
- 4.e. La gestion indicielle
- 4.f. Les établissements de crédit et la communication financière
- 4.g. La cotation des entreprises par la Banque de France
et le nouveau contexte de l'analyse du risque de crédit
- 4.h. Les marchés des dérivés de crédit :
caractéristiques, évolution récente et premier bilan

4.1. L'activité des intermédiaires financiers

4.1.1. Les institutions financières monétaires (hors Banque de France et OPCVM monétaires) ¹

L'année 2001 s'est traduite par une augmentation de la production marchande, liée aux opérations de financement classiques. Conjuguée à la maîtrise des consommations intermédiaires, cette hausse a permis de renforcer à nouveau la valeur ajoutée.

Au passif du compte financier, la collecte des dépôts auprès de la clientèle non financière a fortement augmenté, ainsi que les émissions de titres de créance négociables. À l'actif, en contrepartie, les flux nets de crédits distribués ont progressé et les acquisitions de titres sont restées élevées.

En 2001, la politique suivie par les banques en matière de taux d'intérêt appliqués aux crédits a différé en fonction des échéances. En effet, les taux débiteurs à court terme ont globalement suivi l'évolution du taux court de marché (EURIBOR 3 mois), en particulier pour les prêts de moins d'un an accordés aux entreprises. Ils se sont donc plutôt orientés à la baisse, sur la seconde moitié de l'année.

En revanche, s'agissant des taux débiteurs à long terme, les banques n'ont répercuté la baisse des taux longs de marché qu'à partir du milieu de l'année 2001. En effet, jusqu'en juin, leurs taux débiteurs de long terme sont restés stables, alors même que les taux longs de marché tendaient à diminuer. Un tel comportement a pu traduire une stratégie de reconstitution des marges bancaires, en particulier sur les crédits à plus d'un an accordés aux entreprises, après une période marquée par des taux longs de marché supérieurs aux taux débiteurs à long terme appliqués aux prêts aux entreprises.

4.1.1.1. Compte non financier ²

La production a continué d'augmenter (+ 4%). Toutefois ses deux composantes, services facturés et intermédiation financière « classique », ont connu des évolutions divergentes et inversées par rapport à l'an passé. Les services facturés ont été affectés par l'évolution heurtée des marchés, qui a réduit les volumes de titres échangés et la valorisation des portefeuilles, générateurs de commissions et de droits de garde sur titres. L'intermédiation financière « classique » a, en revanche, pallié la diminution des ressources générées par les autres activités, bénéficiant de la poursuite de la décade des taux. La part des SIFIM dans la production marchande s'est redressée (+ 7,5%) après plusieurs années de baisse (– 46,3% en 2000 et – 47,9% en 2001) ; la progression enregistrée (+ 2,5 milliards d'euros) représente d'ailleurs l'essentiel de l'augmentation de la valeur ajoutée, qui est passée de 43,4 milliards d'euros à 46,6 milliards en 2001.

¹ Les commentaires s'appuient sur les comptes nationaux et non sur les statistiques établies par le Secrétariat général de la Commission bancaire. Des différences méthodologiques ne permettent pas un rapprochement systématique entre des grandeurs qui paraissent conceptuellement proches (exemple: valeur ajoutée des comptes nationaux et produit net bancaire de la Commission bancaire...).

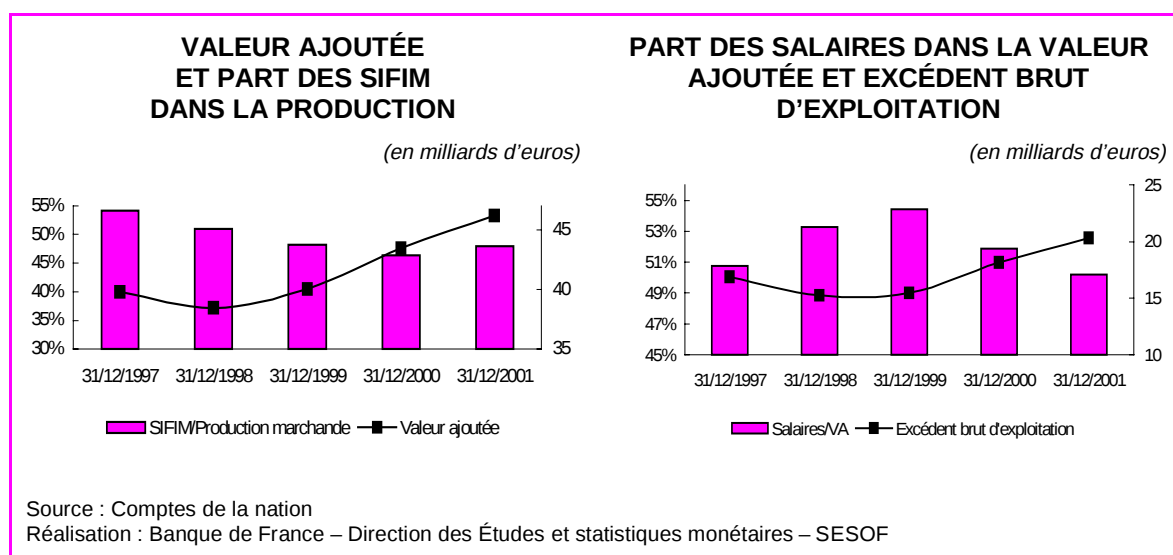
² En comptabilité nationale SEC95, les pertes sur créances irrécouvrables ne sont pas, en principe, comptabilisées en charges du compte non financier. Seules les remises de dettes résultant d'un accord explicite entre créanciers et débiteurs sont enregistrées « au-dessus de la ligne », en transfert de 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.

La croissance modérée de la masse salariale (+ 2,9% après + 3,8% en 2000), dans un contexte de mise en place des 35 heures, a conduit à une forte progression de l'excédent brut d'exploitation (+ 11,8%) à 20,3 milliards d'euros, confirmant ainsi l'amélioration observée en 2000.

L'épargne nette a progressé (+ 11,2%) malgré des impôts courants élevés (+ 2,9 milliards d'euros), imputables aux bons résultats des établissements de crédit en 2001. Cette amélioration résulte de l'évolution des dividendes nets : hausse des dividendes reçus (+ 11,2%), diminution importante des dividendes versés (- 10,3%).

La formation brute de capital fixe a amorcé sa première décrue (- 2,6%), après plusieurs années de forte progression.

Au total, la capacité de financement a enregistré une forte augmentation de 25,1%, pour atteindre 8,4 milliards d'euros.



4.1.1.2. Opérations financières

Les dettes

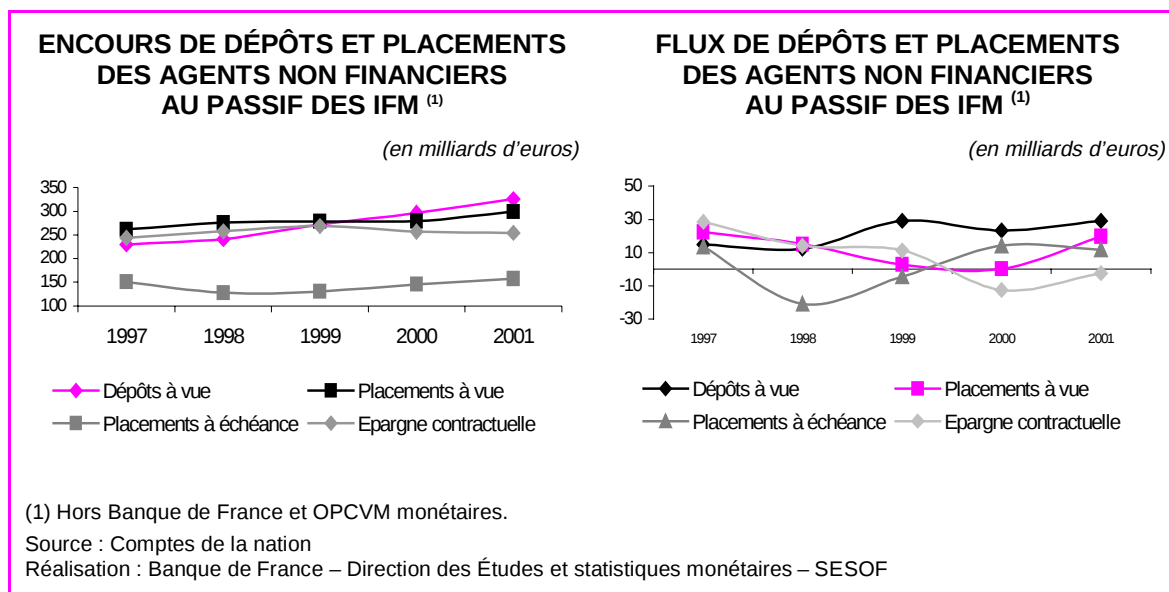
Les encours de dépôts à vue des agents non financiers et des non-résidents auprès des institutions financières ont nettement progressé avec un flux de + 28,9 milliards d'euros contre + 23,2 milliards en 2000. Cette évolution est principalement liée à la constitution d'encaisses par les ménages et les sociétés non financières.

Après quatre années de forte décélération, les placements à vue ont largement augmenté avec un flux de + 19,7 milliards d'euros en 2001, après + 0,1 milliard en 2000. La collecte sur les livrets A s'est élevée à 1,6 milliard d'euros en 2001, alors qu'une décollecte moyenne de 3,15 milliards avait pu être observée au cours des sept années précédentes. Cette tendance à la hausse se retrouve sur l'ensemble des autres produits, à l'exception des livrets d'épargne populaire qui avaient enregistré une croissance très forte et retrouvent les taux de progression des autres produits.

Les placements à échéance se sont caractérisés, pour la deuxième année consécutive, par un flux de collecte conséquent, de + 12,8 milliards d'euros après 14 milliards en 2000 ; le rythme de croissance des dépôts à terme n'a pas cessé de croître sur l'ensemble de l'année 2001.

Enfin, la décrue de l'épargne contractuelle s'est ralentie (- 2,5 milliards d'euros contre - 12,5 milliards en 2000). Les encours des plans d'épargne populaires ont chuté de 12,3%, cependant que les plans d'épargne logement ont légèrement progressé, de + 2,6%.

Au total, la collecte nette de l'ensemble des dépôts s'est élevée à 58,9 milliards d'euros, contre 32,7 milliards en 2000.



Tous supports confondus, les émissions nettes de titres (+ 45,4 milliards d'euros) ont également contribué de manière significative à procurer des ressources aux institutions financières monétaires.

Les émissions de titres de créance négociables, ont permis d'obtenir 36,9 milliards d'euros, après 13,3 milliards en 2000. La progression des billets de trésorerie a de nouveau compensé la baisse des encours de certificats de dépôts.

Concernant les obligations, un flux net positif d'émissions a été enregistré pour la deuxième année consécutive (+ 8,5 milliards d'euros après 2,2 milliards en 2000).

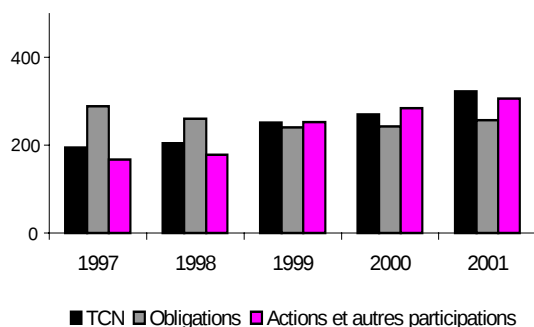
À l'inverse, l'évolution des marchés financiers observée en 2001 a pesé sur les flux nets d'émissions d'actions et autres participations, négatifs à hauteur de - 0,2 milliard d'euros contre + 4,6 milliards en 2000. Bien que très en deçà de celle de l'année précédente, l'appréciation de la valeur des actions émises par les sociétés du secteur a été la seule origine de l'augmentation de l'encours (+ 8,1%).

L'abondance de la collecte de dépôts s'est accompagnée d'une vigoureuse reprise des opérations interbancaires. La tendance fortement négative suivie par le recours aux opérations de pension en 2000 s'est fortement infléchie (- 8,6 milliards d'euros observés contre - 50,6 milliards en 2000), cependant que le passif vis-à-vis des correspondants financiers a continué à croître fortement (+ 75,2 milliards d'euros après 55,1 milliards en 2000).

On observe une augmentation très sensible des avoirs nets des institutions financières monétaires (+ 39,3 milliards d'euros), essentiellement vis-à-vis des non-résidents.

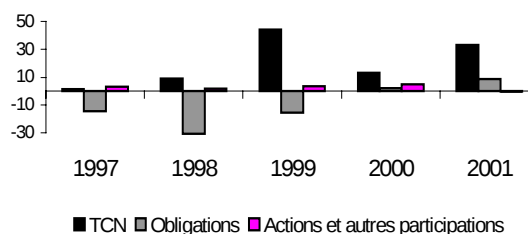
ENCOURS DE TITRES AU PASSIF DES IFM ⁽¹⁾

(en milliards d'euros)



FLUX DE TITRES AU PASSIF DES IFM ⁽¹⁾

(en milliards d'euros)



(1) Hors Banque de France et OPCVM monétaires.

Source : Comptes de la nation

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

Les créances

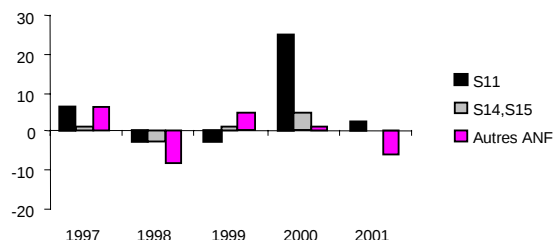
Les crédits accordés par les institutions financières monétaires aux agents non financiers résidents et non résidents n'ont progressé, en flux, que de + 48,5 milliards d'euros en 2001 contre + 90,1 milliards en 2000.

La hausse est imputable aux seuls crédits à long terme (flux de + 49,1 milliards d'euros contre + 58,9 milliards en 2000), avec une légère prédominance des concours octroyés aux entreprises sur le crédit à l'habitat des ménages.

À l'inverse, l'abondance des disponibilités à l'actif des sociétés non financières et des ménages a fortement réduit le recours aux crédits à court terme (– 0,6 milliard d'euros contre + 28,8 milliards l'an passé, en flux), laissant aux établissements une trésorerie abondante disponible pour financer d'autres opérations.

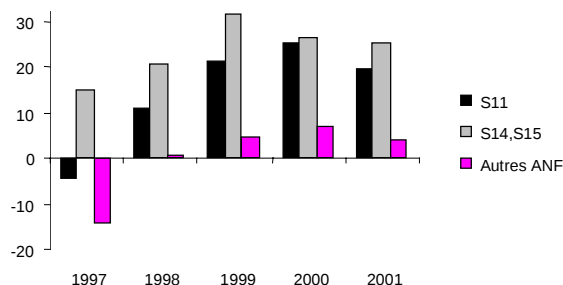
FLUX DE CRÉDITS CT ACCORDÉS PAR LES IFM ⁽¹⁾

(en milliards d'euros)



FLUX DE CRÉDITS LT ACCORDÉS PAR LES IFM ⁽¹⁾

(en milliards d'euros)



(1) Hors Banque de France et OPCVM monétaires.

S11 : sociétés

S14-S15 : ménages et entreprises individuelles

Autres ANF : autres agents non financiers

Source : Comptes de la nation

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

Au total, les acquisitions nettes de titres ont constitué un flux de + 55,8 milliards d'euros en 2001 contre + 1 milliard en 2000.

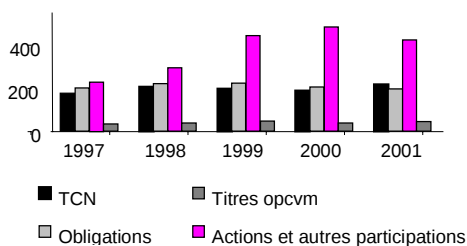
Les mutations affectant le secteur se sont poursuivies, notamment avec les opérations de restructuration du réseau du Crédit agricole. Elles se sont traduites dans les comptes nationaux par un renforcement des placements en actions avec un flux de + 26,4 milliards d'euros en 2001.

Concernant les autres placements en titres, les cessions sur obligations, supérieures aux achats en 2001, ont généré un flux net de - 9,2 milliards d'euros, toujours négatif, mais en diminution par rapport à l'année précédente (- 19,6 milliards). Malgré une légère remontée en milieu d'année, les taux de rendement en bourse sont demeurés peu attrayants.

En définitive, les disponibilités restant à placer se sont investies pour l'essentiel en titres de créance négociables, avec un flux de + 14 milliards d'euros contre - 12,3 milliards en 2000, et, dans une moindre mesure, en titres d'OPCVM (+ 7,3 milliards d'euros). Parmi ces derniers, la reprise des placements en OPCVM obligataires a compensé le repli des OPCVM « actions ».

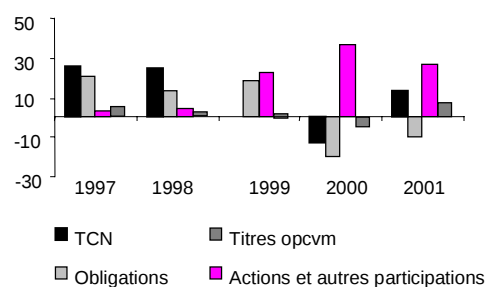
ENCOURS DE TITRES À L'ACTIF DES IFM (1)

(en milliards d'euros)



FLUX DE TITRES À L'ACTIF DES IFM (1)

(en milliards d'euros)



(1) Hors Banque de France et OPCVM monétaires.

Source : Comptes de la nation

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

PRINCIPALES OPÉRATIONS DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES MONÉTAIRES EN COMPTABILITÉ NATIONALE (HORS BANQUE DE FRANCE ET OPCVM) BASE 95					
<i>(en milliards d'euros)</i>					
	1997	1998	1999	2000	2001
Soldes des comptes non financiers					
SIFIM	33,7	31,9	32,0	33,1	36,2
Valeur ajoutée	39,8	38,4	40,0	43,4	46,6
Excédent brut d'exploitation	16,9	15,3	15,5	18,2	20,3
Capacité de financement	8,5	6,7	6,0	6,7	10,6
Opérations du compte financier					
Pour information : pertes nettes sur créances irrécouvrables	8,7	7,7	5,9	6,3	5,7
Flux de dettes					
Dépôts à vue (agents non financiers + non résidents)	14,9	12,1	29,1	23,2	28,9
Placements à vue (id.)	22,3	14,9	2,7	0,1	19,7
Placements à échéance (id.)	13,5	- 21,0	- 4,1	13,3	12,8
Épargne contractuelle (id.)	28,5	14,1	11,3	- 12,5	- 2,5
Titres	- 10,2	- 20,1	32,3	20,2	45,2
Flux de créances					
Crédits aux agents non financiers et au reste du monde	10,1	19,3	61,5	90,1	48 ,5
<i>dont crédits à court terme</i>	13,8	- 13,4	4,0	31,2	- 0,6
<i>dont crédits à long terme</i>	- 3,7	32,6	57,4	58,9	49,1
Titres	55,0	45,7	43,9	1,0	55,8
Source : Comptes de la nation Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques et monétaires – SESOF					

4.1.2. Le secteur des assurances ³

En drainant environ les deux tiers des flux de placements à long terme des ménages en 2001, le secteur des assurances demeure un rouage essentiel du financement de l'économie. Les turbulences boursières ont néanmoins fortement pesé sur les souscriptions de produits en unités de compte, expliquant la diminution des cotisations et, en conséquence, celle des flux de placements des entreprises d'assurance.

Une collecte en repli sensible

Après deux années de croissance soutenue des flux de cotisations, une baisse de 4,7% a été enregistrée (125,7 milliards ⁴ d'euros en 2001 contre 131,9 milliards d'euros en 2000). Ce recul est toutefois moins important que celui qui avait été enregistré en 1998 par la profession (- 11%).

³ 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.

⁴ Référence : enquête de conjoncture n° 66 de mars 2002.

Le moindre succès de l'assurance de personnes, dont la collecte nette s'est établie à 92,7 milliards d'euros contre 99,7 milliards d'euros l'année précédente (– 7%), explique l'essentiel de cette évolution.

Du point de vue des types de contrats, le repli concerne essentiellement les contrats à adhésion individuelle, dont les cotisations nettes sont passées de 80,2 milliards d'euros en 2000 à 73,3 milliards en 2001. Il n'a que faiblement affecté les contrats à adhésion collective⁵, souscrits par l'intermédiaire d'entreprises ou d'associations, dont les versements demeurent plus réguliers car ils répondent à l'engagement par ces dernières de faire bénéficier ultérieurement leurs adhérents de certaines prestations (retraite supplémentaire...).

Toutefois, le recul observé au cours de l'année 2001 doit être relativisé. L'augmentation de la collecte au titre des affaires nouvelles sur les contrats à adhésion individuelle en 2000 ayant été particulièrement forte (+ 20%), 2001 conserve un niveau de collecte qui reste important.

L'évolution n'est pas non plus la même pour tous les produits. Depuis quelques années, les assureurs ont développé une offre de produits d'assurance vie liés à l'évolution du marché boursier, le plus souvent par l'intermédiaire de contrats à adhésion individuelle en unités de compte. Adossés à des supports en actions ou en titres d'OPCVM d'actions ou diversifiées, ces derniers ont connu une relative désaffection de la part du public à la suite de la baisse des cours de bourse. La part de ces contrats dans le flux total de souscriptions de produits d'assurance vie est ainsi passée de 45% en 2000 à 27% en 2001.

Le repli de l'assurance vie a été partiellement amorti par le bon comportement des contrats classiques en euros, assortis de taux de rendement garantis. Ces produits ont bénéficié tant d'une augmentation de 15% des souscriptions, que de sorties de faible importance. Ces dernières, mesurées par les prestations versées, s'expliquent, notamment, par l'impact des avantages fiscaux liés aux successions, qui sont une raison fréquente des souscriptions.

Le chiffre d'affaires pour l'assurance de biens et de responsabilité a cru à un rythme soutenu en 2001 : + 5%, soit 33 milliards d'euros, contre + 3,9% en 2000.

Une progression sensiblement ralentie des provisions techniques

En contrepartie des cotisations reçues et des primes versées, les sociétés d'assurance constituent des provisions techniques qui représentent le principal poste du passif de leur bilan. Ces provisions techniques, destinées à couvrir les engagements envers les bénéficiaires de contrats d'assurance vie et d'assurance dommages, se sont élevées à 820,8 milliards d'euros en 2001 contre 773 milliards d'euros en 2000. Depuis deux ans, leur taux de progression se réduit sensiblement, passant de 9,7% en 2000 à 6,2% en 2001, alors qu'il avait atteint une moyenne de 13% sur la période 1997-1999.

5 Ces contrats correspondent essentiellement aux systèmes de retraite d'entreprises, aux contrats d'assurance décès et aux contrats liant des groupes professionnels.

ACCROISSEMENT DES PROVISIONS TECHNIQUES DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE*(en milliards d'euros)*

	1998	1999	2000	2001
Droits nets des ménages (A)	58,1	73,9	65,5	45,0
Provisions techniques dommages (B)	3,6	9,8	2,6	2,8
Variation d'encours des réserves techniques d'assurances (1) (A) + (B)	61,8	83,8	68,1	47,7

(1) Y compris plus ou moins-values des contrats en unités de compte

Source : Comptes nationaux

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

L'évolution de l'encours de provisions mathématiques d'assurance vie, qui représente la dette actualisée des sociétés d'assurance vie envers leurs souscripteurs, explique en grande partie le recul net de la progression d'ensemble des provisions techniques. Le ralentissement provient essentiellement du tassement des souscriptions de contrats en unités de compte et de la baisse de la valeur des supports de ces contrats (moins-value sur les contrats en unités de compte).

Les encours de provisions d'assurance dommages, qui comprennent principalement les provisions pour primes et sinistres, ont maintenu leur taux de progression d'environ 3% de l'année 2000, très en deçà de la progression de 13,4% constatée en 1999. Ceci s'explique par les règlements effectués en 2000 et 2001 pour régler les sinistres qui avaient donné lieu en 1999 à la constitution de provisions exceptionnellement importantes.

ENCOURS DES PROVISIONS TECHNIQUES DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE*(en milliards d'euros)*

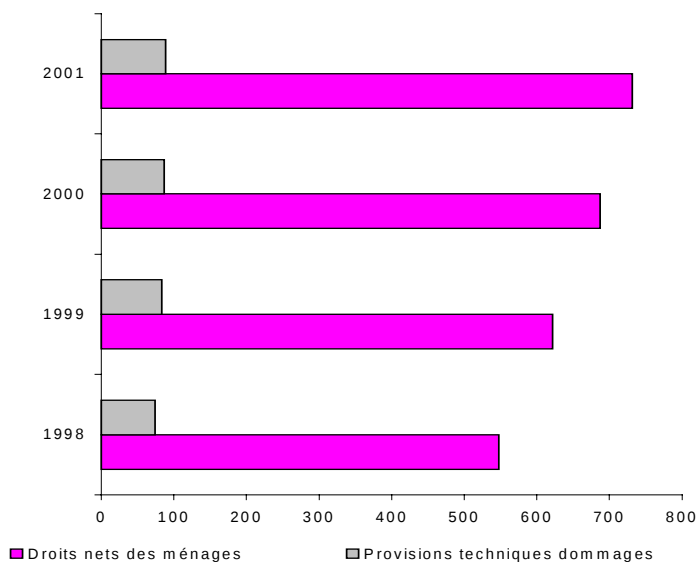
	1998	1999	2000	2001
Droits nets des ménages (A) Assurance vie et fonds de pension	547,4	621,4	686,9	731,8
Provisions techniques dommages (B)	73,7	83,6	86,2	89,0
Provisions techniques d'assurance (A) + (B)	621,2	704,9	773,0	820,8

Source : Comptes nationaux

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

ENCOURS DES PROVISIONS TECHNIQUES D'ASSURANCE

(en milliards d'euros)



Source : Comptes nationaux

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

L'assurance vie demeure toutefois un produit de placement important

Les placements en assurance vie conservent, cependant, une place prépondérante dans les actifs financiers des ménages, dont ils représentent 69% des flux en 2001 après 85% en 2000, année de forte croissance de ces produits. Sur la période 1995-1999, cette proportion était de 62%, en moyenne.

Deux facteurs principaux peuvent expliquer le succès de ces produits : des rendements attractifs (malgré les baisses récentes) et un régime successoral favorable.

RENDEMENTS DES CONTRATS D'ASSURANCE VIE POUR LES MÉNAGES

(montants en milliards d'euros)

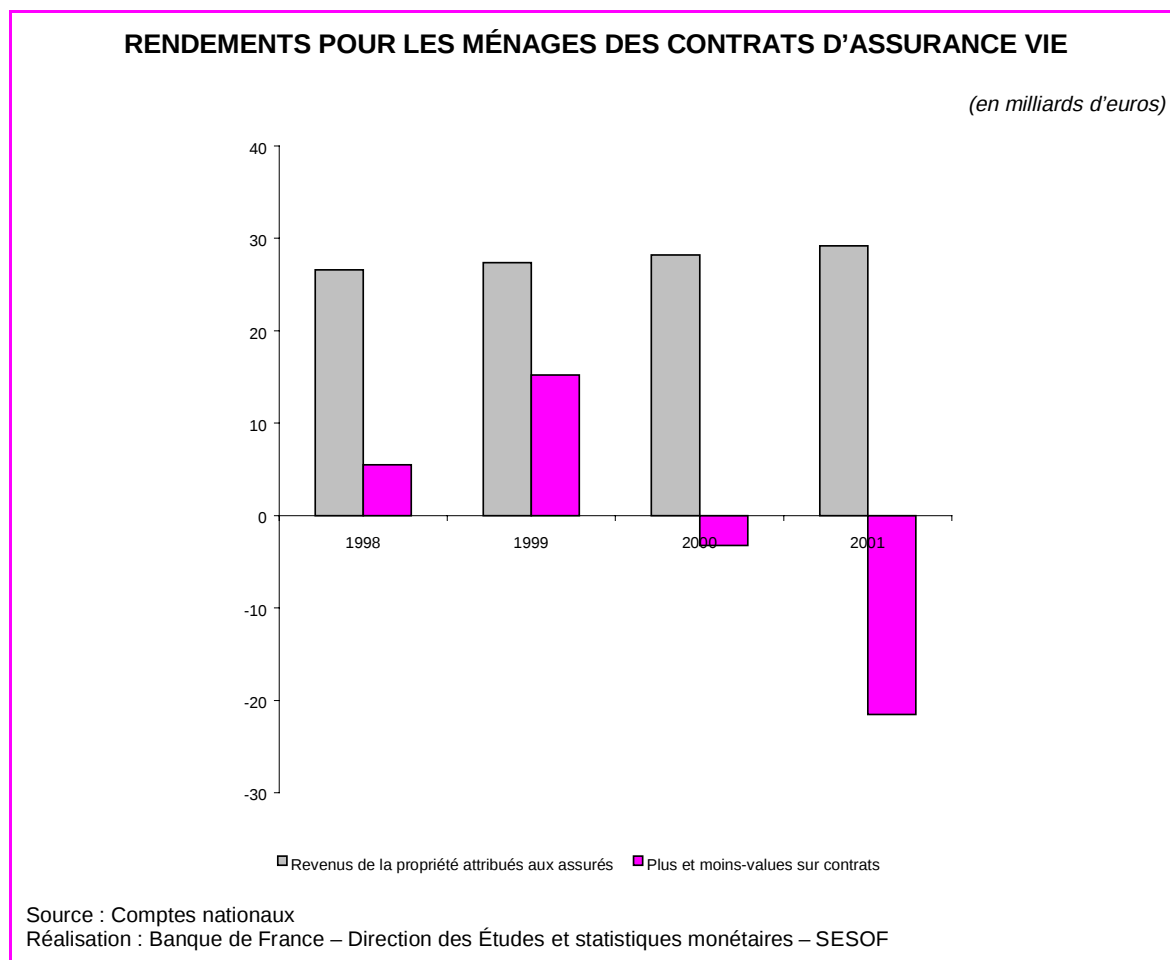
	1998	1999	2000	2001
Revenus de la propriété attribués aux assurés	26,6	27,3	28,2	29,2
Plus ou moins-values sur contrats en unités de compte (1)	5,5	15,2	- 3,2	- 21,5
Taux de rendement apparent (2)	5,9%	6,8%	3,6%	1,1%

(1) Estimation.

(2) Le taux apparent est égal au rapport de la somme des intérêts et des plus ou moins-values sur contrats en unités de compte sur les encours des droits des ménages.

Source : Comptes nationaux

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



Globalement, le rendement des contrats d'assurance vie pour les ménages suit une tendance baissière depuis deux ans, passant de 3,6% en 2000 à 1,1% en 2001 après avoir atteint 6,8% en 1999.

Ce repli est dû aux moins-values sur les contrats en unités de compte. À l'inverse, si on isole le montant des intérêts sur les contrats en euros et qu'on le rapporte à une estimation du montant des placements en obligations correspondants, on observe au titre de 2001 un taux de 6,6%, du même ordre de grandeur que les années précédentes.

Les placements financiers des assurances : un moindre investissement en titres à revenu variable

L'évolution de l'encours de placements des sociétés d'assurance se caractérise cette année par une quasi-stagnation (1,3%) après une croissance moyenne de 12% depuis deux ans.

Les placements obligataires ont drainé la majeure partie des fonds collectés par les sociétés d'assurance (69,1% du total). Ils répondent à la contrainte qu'impose aux sociétés d'assurance la nécessité de servir un taux garanti attractif aux contrats en euro, dont le comportement s'est avéré assez dynamique. Par contre-coup de la valorisation négative des autres types de placements, la part des obligations dans l'encours de l'ensemble des placements financiers s'est accrue à 50,3%, après 46,1% en 2000.

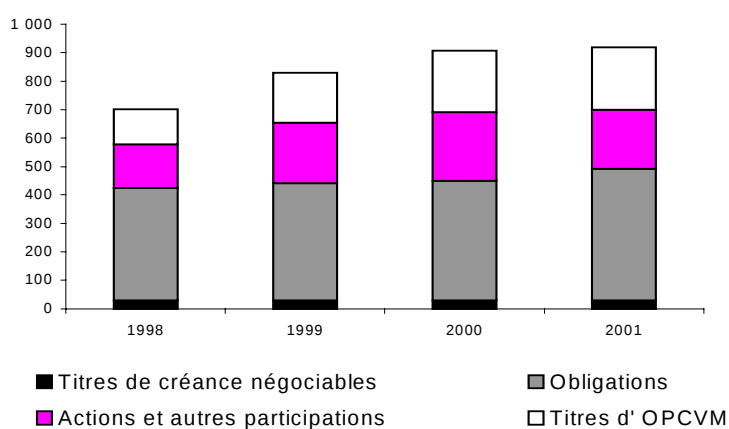
Le succès des placements en contrats à unités de compte adossés à des produits monétaires s'est traduit par l'augmentation des souscriptions d'OPCVM monétaires. L'activité en matière de titres de créance négociables est restée négligeable.

À l'inverse, les souscriptions d'OPCVM généraux se sont inscrites en forte baisse, subissant les effets du repli sensible des contrats en unités de compte adossés à des actions ou à des OPCVM investis en actions,

Le mouvement de repli affectant les titres à revenu variable est plus sensible encore en ce qui concerne les actions. Leur encours ne représente plus que 22,6% du portefeuille total contre 26,6% en 2000, diminution qui affecte tant les actions cotées (passant de 123,1 milliards d'euros à 106,3 milliards d'euros en 2001) que les actions non cotées (s'élevant à 94,5 milliards d'euros en 2000 pour fléchir à 75,1 milliards en 2001). Cette évolution provient à la fois d'une moins-value de l'ordre de 16% et du repli des flux d'achats nets, 5,1 milliards d'euros en 2001 contre 20,8 milliards en 2000.

ENCOURS DE PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE

(en milliards d'euros)



Source : Comptes nationaux

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

PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE				
(montants en milliards d'euros)				
	1998	1999	2000	2001
Encours	701,2	829,8	907,4	919,3
Titres de créance négociables	30,1	29,2	30,1	29,2
Obligations	393,8	411,8	418,6	462,8
Actions et autres participations	154,4	213,4	241,3	207,5
<i>dont actions cotées</i>	70,0	98,3	123,1	106,3
<i>actions cotées en euros</i>	66,4	92,7	115,2	97,2
<i>actions cotées en devises</i>	29,6	39,2	40,7	34,2
<i>dont autres participations</i>	18,8	21,2	23,7	26,2
Titres d'OPCVM	122,9	175,4	217,4	219,7
<i>dont titres d'OPCVM monétaires</i>	25,9	32,7	37,2	45,8
<i>dont titres d'OPCVM généraux</i>	93,5	140,6	177,7	172,7
Flux	53,1	67,6	72,3	58,6
Titres de créance négociables	- 0,1	0,3	2,4	- 1,0
Obligations	25,4	38,7	8,3	40,5
Actions et autres participations	- 0,8	0,6	20,8	5,1
<i>dont actions cotées</i>	1,4	- 3,1	19,3	7,4
<i>actions cotées en euros</i>	2,4	- 4,2	17,7	5,0
<i>actions cotées en devises</i>	- 1,1	1,2	1,6	2,3
<i>dont actions non cotées</i>	- 2,7	2,0	0,8	- 3,3
<i>actions non cotées en euros</i>	- 2,8	1,4	- 1,0	- 3,0
<i>actions non cotées en devises</i>	0,1	0,6	1,8	- 0,2
<i>dont autres participations</i>	0,5	1,6	0,7	1,0
Titres d'OPCVM	28,6	28,1	40,8	14,0
<i>dont titres d'OPCVM monétaires</i>	7,3	5,6	4,4	8,2
<i>dont titres d'OPCVM généraux</i>	19,7	23,8	36,0	7,1
Source : Comptes nationaux Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SESOF				

4.1.3. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières

Croissance moins soutenue des encours

En dépit du ralentissement économique, des évolutions boursières des valeurs de la Nouvelle économie et des événements du 11 septembre, l'année 2001 s'est terminée par une progression de 4,5% des encours des OPCVM domiciliés en France. Les encours ont progressé de 38,3 milliards d'euros, atteignant ainsi un total de 796,9 milliards. Cette évolution, certes faible comparée à celle des années précédentes, est toutefois supérieure à la moyenne européenne de 2,3%. Deux marchés se partagent le leadership en Europe. Si le Luxembourg est désormais premier en tant que centre administratif et de domiciliation d'OPCVM, la France conserve sa place de leader de la gestion financière de fonds au niveau européen, suivie, de loin, par le Royaume-Uni et l'Italie.

Les évolutions ont divergé selon les catégories d'OPCVM considérées et, si l'on exclue les OPCVM monétaires, l'actif net des autres OPCVM à vocation générale a diminué en 2001 : - 1,2% contre + 16,3 % en 2000.

Évolution des différentes catégories d'OPCVM

Report sur les OPCVM monétaires⁶

Compartiment le plus dynamique des OPCVM, les fonds investis en titres d'OPCVM monétaires ont accéléré leur progression, en 2001, du fait de la réallocation des portefeuilles en faveur des actifs à faible risque, de la faible pentification de la courbe des taux sur l'année et du recul des marchés d'actions. L'encours a atteint 255,9 milliards d'euros à la fin de l'année, après 210,7 milliards en 2000, soit une progression de + 21,5% contre + 17,1% en 2000.

Nette accélération du rythme de croissance des OPCVM garantis

Les OPCVM garantis, qui ont pour objectif de garantir le capital investi et d'assurer une certaine performance, ont eux aussi bénéficié de la volonté des investisseurs de réduire leur risque de portefeuille. L'encours s'est élevé à 37,2 milliards d'euros en 2001, contre 33,9 milliards en 2000, soit un taux de croissance de 9,7% en 2001, contre 1,2% en 2000.

Moindre progression des OPCVM obligataires

Malgré la faible pentification de la courbe des taux, l'encours des titres d'OPCVM obligations et autres titres de créance a progressé, s'établissant à 135,9 milliards d'euros en 2001, contre 129,2 milliards en 2000. Le taux de croissance a cependant diminué, à + 5,2% en 2001 contre + 6,4% en 2000.

Nette diminution des OPCVM actions

Subissant les effets du repli des investisseurs vers des actifs à moindre risque et de la dépréciation corrélative des cours boursiers, l'encours de titres d'OPCVM actions a nettement diminué, à - 6,9% contre + 18,4% en 2000. Ce segment a plutôt bien résisté compte tenu de la baisses des indices boursiers en 2001. Il s'est établi à 170,5 milliards d'euros, après 183,1 milliards en 2000.

Légère contraction des OPCVM diversifiés

Investis à la fois en actions et en obligations, les OPCVM diversifiés ont logiquement connu une progression comprise entre celle des OPCVM actions et celle des OPCVM obligations. Leur portefeuille étant en majorité constitué d'actions, ils ont enregistré un fléchissement de 2,1%, en fort contraste avec leur dynamisme en 2000 (+ 24,9%). L'encours s'est établi à 197,5 milliards d'euros en 2001, contre 201,7 milliards en 2000.

⁶ Par souci d'homogénéité avec les autres OPCVM, le taux de croissance de ces OPCVM est ici calculé comme la variation relative de l'encours entre décembre 2001 et décembre 2000, et non comme un chaînage des taux de croissance mensuels, calcul qui donnerait alors un taux de croissance de + 34,8%. Il diffère donc de celui publié par ailleurs.

POPULATION ET ACTIVITÉ DES OPCVM À VOCATION GÉNÉRALE*(encours à fin décembre, en milliards d'euros, glissement annuel en pourcentage)*

	Nombre d'unités			Encours			Variation en glissement annuel	
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	2000	2001
OPCVM	6 611	7 035	7 478	650,9	758,6	796,9	16,5	5,1
Monétaires	672	662	663	179,9	210,7	255,9	17,1	21,5
Obligations	1 433	1 324	1 270	121,4	129,2	135,9	6,4	5,2
Actions	1 383	1 620	1 803	154,7	183,1	170,5	18,4	- 6,9
Diversifiés	2 449	2 736	3 015	161,4	201,7	197,5	24,9	- 2,1
Garantis	674	693	727	33,5	33,9	37,2	1,2	9,8

Sources: Banque de France – Direction des Études et Statistiques monétaires – SASM et Commission des opérations de bourse

Réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SASM

4.1.4. Les fonds communs de créances

L'encours des fonds communs de créances pour lesquels il est fait appel public à l'épargne s'est élevé à 15,3 milliards d'euros en 2001 après 14,9 milliards en 2000. Ce redressement reflète l'augmentation du montant des parts émises dans le public, qui a plus que doublé par rapport à l'année précédente, tout en demeurant, inférieur aux montants annuels d'émissions atteints à la fin des années quatre-vingt-dix. Les éléments ci-dessous portent exclusivement sur les FCC faisant appel public à l'épargne. Il n'existe pas de statistiques relatives à l'encours des FCC privés, qui constituent la plus grande partie des FCC émis, mais il convient de garder à l'esprit l'existence de ce segment dont le dynamisme ne se dément pas depuis plusieurs années.

Opérations publiques

Quatre nouveaux fonds ont été lancés, contre deux en 2000. Les créations de compartiments et les réémissions de parts par des FCC existants se sont développées. Si les émissions ont été plus soutenues pour s'établir à 3,6 milliards d'euros, le nombre de fonds actifs est tombé à 71 à la fin 2001 contre 79 à la fin 2000. Au total, l'encours des FCC publics a progressé de 2,7% pour atteindre 15,3 milliards d'euros.

Les titrisations de prêts à l'habitat ont représenté la plus grande part des montants titrisés en 2001. Ainsi, un nouveau fonds CRISTALYS a lancé deux compartiments pour un montant totalisant 1 milliard d'euros et le FCC MASTER DOMOS a procédé à une réémission pour 600 millions d'euros. Par ailleurs, deux titrisations de crédits automobiles ont été mises en place pour la première fois en France, avec une opération de taille importante, 1 milliard d'euros pour le FCC AUTO ABS, et une émission de 194 millions d'euros pour le FCC TITRI SOCRAM.

Enfin, les titrisations de prêts à la consommation ont représenté un volume émis de 807 millions réparti sur trois fonds, le FCC CIC CONSO et son compartiment CONSO 1 qui a émis pour 317 millions d'euros, le FCC LIBRAVOU avec le lancement d'un nouveau compartiment pour 170 millions d'euros et le fonds MASTER NORIA dont les réémissions ont atteint 320 millions d'euros.

Titrisation d'actifs refinancés sur le marché des billets de trésorerie

En 2001, la croissance des encours de FCC publics a été, pour une bonne part, alimentée par l'émission de nouvelles tranches dans des fonds existants et par le lancement de deux nouveaux véhicules émetteurs de billets de trésorerie (créés en vue de refinancer, entre autres actifs, des FCC existants ne faisant pas l'objet d'un placement public). Le nombre de programmes de ce type à la fin de l'année 2001 est de dix-huit. Ces programmes, qui ont servi principalement à titriser des créances commerciales, sont à l'origine d'un encours de billets de trésorerie de 18 milliards d'euros en augmentation de 48% par rapport à la fin 2000. Cet encours représentait 22% de l'encours global des billets de trésorerie à la fin 2001.

4.1.5. Les activités de l'Agence France Trésor en 2001

Les activités de l'Agence France Trésor s'articulent autour de trois objectifs concrets :

- la minimisation du montant du compte de l'État à la Banque de France en fin de journée : il s'agit de mettre en place une gestion de la trésorerie de l'État aussi proche que possible de la trésorerie « zéro ». Cet objectif est mesuré concrètement par le solde moyen de l'État en fin de journée à la Banque de France. Or, en moyenne pour 2001, le compte de l'État à la Banque de France a enregistré quotidiennement 13 milliards d'euros de flux ;
- le placement des excédents ponctuels de trésorerie au meilleur prix : il convient notamment, par l'amélioration continue des méthodes de prévision, d'accroître le niveau moyen de rémunération des placements de l'État sur le marché interbancaire, afin d'obtenir une rémunération aussi proche que possible du taux court du marché.

Le produit des opérations de placements décrites ci-dessus a été de 414 millions d'euros en 2001, somme qui est venue en atténuation de la charge de la dette. L'Agence France Trésor a, tout au long de l'année, arbitré, en fonction des opportunités de marché, entre des dépôts interbancaires (77% des volumes placés en 2001), des opérations de « *repo* » (vente avec contrat de rachat) (21% de ces volumes) et des opérations avec des Trésors étrangers (2% des volumes placés).

- la réduction de la durée moyenne de la dette négociable à 5 ans et demi à la fin de 2002 (contre 6 ans et 4 mois à la fin de l'été 2001), avec une étape intermédiaire à 6 ans fin 2001 : des études approfondies sur le passé montrent qu'en effet la réduction moyenne de la durée de la dette est de nature à permettre sur le long terme une réduction de la charge d'intérêt de la dette. Cette réduction sera obtenue grâce à une structure appropriée des émissions primaires, et amplifiée par la constitution d'un portefeuille de contrats d'échange (« *swaps* ») de taux.

Une fois l'objectif défini, plusieurs instruments permettent de l'atteindre. Une modification des maturités d'émissions consistant à émettre un volume plus important sur des titres courts et intermédiaires et moins sur des titres longs a un effet mécanique de réduction de la durée de vie moyenne. Ainsi, il a été décidé d'accroître effectivement le volume de BTF émis et de rééquilibrer en faveur des titres intermédiaires (BTAN) par rapport aux titres longs (OAT) l'émission de dettes à échéance supérieure à un an. Cette réorganisation ne peut cependant être que limitée dans la mesure où l'exigence de liquidité conduit à devoir émettre des montants significatifs sur des titres à 10 ans et plus.

Les rachats de titres à long terme moins liquides, lignes anciennement « *benchmark* » contribuent aussi à la réalisation de l'objectif de réduction de la durée de vie moyenne. Ils permettent, par ailleurs, d'accompagner le souhait de certains investisseurs de passer de lignes moins liquides vers les titres de référence du moment et permettent ainsi à l'AFT d'économiser la prime « *benchmark*. » Ces rachats permettent aussi de susciter de l'animation autour de la dette française.

Les contrats d'échanges de taux d'intérêt (« *swaps* ») sont un troisième instrument permettant d'adapter le profil d'endettement. L'opération s'effectue de la façon suivante : émettre un titre obligataire de maturité 10 ans et entrer simultanément dans un « *swap* » receveur de taux 10 ans et payeur d'un taux plus court, revient, en fait, à s'endetter sur une maturité correspondant à celle de ce taux plus court. Une telle combinaison d'une émission et d'un « *swap* » est donc financièrement équivalente à un raccourcissement des maturités moyennes tout en assurant, cependant, la liquidité suffisante des titres longs. Les opérations de « *swaps* » permettent ainsi de déconnecter la politique d'émissions primaires de la structure globale d'exposition aux taux d'intérêt. En pratique, ces « *swaps* » ne sont pas explicitement mis en face d'une émission donnée, mais sont effectués régulièrement pendant l'année pour atteindre, selon le schéma précédent, l'objectif de durée de vie moyenne. Ils devraient contribuer pour, à peu près les deux tiers, à l'objectif de réduction de la durée de vie moyenne à 5,5 années à la fin 2002, l'autre tiers étant la conséquence des rachats et de la modification des émissions primaires.

En 2001, l'AFT a émis la première obligation indexée sur l'indice des prix de la zone euro (hors tabac). Or, ce type de produit correspond à une demande de marché qui devrait très vraisemblablement croître dans les années à venir, le succès du lancement de l'OAT_{€i} en témoigne. Il répond aussi très bien aux besoins spécifiques de l'émetteur. La répartition géographique de la demande, dont près de 75% étaient situés hors de France et plus de 40% hors de la zone euro, témoigne de l'intérêt très large des investisseurs pour ce produit nouveau.

Encadré : l'Agence France Trésor

Lors de la conférence Paris-Euroland en juillet 2000, Laurent Fabius, ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, a annoncé la mise en place d'une agence de la dette chargée de la politique d'émission de la dette de l'État et de la gestion de sa trésorerie, avec un objectif : devenir une référence pour les emprunts d'État en Europe, afin de réduire les charges budgétaires et d'améliorer les conditions générales du financement de l'économie.

L'agence de la dette — appelée Agence France Trésor — a été juridiquement mise en place par un arrêté du 8 février 2001. Il s'agit d'un service à compétence nationale (SCN) de l'État, placé sous l'autorité du directeur du Trésor et dirigé par un directeur général.

L'Agence France Trésor remplit des missions strictement définies, souvent en liaison étroite avec d'autres structures de la direction du Trésor ou du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Pour mener sa tâche à bien, l'Agence est composée de six cellules de travail : trésorerie, opérations de marché, contrôle des risques et post-marché, recherche et stratégie, macroéconomie et information.

Prévision et gestion de la trésorerie de l'État

- établissement des prévisions de trésorerie ;
- relations avec la Banque de France en tant que teneur du compte du Trésor ;
- relations avec les ordonnateurs et les comptables de l'État ;
- opérations de gestion de la trésorerie : emprunts et dépôts, prises et mises en pension de titres d'État.

La cellule « trésorerie » fait en sorte que le compte de l'État à la Banque de France soit toujours créditeur, que l'État puisse honorer toutes ses dépenses et que les éventuels excédents de trésorerie soient placés de façon à fructifier.

Définition de la stratégie d'endettement de l'État dans ses dimensions économique, budgétaire et comptable

À la cellule « recherche et stratégie » revient l'analyse théorique des opérations qu'envisage l'Agence et la proposition d'un cadre de référence qui sera à l'origine des opérations et des limites que décidera le ministre. Elle modélise les propositions, en vérifie la pertinence, formule les conditions d'optimisation.

Gestion opérationnelle de la dette de l'État

- adjudications, réalisation des rachats ;
- relations avec les spécialistes en valeurs du Trésor ;
- opérations de gestion active de la dette. La gestion de la dette est confiée à la cellule « opérations de marché ». À elle incombent les adjudications régulières et les rachats de dette, lorsque de telles opérations sont jugées opportunes. Le recours à des « swaps » de taux d'intérêt fait aussi partie des outils de la gestion active de la dette.

Contrôle des risques (« middle-office ») liés à l'activité de l'Agence, qu'il s'agisse des risques de contrepartie, de taux, opérationnels, etc. ; de même le traitement financier et comptable des opérations de l'Agence (« back-office ») en collaboration avec l'Agence comptable centrale du Trésor (ACCT) et la direction générale de la Comptabilité publique (DGCP). La cellule « contrôle des risques et post-marché » valide les différents marchés passés par les cellules opérations de marché et trésorerie, enregistre les mouvements de titres et de fonds. Le contrôle des risques se charge aussi de vérifier l'exposition au risque que génère l'ensemble des opérations de l'Agence, ainsi que l'observation, par les SVT, des limites posées à certains engagements.

Analyse macroéconomique et financière

Évaluation des implications sur les marchés de taux d'intérêt de la conjoncture macroéconomique et financière, des politiques budgétaires, monétaires, des débats relatifs aux politiques structurelles en particulier, mais non exclusivement, en France et dans la zone euro : la cellule « macroéconomie » analyse l'environnement économique mondial et européen où doit se déployer l'activité de l'Agence. Elle travaille aussi à expliquer aux investisseurs acteurs de marché, en France et à l'étranger, la façon dont l'Agence perçoit l'environnement économique, et la façon dont elle adapte son action à cet environnement.

Information et base de données

La cellule « information » est un instrument de veille concurrentielle, de collecte d'information économique et de diffusion d'information. Elle recense les éléments d'information de toute origine susceptibles d'intéresser l'Agence dans la conduite de ses missions. Elle est en charge de l'information des milieux financiers sur l'activité de l'Agence, notamment par l'intermédiaire de la presse.

L'AFT mène aussi des actions de coopération internationale avec les émetteurs souverains qui mettent en place un marché obligataire domestique et qui développent leur gestion de trésorerie. Cette dernière mission est confiée à la cellule « trésorerie ».

L'Agence s'inscrit dans la continuité de France Trésor en s'appuyant sur les points forts de la dette française, qui sont internationalement reconnus : liquidité, transparence, innovation. Elle poursuit le développement de nouveaux produits (par exemple, l'OAT indexée sur l'indice IPCH des prix à la consommation [hors tabac] de la zone euro ou les contrats « swap » d'échange de taux d'intérêt) et la modernisation de la gestion de la dette et de la trésorerie de l'État, afin de réduire son coût pour les finances publiques et pour le contribuable.

4.2. L'activité des marchés

4.2.1. Les marchés primaires

4.2.1.1. Les actions

Le montant des émissions d'actions et de certificats d'investissement en numéraire a sensiblement augmenté en 2001, passant de 67,5 milliards d'euros en 2000 à 81,7 milliards. Cette évolution est essentiellement le fait des sociétés non financières, principaux acteurs du marché, qui ont émis 79,9 milliards d'euros d'actions en 2001, en augmentation de près de 22% par rapport à 2000.

À l'inverse, les émissions d'actions cotées ont diminué de moitié. Elles n'ont représenté que 9% du montant total émis en 2001, après 23% en 2000. Le contraste avec l'année 2000 qui avait connu une forte progression des émissions cotées résulte principalement du repli généralisé des cours boursiers et, du ralentissement des opérations de fusions-acquisitions réalisées par des entreprises françaises cotées. Les opérations avaient souvent donné lieu, au cours de l'année 2000, à des augmentations de capital.

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, avait favorisé une hausse des émissions sur le marché primaire de la place de Paris en 2000 ; en 2001, cette configuration s'est étendue aux entreprises non cotées.

ÉMISSIONS BRUTES D'ACTIONS SUR LA PLACE DE PARIS					
(en milliards d'euros)					
	1997	1998	1999	2000	2001
Actions et certificats d'investissement (hors OPCVM) (1)	44,65	48,98	37,05	67,53	81,67
Valeurs cotées (2)	7,96	10,54	8,09	15,21	7,54
Valeurs non cotées	36,69	38,44	28,96	52,42	74,13
(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 statistiques monétaires – SEVAM					

4.2.1.2. Les obligations

L'ensemble des places financières

En 2001, le montant des capitaux levés par les résidents, toutes places financières confondues, s'est élevé à 204,3 milliards d'euros, en hausse de 27% par rapport à 2000. La

tendance à la préférence pour le marché national s'est inversée puisque seulement 43% des titres ont été émis sur la place de Paris contre 70% l'année précédente. Les émissions brutes d'obligations des résidents sur les places financières internationales ont été multipliées par 2,4 par rapport à 2000, reflétant ainsi l'unification du marché obligataire européen. Compte tenu des remboursements et des amortissements, les émissions nettes à l'international ont représenté 87,5% des capitaux nets levés par les résidents. Symétriquement, de plus en plus d'émetteurs non résidents viennent solliciter les investisseurs français, notamment par l'intermédiaire de banques résidentes bien représentées dans les syndicats de placement. Le choix de la place d'émission par les émetteurs est influencé par différents facteurs liés notamment à la liquidité ou à la profondeur du marché.

En 2001, le secteur des entreprises non financières a été particulièrement présent puisque la part des capitaux levés par ce secteur a représenté 54,3% des capitaux levés hors de France (22,4% en 2000) et le montant des émissions nettes a été multiplié par quinze d'une année sur l'autre. Les émissions brutes obligataires des établissements de crédit hors de France se sont élevées à près de 53 milliards d'euros, en hausse de 44,7% par rapport à 2000. Le désendettement de ce secteur sur la place financière de Paris est compensé par une sensible augmentation des émissions nettes sur les places internationales (+17,8 milliards d'euros). Par ailleurs, la part des capitaux levés par les administrations publiques à l'international est restée faible (0,3% des émissions du secteur, contre 1,1% en 2000).

La Place financière de Paris

Sur le marché obligataire de la Place de Paris, les émissions brutes se sont élevées à 87,75 milliards d'euros (dont 85% à taux fixe), en baisse de plus de 22% par rapport à 2000. Les émissions nettes des amortissements ont diminué de 31,2 milliards d'euros, passant de 44,3 milliards à 12,5 milliards en 2000.

En 2001, la part de l'État a représenté 57% du montant brut des émissions obligataires sur la place de Paris, contre 42% en 2000. À la suite des amortissements réalisés et de la continuation du programme de rachats de 27 milliards d'euros (dont 8,6 milliards par voie d'adjudications à l'envers), les émissions nettes ont été d'un montant similaire à l'année précédente. Les ventes d'OAT auprès des particuliers se sont élevées à 900 millions d'euros, contre 1,7 milliard en 2000.

Le secteur des sociétés non financières a levé 13,2 milliards d'euros, soit un montant deux fois et demi moindre que celui de l'année précédente. Près de 83% 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 Océanes (obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes) qui permettent d'adapter le niveau des fonds propres. Le montant des remboursements particulièrement élevé en 2001 (15 milliards d'euros) a entraîné un désendettement de ce secteur de près de 2 milliards d'euros.

En 2001, la part des établissements de crédit a représenté 23,5% de la collecte brute du marché obligataire parisien, en baisse de 4,5 points par rapport à 2000 et de 4 points par rapport à 1999, atténuant l'intérêt dû à la réactivation du marché des obligations foncières suivant le modèle allemand des « *Pfandbriefe* »⁷ en 1999. Les émissions brutes de ce type de titre se sont élevées à 8,2 milliards d'euros (en baisse de 38% par rapport à 2000), soit 40,8% des émissions du secteur.

La chute des émissions par les sociétés non financières et par les établissements de crédit peut être en partie imputée à des facteurs conjoncturels. En particulier, la limitation de la faculté

⁷ 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.

d'effectuer des opérations sur la base d'un prospectus rédigé dans une autre langue que le français, à la suite d'un arrêt du Conseil d'État du 20 décembre 2000 invalidant partiellement plusieurs règlements de la Commission des Opérations de bourse, a freiné l'accès des émetteurs au marché. Cette difficulté est désormais levée puisque la loi portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier et ses textes d'application ont été publiés début 2002 et devraient encourager le retour des émissions à Paris.

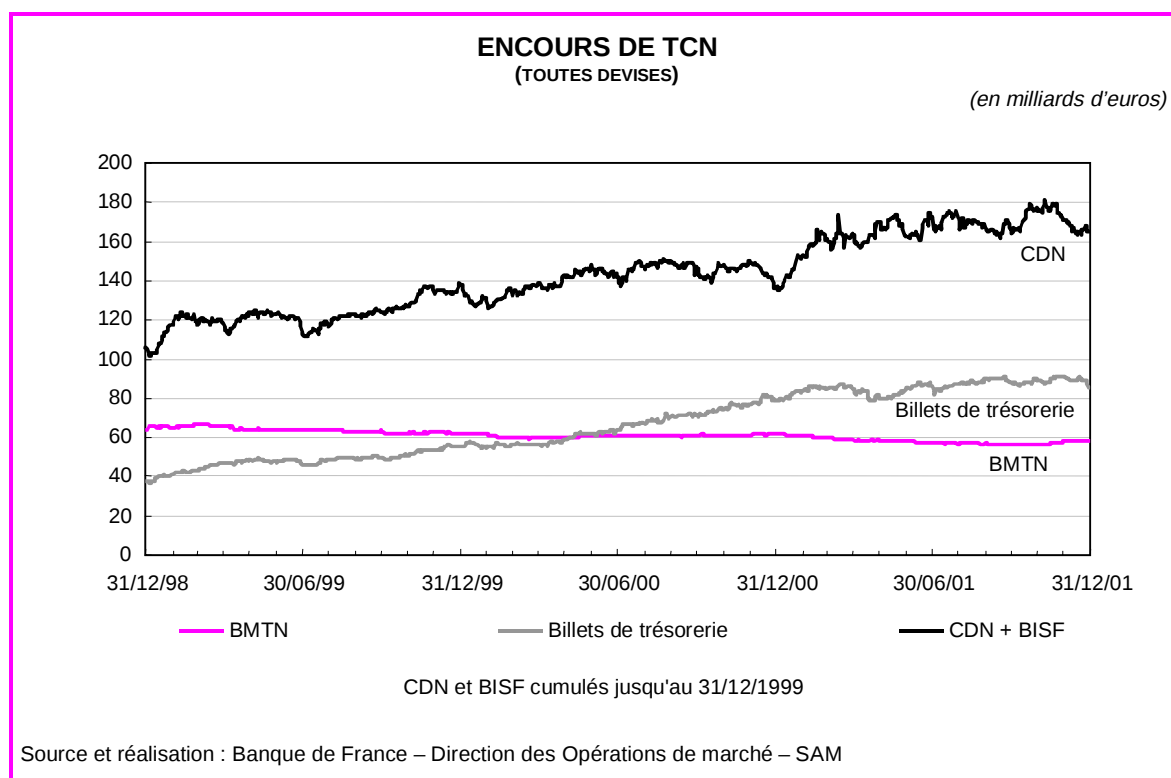
ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS PAR LES RÉSIDENTS				
(en milliards d'euros)				
Brutes		En date de règlement	Nettes	
Année 2000	Année 2001		Année 2000	Année 2001
49,58	54,00	ADMINISTRATIONS PUBLIQUES	22,39	24,31
49,02	53,84	Place financière de Paris	22,92	26,44
47,46	50,01	<i>dont État hors organismes repris</i>	23,37	23,16
0,55	0,17	Autres places financières	- 0,53	- 2,13
68,15	73,46	ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS	11,78	18,62
31,61	20,59	Place financière de Paris	- 1,24	- 12,21
36,55	52,87	Autres places financières	13,02	30,83
		Banques		
12,99	8,89	Place financière de Paris	- 2,45	- 11,43
30,44	39,29	Autres places financières	9,93	19,43
		Sociétés financières		
15,37	8,53	Place financière de Paris	8,43	3,94
5,08	12,09	Autres places financières	3,39	10,53
		Institutions financières spécialisées		
1,10	0,30	Place financière de Paris	- 7,48	- 4,72
0,92	0,00	Autres places financières	- 0,40	- 0,27
		Institutions financières diverses		
2,16	2,87	Place financière de Paris	0,26	0,01
0,10	1,49	Autres places financières	0,10	1,14
42,59	76,53	SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	26,01	56,40
31,81	13,21	Place financière de Paris	22,21	- 1,85
10,78	63,32	Autres places financières	3,80	58,24
0,62	0,34	COMPAGNIES D'ASSURANCE	0,62	0,29
0,45	0,12	Place financière de Paris	0,45	0,07
0,17	0,22	Autres places financières	0,17	0,22
160,94	204,33	Total	60,80	99,62
112,89	87,75	Place financière de Paris	44,33	12,46
48,05	116,57	Autres places financières	16,46	87,15
Source et réalisation : Banque de France – Direction des Études et Statistiques monétaires – SEVAM				

4.2.1.3. TCN et Bons du Trésor

TITRES DE CRÉANCE NÉGOCIABLES			
(encours au 31 décembre en milliards d'euros - variation en pourcentage)			
	2000	2001	Variations 2001/2000
Certificats de dépôt (CD)	129,2	155,7	20,5
Billets de trésorerie (BT)	78,2	82,9	6,0
Bons à moyen terme négociables (BMTN)	60,2	55,4	- 8,0
Total	267,6	294,0	9,9

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché – SAM

L'encours des titres de créance négociables a de nouveau progressé au cours de l'année 2001. Cette expansion résulte de la croissance du compartiment des titres à moins d'un an, qui continue de s'affirmer comme le segment le plus dynamique du marché, alors que les titres à plus long terme restent soumis à la concurrence des instruments de financement alternatifs. Cette évolution s'est accompagnée d'une participation plus significative des émetteurs non résidents, dont l'activité a été facilitée par la profondeur du marché, l'efficacité accrue des systèmes de règlement-livraison et la souplesse du dispositif réglementaire. La maturité du marché s'est, elle aussi, affirmée, permettant le développement des montages complexes. Les opérations réalisées par les véhicules de titrisation ont ainsi rencontré un vif succès auprès des investisseurs.



Par catégories de titres, l'année 2001 a été caractérisée par les évolutions suivantes :

- d'une fin d'année à l'autre, l'encours des certificats de dépôt s'est accru de plus de 20%, le seuil de 170 milliards d'euros ayant été franchi pour la première fois au début du mois de novembre, avant de se replier à l'approche de la fin d'exercice, les gestions monétaires privilégiant habituellement une position plus liquide à cette période de l'année. La progression de l'activité s'est traduite par une hausse d'environ 80% du volume brut d'émission par rapport à l'année précédente. Cette augmentation trouve sa source principale dans la multiplication des émissions de très courte échéance, qui permettent aux trésoriers de bénéficier d'une souplesse de gestion maximale. L'intensification de l'activité résulte aussi des politiques d'émission suivies par quelques acteurs majeurs. Il convient ainsi de souligner la montée en puissance de BNP Paribas, principal émetteur, dont l'encours représentait 16% du total des émissions vivantes à fin décembre, et de CDC IXIS, deuxième émetteur du marché à fin 2001, ainsi que la forte activité de la Sofaxbanque, banque du groupe Total Fina Elf, sur le segment à très court terme. La présence des établissements de crédit non résidents de la zone euro s'est aussi sensiblement renforcée ;
- le marché des billets de trésorerie a poursuivi son développement. L'encours des titres s'est accru de 6% et le seuil de 90 milliards d'euros, plus haut niveau historique, a plusieurs fois été dépassé entre la fin du mois de septembre et celle de novembre. Le volume des émissions témoigne de la vitalité de ce marché : il a atteint 930 milliards d'euros en 2001, contre 700 milliards pendant l'exercice précédent et a été alimenté par l'arrivée de neuf nouvelles signatures. La croissance du marché trouve aussi son origine dans la présence accrue de quelques très gros participants, notamment non-résidents, qui ont sensiblement augmenté le plafond de leur programme d'émission.

Parallèlement, le marché des billets de trésorerie est de plus en plus significativement nourri par les émissions réalisées par les véhicules de titrisation. Celles-ci représentaient un encours de 18,2 milliards d'euros à fin décembre, soit un peu plus du cinquième de l'encours global. En dehors des établissements spécialisés qui en sont les initiateurs, les principaux bénéficiaires de ces opérations sont les entreprises, qui y trouvent un moyen pour alléger leurs portefeuilles de créances commerciales.

Enfin, les récentes évolutions réglementaires ont permis de parachever les précédents efforts de modernisation et d'ouverture du marché. La loi relative aux nouvelles régulations économiques a ainsi habilité les collectivités locales et leurs groupements à émettre des billets de trésorerie. La région Île-de-France a été la première à tirer parti de cette nouvelle disposition en officialisant un programme d'émission de 500 millions d'euros début décembre 2001.

- le marché des bons à moyen terme négociables s'est inscrit en retrait de ce contexte très dynamique. L'encours s'est à nouveau contracté, revenant de 60,2 milliards d'euros à fin 2000 à 55,4 milliards au 31 décembre 2001. Selon les principaux émetteurs de la place — presque exclusivement des établissements bancaires —, les émissions de BMTN subissent la préférence accordée aux produits concurrents, tels que les « European Medium Term Notes » (EMTN) et les émissions obligataires, jugées plus adaptées aux montages structurés et plus aisées à placer auprès de la clientèle non résidente.

RÉPARTITION DES ENCOURS PAR CATÉGORIES DE SOUSCRIPTEURS AU 31 DÉCEMBRE 2001

(ventilation en pourcentage)

	CD	BT	BMTN
Souscripteurs financiers (1)	62,4	84,2	90,8
Souscripteurs non financiers	23,9	7,8	6,9
Souscripteurs non résidents	13,7	8,0	2,3

(1) Établissements de crédit et assimilés, OPCVM, assurances, caisses de retraite et mutuelles.

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché – SAM

La répartition des émissions par catégories d'investisseurs initiaux continue de faire apparaître la prépondérance des établissements de crédit et des OPCVM comme souscripteurs de billets de trésorerie (BT) et de bons à moyen terme négociables. Sur le marché primaire des certificats de dépôt, les entreprises ressortent comme les principaux investisseurs, cette part étant majorée par les opérations à très court terme réalisées par les banques de groupes industriels.

Les investisseurs institutionnels (assurances, caisses de retraite et mutuelles), les établissements de crédit et les OPCVM se répartissent l'essentiel du solde de la souscription.

L'année 2001 est également caractérisée par une nouvelle progression des encours de bons du Trésor. Après avoir augmenté de 9,3 milliards d'euros en 2000, l'encours s'est accru de 9,4 milliards en 2001, pour s'établir à 52,4 milliards d'euros à la fin de l'année 2001. Sur la période, les émissions brutes ont totalisé 120 milliards face à des remboursements cumulés de 110 milliards.

Les émissions ont principalement porté sur l'échéance 3 mois.

ÉMISSIONS DE BONS DU TRÉSOR

(en pourcentage)

BTF1 mois	BTF 3 mois	BTF 6 mois	BTF 1 an
2	59	17	22

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché – SAM

L'accroissement des encours s'est accompagné d'une dépréciation relative du prix des BTF. Ainsi, le BTF 3 mois qui ressortait, en début d'année, sur des niveaux de – 15 points de base par rapport au taux de « swap » de même maturité, se traitait fin 2001 sur des niveaux de – 6 points de base.

Facteur d'animation du marché de la dette et de participation active aux adjudications, le Trésor a approuvé, au mois de juillet 2001, une nouvelle liste de spécialistes en valeurs du Trésor en intégrant trois nouveaux SVT qui se sont ajoutés aux dix-huit déjà existants.

La dette française à court terme a également bénéficié de la poursuite d'achats par les non-résidents. Alors qu'à la fin 2000 les non-résidents détenaient 42% des encours de BTF, cette part est passée à 48%, fin 2001.

4.2.2. Les marchés secondaires

4.2.2.1. Les actions

Des volumes qui demeurent étoffés malgré la baisse des cours

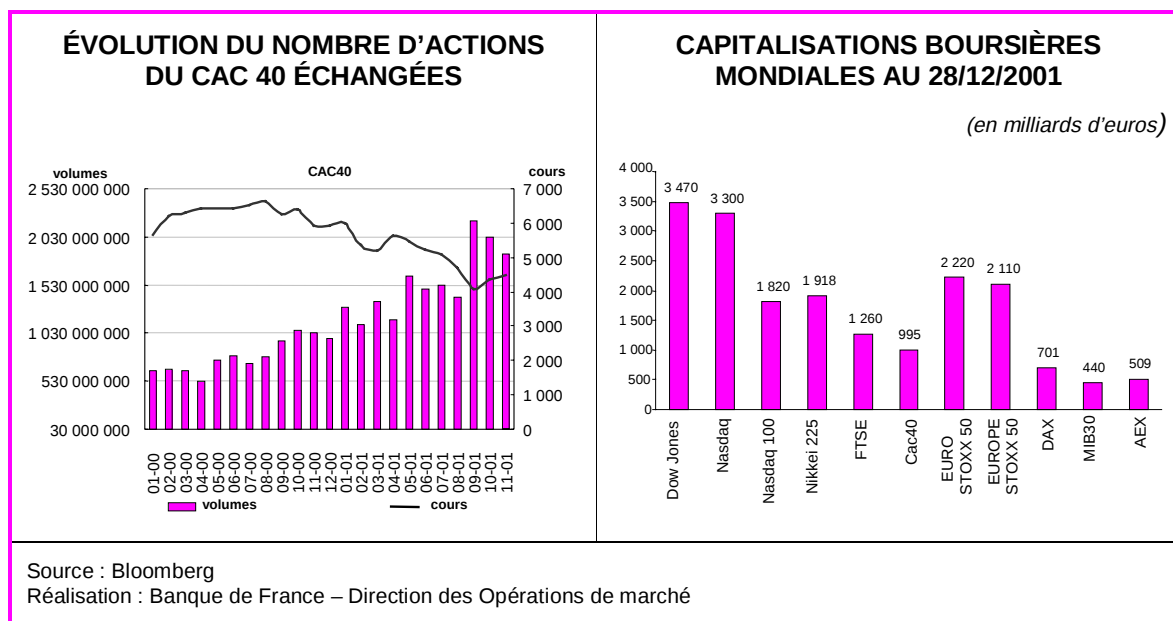
Malgré la baisse des cours, l'activité d'Euronext NV est demeurée soutenue au cours de l'année 2001. Sur la Bourse de Paris, le montant quotidien moyen des capitaux échangés s'est élevé à 4,75 milliards d'euros contre 4,65 milliards l'année précédente, soit une progression de 2%.

Sur la Bourse de Paris, l'activité sur le premier marché est demeurée bien orientée (+ 3,8%). En revanche, les transactions sur le Second marché se sont significativement contractées (- 28,4%) et l'activité sur le Nouveau marché, qui avait fortement augmenté en 2000, s'est inscrite en baisse de 60,9% en 2001, parallèlement à la chute des valeurs TMT (31,6 milliards d'euros échangés en 2001). Sur le marché libre, les volumes de transactions ont baissé de 72,5%.

La bonne tenue globale de l'activité sur titres s'est accompagnée d'un fort dynamisme des transactions sur les marchés dérivés boursiers. Sur Euronext France, le volume total des produits dérivés sur actions et indices boursiers (contrats à terme sur indices et options sur indices et actions) s'est élevé à 1,22 milliard d'euros en moyenne quotidienne, soit une progression de 60,5% par rapport à l'année 2000. Les évolutions sur ces différents produits se sont, néanmoins, révélées très contrastées. Les volumes échangés sur les contrats à terme et les options sur contrat CAC ont enregistré une hausse sensible (+ 25,6% pour les contrats à terme et + 27,6% pour les options) alors que les transactions sur les contrats à terme et les options sur indice EuroStoxx 50 ont fortement chuté. Les transactions sur les options sur actions ont, quant à elles, été particulièrement dynamiques, enregistrant une hausse de 99% sur la Place de Paris.

Euronext a également renforcé la diversification de son offre de produits en lançant, le 9 janvier 2001, un segment de marché dédié aux « *trackers* », fonds cotés en bourse et répliquant précisément un indice de référence. Le segment dédié à ces fonds, *Nextrack*, a enregistré un net succès et permis à Euronext de prendre en 2001 une position de « *leader* » sur le marché européen dans ce domaine, avec une capitalisation boursière totalisant 4,4 milliards d'euros en fin d'année pour une gamme d'instruments recouvrant 50 fonds cotés et répliquant 43 indices européens et sectoriels. Pour le seul indice CAC 40, le volume des transactions s'est élevé à 22,4 milliards d'euros durant l'année.

Parallèlement à la baisse des cours, la capitalisation boursière de la Bourse de Paris a sensiblement reculé. Ainsi, pour l'indice CAC 40, la capitalisation boursière a diminué de 22,3% entre la fin de l'année 2000 et le 28 décembre 2001 et la capitalisation boursière des actions domestiques d'Euronext Paris (hors Marché libre) est ressortie en baisse d'un peu plus de 14%.



4.2.2.2. Les obligations

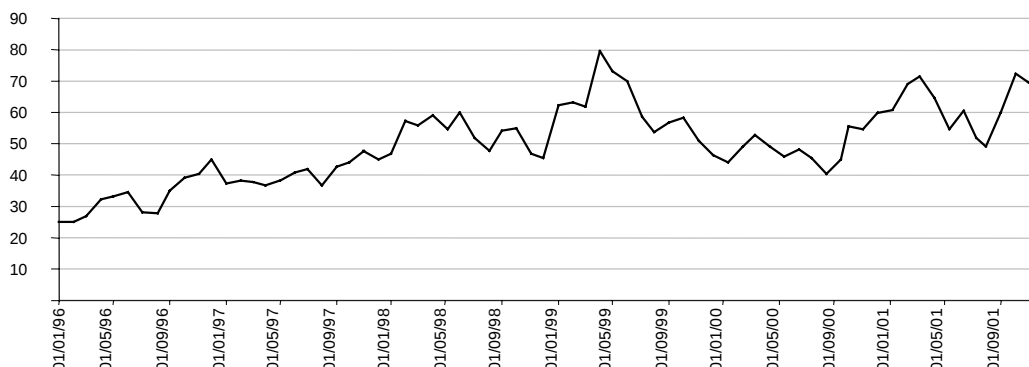
Des volumes en hausse en raison de la désaffection pour les marchés actions

Les volumes traités sur le marché secondaire des titres d'État, ont fortement augmenté en 2001. Alors qu'une moyenne de 49 milliards d'euros avait été échangée quotidiennement en 2000 sur les OAT, celle-ci a progressé de 27,1% pour s'établir à 62,5 milliards en 2001. Cette évolution doit être reliée au contexte économique global caractérisé par un cycle de détente monétaire très ample aux États-Unis et des réallocations de portefeuilles vers des actifs non risqués, motivées par :

- l'ampleur du ralentissement économique américain et les craintes quant à son impact sur la croissance européenne ;
- la faiblesse des marchés actions ;
- un moindre appétit pour les obligations privées et, notamment, les titres à haut rendement compte tenu des perspectives de croissance médiocres et des niveaux d'endettement de certains secteurs (télécommunications) au quatrième trimestre ;
- les difficultés financières de certains pays émergents.

ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ SUR LES OAT DEPUIS 1996

(en milliards d'euros)



Source : Euroclear France

Réalisation : Banque de France – Direction des Opérations de marché

Par ailleurs, les émissions brutes d'OAT ont augmenté en 2001 (52,5 milliards d'euros contre 47,5 milliards en 2000). Enfin, guidé par la volonté de réduire la durée de vie moyenne de sa dette, le Trésor a contribué à animer le marché de sa dette par l'intermédiaire d'opérations de rachat de titres longs pour 15 milliards d'euros.

En 2001, la capitalisation obligataire a augmenté de 2,6% par rapport à l'année précédente (852 milliards d'euros au 31 décembre 2001 contre 830 milliards d'euros au 31 décembre 2000). Cette hausse est imputable, d'une part, à une augmentation des encours nominaux des obligations de 1,7% sur l'année (+ 5,5% pour les obligations d'État, mais – 3,8% pour les autres) et, d'autre part, à la hausse des prix des obligations, parallèlement à la baisse des rendements (hausse d'environ 1,4% du prix des titres d'État de maturité 2 ans).

L'évolution de la capitalisation obligataire n'a pas été uniforme tout au long de l'année. En effet, elle est demeurée globalement stable au cours du premier semestre (environ 830 milliards d'euros) avant de s'inscrire en hausse sensible au cours des troisième et quatrième trimestres dans un contexte d'assouplissements supplémentaires des conditions monétaires au sein de la zone euro.

4.3. La part de l'intermédiation financière en 2001

Le taux d'intermédiation financière (cf. fiche thématique 4.c pour les aspects méthodologiques), qui peut-être analysé en termes de flux ou de stock, a continué de reculer en 2001, que l'on considère sa définition étroite ou large. Cette évolution s'est opérée dans un contexte marqué par un repli très notable du flux net de financement total auquel ont eu recours les agents non financiers.

4.3.1. L'analyse en termes de flux

4.3.1.1. Taux d'intermédiation au sens étroit

Le flux net des financements obtenus par les agents non financiers résidents s'est établi, en 2001, à 146,9 milliards d'euros, en net retrait par rapport à 2000 (255,7 milliards d'euros). Cette évolution a tenu à une baisse tant des flux nets de crédits bancaires (– 26,9 milliards d'euros) que des financements désintermédiés (– 81,9 milliards d'euros).

Au total, le taux d'intermédiation financière, mesuré par le ratio « crédits des institutions financières résidentes sur le total des financements », a légèrement fléchi : 22,4% en 2001 après 23,4% en 2000.

L'INTERMÉDIATION AU SENS ÉTROIT									
<i>(flux nets en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Crédits des institutions financières résidentes (A)	3,1	– 1,5	35,7	0,2	43,0	15,6	61,4	59,9	33,0
Financements désintermédiés (B)	96,9	117,5	95,5	116,1	92,7	111,7	136,1	195,8	113,9
Financements sous forme de dettes	63,7	78,4	56,1	71,1	42,2	68,9	77,8	84,5	37,2
<i>Financements sur le marché monétaire</i>	7,4	21,8	20,6	16,4	17,9	15,8	–5,0	24,3	13,4
<i>Financements sur le marché obligataire</i>	55,6	48,2	33,6	48,5	21,7	44,9	54,9	42,2	24,9
Actions et assimilées	33,2	39,1	33,9	45,1	50,5	42,8	58,3	111,3	76,7
Total des financements (A+B = C)	100,0	115,9	131,1	116,4	135,8	127,3	197,5	255,7	146,9
Taux d'intermédiation financière (A/C) (%)	3,1	– 1,3	27,2	0,2	31,7	12,2	31,1	23,4	22,4
Source et réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SASM									

4.3.1.2. Taux d'intermédiation au sens large

En dépit du fort recul du flux net de financement total, les nouvelles opérations de financements intermédiés, sous forme de crédits ou d'achats de titres aux agents non financiers résidents par les intermédiaires financiers, n'ont que très légèrement baissé en 2001 pour s'établir à 57,7 milliards d'euros contre 63,2 milliards l'année précédente.

Les évolutions des financements intermédiés par catégories d'institutions financières ont été contrastées. S'agissant des établissements de crédit, les flux nets sont restés stables (31,9 milliards d'euros en 2001 après 32,1 milliards d'euros en 2000). En revanche, les flux nets de financements par les entreprises d'assurance ont progressé de 14 milliards d'euros en raison des achats importants d'obligations de sociétés non financières. Enfin, pour les OPCVM, les flux nets ont sensiblement baissé, notamment pour les financements par actions.

La diminution des flux nets de crédits a été plus que compensée par la progression des souscriptions nettes de titres de la part des intermédiaires financiers, liée à l'essor des placements

obligataires. Le taux d'intermédiation au sens large a donc atteint 39,3% en 2001 après 24,7% en 2000.

L'INTERMÉDIATION AU SENS LARGE									
<i>(flux nets en milliards d'euros, taux en pourcentage)</i>									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Total des financements (A)	100,0	115,9	131,1	116,4	135,8	127,3	197,5	255,7	146,9
Financements intermédiés (B)	37,3	74,8	72,1	95,4	96,2	33,2	94,0	63,2	57,7
Par catégorie d'instruments :	37,3	74,8	72,1	95,4	96,2	33,2	94,0	63,2	57,7
<i>Crédit</i>	3,1	- 1,5	35,7	0,2	43,0	15,6	61,4	59,9	33,0
<i>Portefeuille actions</i>	-0,4	2,3	3,3	6,6	3,6	5,1	- 6,4	30,4	1,7
<i>portefeuille obligations</i>	36,4	45,6	19,9	69,3	37,8	3,1	16,4	- 10,9	36,9
<i>portefeuille titres du marché monétaire</i>	- 1,7	28,4	13,2	19,3	11,7	9,5	22,7	- 16,2	- 13,8
Par catégorie d'institutions financières :	37,3	74,8	72,1	95,4	96,2	33,2	94,0	63,2	57,7
<i>Établissements de crédit (C)</i>	6,6	31,2	65,6	32,4	53,5	15,9	65,7	32,1	31,9
<i>Entreprises d'assurance (D)</i>	13,4	26,8	22,4	53,1	47,9	0,9	17,3	7,1	21,1
<i>OPCVM (E)</i>	17,4	16,8	- 15,8	9,9	- 5,2	16,4	11,0	23,9	4,7
Taux d'intermédiation élargi (B/A) (%)	37,3	64,5	55,0	82,0	70,8	26,1	47,6	24,7	39,3
Source et réalisation : Banque de France – Direction des Études et statistiques monétaires – SASM									

4.3.2. L'analyse en termes d'encours

4.3.2.1. Taux d'intermédiation financière au sens étroit

Sur un encours total de financements obtenus par les agents non financiers résidents s'établissant à 2 743,2 milliards d'euros en 2001, les crédits accordés par les intermédiaires financiers résidents se sont élevés à 1 122,7 milliards. Mesuré à partir des encours, le taux d'intermédiation au sens étroit a donc poursuivi sa décroissance (40,9% en 2001 après 42,1% en 2000).

Le mouvement de baisse, entamé depuis la fin des années soixante-dix où le taux s'élevait à 71% en 1978, s'est poursuivi à un rythme qui a fluctué au cours du temps. Après avoir fortement décliné au cours de la première moitié de la décennie 1980, le taux d'intermédiation a ensuite marqué un palier, à 61% environ, entre 1986 et 1991, avant de reculer sensiblement. Le repli de la part du financement par le crédit a trouvé sa contrepartie dans la progression des financements de marché tant par endettement que par émission de titres de propriété : la part dans le financement total des agents non financiers du recours aux obligations a ainsi augmenté de près de 16 points de pourcentage (de 6% en 1978 à 21,9% en 2001) et celle des actions s'est accrue de plus de 13 points (de 8,1% à 21,5%).

L'INTERMÉDIATION AU SENS ÉTROIT*(encours en milliards d'euros, taux en pourcentage)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Crédits des institutions financières résidentes (A)	987,9	974,2	996,5	974,4	995,3	1 000,3	1 050,0	1 100,2	1 122,7
Financements désintermédiés (B)	768,2	861,6	917,0	1 011,3	1 084,7	1 190,6	1 322,0	1 512,3	1 620,5
Financements sous forme de dettes	514,7	593,1	649,2	720,3	762,5	831,4	909,2	993,7	1 030,9
<i>Financements sur le marché monétaire</i>	<i>142,5</i>	<i>164,3</i>	<i>185,0</i>	<i>201,3</i>	<i>219,2</i>	<i>235,0</i>	<i>230,0</i>	<i>254,3</i>	<i>267,6</i>
<i>Financements sur le marché obligataire</i>	<i>283,0</i>	<i>331,3</i>	<i>364,8</i>	<i>413,4</i>	<i>435,1</i>	<i>480,0</i>	<i>534,8</i>	<i>577,1</i>	<i>602,0</i>
Actions et assimilées	253,5	268,5	267,7	291,0	322,2	359,2	412,8	518,6	589,6
Total des financements (A+B = C)	1 756,1	1 835,9	1 913,5	1 985,7	2 079,9	2 190,9	2 372,0	2 612,5	2 743,2
Taux d'intermédiation financière (A/C) (%)	556,3	553,1	552,1	449,1	447,9	445,7	444,3	442,1	440,9

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

4.3.2.2. Taux d'intermédiation au sens large

L'évolution du taux d'intermédiation au sens large a été très différente. Proche de 79% tout au long des années quatre-vingt, ce taux a amorcé un recul entre 1990 et 1993 puis, après un léger redressement, a, à nouveau, fortement baissé pour s'établir à 65,2% en 2001 après 66,7% en 2000.

L'évolution d'ensemble résulte d'un double mouvement :

- un déclin de la part des crédits dans le financement des agents non financiers, à l'œuvre dès la fin des années soixante-dix et retracé par l'évolution du taux d'intermédiation au sens étroit ;
- une progression du poids des portefeuilles-titres des intermédiaires financiers qui n'a cependant pas, au total, suffi à compenser le recul de la part des crédits. La part des obligations, des titres du marché monétaire et des actions émis par des agents non financiers et détenus par les établissements de crédit, les OPCVM et les sociétés financières dans le financement des agents non financiers est ainsi respectivement passée de 3,5%, 3,7% et 0,8% en 1978 à 15,6%, 6,3% et 2,4% en 2001.

Cette évolution illustre la « marchandisation » des bilans des intermédiaires financiers. Elle s'est accompagnée d'une augmentation très sensible du poids des entreprises d'assurance (de 2,4% en 1978 à 11,2% en 2001) et des OPCVM (de 0,7 à 7,1%) dans le financement total des agents non financiers au détriment des établissements de crédit.

L'INTERMÉDIATION AU SENS LARGE*(encours en milliards d'euros, taux en pourcentage)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Total des financements (A)	1 756,1	1 835,9	1 913,5	1 985,7	2 079,9	2 190,9	2 372,0	2 612,5	2 743,2
Financements intermédiés (B)	1 315,2	1 377,9	1 436,6	1 509,7	1 583,7	1 606,3	1 688,7	1 742,2	1 789,5
Par catégorie d'instruments	1 315,2	1 377,9	1 436,6	1 509,7	1 583,7	1 606,3	1 688,7	1 742,2	1 789,5
<i>Crédit</i>	987,9	974,2	996,5	974,4	995,3	1 000,3	1 050,0	1 100,2	1 122,7
<i>Portefeuille actions</i>	19,5	21,8	25,1	31,6	35,3	40,4	33,9	64,3	66,0
<i>Portefeuille obligations</i>	210,9	256,5	276,4	345,7	383,5	386,7	403,0	392,1	429,0
<i>Portefeuille titres du marché monétaire</i>	96,9	125,4	138,6	157,9	169,6	179,0	201,7	185,6	171,8
Par catégorie d'institutions financières	1 315,2	1 377,9	1 436,6	1 509,7	1 583,7	1 606,3	1 688,7	1 742,2	1 789,5
<i>Établissements de crédit (C)</i>	1 069,8	1 088,9	1 141,1	1 151,1	1 182,4	1 187,8	1 241,8	1 264,2	1 285,8
<i>Entreprises d'assurance (D)</i>	111,6	138,4	160,7	213,8	261,7	262,7	279,9	287,1	308,2
<i>OPCVM (E)</i>	133,8	150,6	134,8	144,7	139,5	155,9	166,9	190,9	195,6
Taux d'intermédiation élargi (B/A)	74,9	75,1	75,1	76,0	76,1	73,3	71,2	66,7	65,2

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

Fiche thématique

n° 4.a.

LA CONSERVATION DES TITRES EN FRANCE : UN MÉTIER ET UN PAYSAGE EN PLEINE MUTATION

Le métier de « teneur de comptes-conservateur » est mal connu et souffre d'une image peu valorisée. Il est pourtant au cœur de l'extraordinaire développement des marchés financiers mondiaux constaté depuis 25 ans. La tenue de compte-conservation consiste, en effet, d'une part, à « inscrire en compte les instruments financiers au nom de leurs propriétaires, c'est-à-dire à reconnaître à ces derniers leurs droits sur lesdits instruments financiers (actions, obligations...) et, d'autre part, à conserver les avoirs correspondants selon des modalités propres à chaque instrument financier » (règlement général du CMF).

En France, le métier de conservateur est entré dans une période de profonde transformation depuis la dématérialisation des titres entreprise en 1984. Amplifiée par le développement et l'internationalisation des marchés financiers, ainsi que par la complexité accrue des opérations traitées, la mutation du paysage français de la conservation des titres est loin d'être terminée.

Avant la dématérialisation, la conservation consistait, pour les banques qui la pratiquaient, à stocker et à protéger physiquement les titres vifs détenus par leurs clients et à assurer certains services annexes comme, par exemple, le détachement des coupons.

Avec la dématérialisation, le métier de conservateur a connu une véritable révolution, alimentée par la croissance des volumes traités (liée à l'augmentation considérable des flux transfrontières et au développement de l'actionnariat individuel), et par des exigences accrues de rapidité et de sécurité des transactions (rendues possibles par les progrès des technologies de communication).

Pour faire face à ces évolutions, de nombreux établissements bancaires ont massivement investi dans des systèmes informatiques spécialisés leur permettant de stocker et traiter l'information et d'effectuer les deux missions principales du conservateur de titres : la gestion des stocks : paiement de coupons, opérations sur titres (augmentations de capital, fusions, privatisations, scissions...), traitement de la fiscalité des capitaux et des revenus, et le suivi des flux (achats et ventes, règlement-livraison, ...). Le coût moyen d'un système informatique standard susceptible de traiter tous les types de clientèles était évalué en 1990 à 15 millions d'euros.

Pour rentabiliser ces investissements, qui ont progressivement transformé la conservation en « industrie lourde », les banques ont cherché à développer les volumes gérés pour abaisser le

coût unitaire des opérations. Afin d'atteindre la taille critique et d'être en mesure de résister à la concurrence, elles ont donné la priorité au partenariat et à la mutualisation, passant des contrats avec :

- des investisseurs institutionnels français et étrangers ;
- des établissements bancaires dont le montant de la conservation-titres ne justifiait pas de lourds investissements ;
- des établissements étrangers dont ils sont devenus les correspondants locaux, assurant la conservation de leurs titres français.

L'enjeu était de transformer un métier qui était traditionnellement un centre de coûts en une activité rentable par elle-même. En raison de la concurrence tant française qu'internationale, cet objectif n'a pas vraiment pu être atteint. Les tarifs des prestations traditionnelles de conservation sont globalement restés en deçà des prix de revient.

Les conservateurs teneurs de comptes ont donc diversifié leur offre de services afin de dégager une plus forte valeur ajoutée et de compenser ainsi la baisse continue de leurs marges. Des prestations comme le calcul en temps réel des performances des opérations, le « *reporting* » sur mesure, les prêts/emprunts de titres ou encore l'internationalisation des services rendus (activité de « *global custodian* ») ont été largement développées.

Au total, la culture traditionnellement administrative du métier de conservateur s'est progressivement estompée au profit d'un double objectif : améliorer la productivité des opérations et développer la qualité des services rendus pour mieux répondre aux attentes de la clientèle (particuliers et institutionnels).

Toutes ces évolutions ont eu des conséquences directes sur les personnels employés dans les « *back-offices* ». Aux « titrards » nombreux et assez peu qualifiés ont succédé, depuis quelques années, des collaborateurs plus jeunes et mieux formés maîtrisant les langues étrangères et les techniques informatiques. En 1990, sur un effectif de cent, on ne comptait que 10 à 15% d'informaticiens ; on estime qu'en 2005, à volume constant d'activité, cet effectif devrait être réduit à 60, dont 20 à 50% d'informaticiens.

Ces changements vont se poursuivre et, sans doute, s'accélérer d'autant plus que de nombreux établissements doivent ou devront faire face, dans les toutes prochaines années, à l'obsolescence de leurs systèmes informatiques. La plupart des systèmes d'information titres datent, en effet, des années quatre-vingt (mise en place de Relit) et n'ont fait l'objet que d'adaptations, certes importantes, pour mettre en œuvre les réformes de Place (RGV, modification du RM, ségrégation des avoirs...) et assurer le passage à l'euro. Les progrès technologiques, la pression concurrentielle, les stratégies des acteurs de marché et des places financières en France et en Europe sont autant de contraintes qui conduisent aujourd'hui les conservateurs à envisager une importante évolution de leurs systèmes. Les volumes d'investissements nécessaires (de 30 à 50 millions d'euros) sont tels que les structures de cette industrie devraient encore en être modifiées.

Pour s'adapter aux changements, les établissements auront le choix entre plusieurs stratégies :

- la première consiste à poursuivre une activité de conservation en ciblant un type de clientèle (par exemple, particulière ou institutionnelle). La taille critique nécessaire pour rentabiliser l'activité de conservation doit être évaluée par compartiment d'activités (stratégie de niche). Ainsi, sur le segment de la conservation des titres de la clientèle particulière (« *retail* »), la taille critique se situerait entre 2 et 4 millions de comptes titres ;

- les trois autres voies possibles sont celles de la sous-traitance « *outsourcing* », du partenariat technologique « *co-sourcing* », enfin du partenariat global, qui se concrétise souvent par la création d'une filiale commune ;
- la sous-traitance concernerait actuellement près des deux tiers des établissements de la Place, plutôt de petite et moyenne tailles. Ce choix implique de renoncer à son propre système de traitement informatique, mais aussi à tout ou partie des activités de *back-office*. Certains établissements (comme Natexis Banques populaires) ont ainsi fortement développé les prestations pour compte de tiers ; ce groupe assurait, en 2000, la sous-traitance des opérations de 140 établissements bancaires et de 44 sociétés de gestion ;
- le partenariat technologique permet de partager le coût des investissements informatiques, sachant qu'aujourd'hui, la mise en place d'un nouveau système d'information est évaluée à un prix compris entre 30 et 50 millions d'euros. Selon certains, cette stratégie serait bien adaptée au compartiment « *retail* » des grands établissements bancaires français ;
- enfin, la création d'une filiale commune présente l'avantage pour les « industriels » de la conservation d'atteindre une taille critique et d'envisager leur entrée sur le marché européen, voire international.

La mise en œuvre de ces stratégies a déjà commencé comme en témoignent de récents exemples : en 1999, le Crédit commercial de France a externalisé la conservation des titres de sa clientèle (60 milliards d'euros) chez Natexis Banques populaires. De même, en 2000, le Crédit Lyonnais a confié à Gestitres (filiale commune à la CDC et au réseau des Caisses d'épargne) la conservation pour son activité de banque de détail (53,4 milliards d'euros). Il est entré en deux étapes dans le capital de Gestitres qui assure désormais la conservation de 4,2 millions de comptes titres de particuliers et de 132 milliards d'euros d'encours à l'issue de cet accord.

Plus récemment, le groupe AXA a délégué sa conservation institutionnelle (153 milliards d'euros) à BNP Paribas. Enfin, début 2002, BNP Paribas et le Crédit agricole ont signé un accord visant au développement, dans le cadre d'une filiale à 50/50, d'une plate-forme informatique commune, destinée à traiter la conservation des titres de leurs clientèles particulières (457 milliards d'euros d'encours pour 6,5 millions de clients).

Ces mouvements de restructuration devraient se poursuivre, en France, mais aussi en Europe, sous réserve du rapprochement des réglementations, notamment comptables et fiscales. L'enjeu est important pour la Place de Paris ; il l'est plus encore si l'on souhaite que l'Europe continue à terme de disposer d'une industrie puissante et influente de la conservation-titres. À l'exception de Deutsche Bank¹ (qui a repris la conservation de Bankers Trust), les principaux conservateurs au niveau mondial sont, en effet, des banques américaines (Bank of New-York, Chase Manhattan, State Street, Citibank). Chacune d'entre elles est un « *global custodian* » dont les actifs conservés atteignent ou dépassent 4 000 à 5 000 milliards d'euros.

Philippe LE BRETON – Banque de France – Secrétariat général

Bibliographie

Quelle taille critique pour les conservateurs titres français ? – Pierre Monteillard-Eurogroup.

Technologies Bancaires (novembre-décembre 1999).

Le partenariat devient la règle dans le « *custody* ». – MM. Lefèvre et P-M Veilhan – Atos Odyssee – BANQUEmagazine (octobre 2001).

¹ En mai 2002, Deutsche Bank a annoncé son intention de céder son activité de conservation-titres.

Fiche thématique

n° 4.b.

LES COMPTES FINANCIERS DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCE : COMPARAISON ENTRE LES STATISTIQUES DE LA FFSA ET DE LA COMPTABILITÉ NATIONALE

La fiche a pour objet d'expliquer les écarts entre les statistiques publiées par la FFSA² et celles relatives au secteur des assurances publiées dans les comptes de la Nation.

Les deux publications sont de nature différente. La comptabilité nationale s'efforce de couvrir l'ensemble des opérations économiques pour tous les secteurs institutionnels, alors que la FFSA vise avant tout un public de professionnels de l'assurance.

Deux types de causes expliquent les écarts constatés sur les données statistiques : d'une part, des différences de concepts, en particulier sur les provisions mathématiques (concept plus large en comptabilité nationale) et sur les placements financiers (valorisation des encours aux prix de marché en comptabilité nationale) ; d'autre part, le périmètre couvert n'est pas identique dans la mesure où la FFSA ne regroupe qu'une partie des acteurs du marché de l'assurance (les sociétés anonymes et les sociétés mutuelles régies par le code des assurances).

1. Différences de concept

1.1. Une définition différente des provisions mathématiques

Le concept de provisions mathématiques fait référence à la comptabilité des assurances.

La FFSA reprend directement les postes intitulés « provisions mathématiques » inscrits dans le bilan des sociétés d'assurance vie et constitués au titre des contrats d'assurance vie et de capitalisation en euros ou en unités de compte.

² Fédération française des sociétés d'assurance : organisme professionnel représentant les sociétés d'assurance.

La comptabilité nationale recense sous le terme « droits des ménages sur les provisions techniques d'assurance vie » toutes les opérations relatives à ces droits, c'est-à-dire les provisions d'assurance vie, les provisions pour participation aux bénéfices et ristournes ainsi que les provisions relatives à l'assurance vie lorsque le risque de placement est supporté par le preneur d'assurance (art 5 106 et 107 du SEC 95). Cette définition amène à reprendre dans la comptabilité des assurances non seulement les provisions mathématiques mais également d'autres éléments :

- la provision pour participation aux bénéfices et ristournes, qui représente 15,6 milliards d'euros à fin décembre 2000, correspond à une mise en réserve des résultats dans le but de lisser le montant des intérêts annuels attribués aux souscripteurs ;
- les provisions constituées par les entreprises non-vie, afin de verser des rentes consécutives à des accidents, sont également incorporées dans les droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance vie au titre de la comptabilité nationale (6,3 milliards d'euros à fin décembre 2000).

En revanche, les acceptations en France (qui constituent les opérations de réassurance effectuées par des assureurs) ne sont pas prises en compte en comptabilité nationale, afin de ne pas engendrer de double comptabilisation³ avec les opérations des sociétés de réassurance (8,7 milliards d'euros à fin décembre 2000).

1.2. Des méthodes d'évaluation différentes des placements financiers

Les divergences concernent :

- les bases d'évaluation des encours : les encours ou stocks de placements financiers sont valorisés à leur valeur de marché en comptabilité nationale, tandis que la FFSA, suivant en cela le principe de prudence appliqué par les normes comptables de la profession, retient leur valeur d'acquisition, telle qu'elle figure au bilan ;
- le mode de calcul des flux : la FFSA calcule des variations d'encours ; en revanche, les comptes nationaux distinguent les flux d'opérations proprement dits des autres flux, notamment les flux de valorisation⁴ qui en représentent une part importante.

2. Des écarts liés au périmètre

2.1. Écarts liés au champ

Outre les sociétés d'assurance vie, la comptabilité nationale inclut deux autres types d'organismes qui n'entrent pas dans le champ de la FFSA et dont l'activité s'apparente à celle des sociétés d'assurance vie et qui doivent constituer des réserves de capitalisation :

- les caisses autonomes des mutuelles (encours à fin décembre 2000 de provisions mathématiques : 14,4 milliards d'euros) qui couvrent des risques vieillesse, accidents, invalidité et vie-décès ;

³ Le traitement est actuellement en cours de révision.

⁴ Il se décompose aussi d'un flux de changement de volume ou de structure qui peut être une source d'écart (de peu d'importance en montant).

- les institutions de prévoyance⁵, assujetties aux mêmes droits et obligations techniques et prudentielles que les entreprises soumises au code des assurances, mais qui relèvent du contrôle de la Commission de contrôle des institutions de prévoyance et des mutuelles. (encours fin 2000 de provisions mathématiques : 11,1 milliards d'euros).

2.2. Écarts liés à la territorialité

Le périmètre défini par la comptabilité nationale diffère aussi de celui de la FFSA pour des raisons de territorialité. La comptabilité nationale, dont l'objet est de décrire l'activité réalisée sur le territoire national, exclut les succursales à l'étranger de sociétés d'assurance françaises, qui sont incluses dans les statistiques de la FFSA. À l'inverse, elle retient l'activité des succursales de sociétés étrangères agissant sur le territoire national, qui n'apparaissent pas dans les statistiques de la FFSA. L'impact de cette divergence sur les provisions mathématiques demeure cependant peu important (inférieur à 0,1%).

Globalement, l'impact des différences de périmètre sur les encours de placements s'élève à 26,5 milliards d'euros à fin décembre 2000, en données provisoires.

Le tableau ci-après met en perspective les écarts sur les années récentes.

La croissance de l'écart sur les placements provient de l'évolution importante des indices de valorisation. L'écart restant provient de la différence de champ : sa permanence et la régularité de l'évolution peuvent être expliquées par une évolution des organismes complétant le champ de la comptabilité nationale similaire à celle des organismes recensés par la FFSA.

Les droits nets des ménages sur les provisions présentent une différence très stable sur les cinq dernières années, de l'ordre de 6%. Elle est due, pour les deux tiers, à une différence de champ, l'écart restant provenant, principalement, d'une interprétation différente des concepts.

⁵ Qui étaient classées dans le secteur des administrations publiques dans le système base 80.

ÉCARTS SUR LES ENCOURS ENTRE LES DONNÉES FFSA ET CELLES DE LA COMPTABILITÉ NATIONALE										
ACTIF	1996		1997		1998		1999		2000	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
ENCOURS										
Total des placements (1) FFSA	425,5		503,8		573,2		653,9		725,2	
Total des placements (1) Comptabilité nationale	479,7		579,5		671,1		800,6		877,3	
Total des écarts	54,2	11,3%	75,7	13,1%	97,9	14,6%	146,7	18,3%	152,1	17,3%
Effet champ	17,8	3,7%	23,1	4,0%	26,6	4,0%	30,1	3,8%	33,5	3,8%
Effet méthode d'évaluation	36,4	7,6%	52,6	9,1%	71,3	10,6%	116,6	14,6%	118,6	13,5%
PASSIF										
ENCOURS										
Total des provisions mathématiques FFSA	390,5		460,2		513,6		582,9		647,7	
Total des droits nets des ménages sur les provisions techniques d'assurance vie/Comptabilité nationale	414,1		489,3		547,4		621,4		686,9	
Total des écarts	23,7	5,7%	29,1	5,9%	33,8	6,2%	38,5	6,2%	39,2	5,7%
Effet des différences de concept	7,8	1,9%	8,5	1,7%	11,3	2,1%	13,2	2,1%	12,7	1,9%
<i>Provisions pour participation et rentes</i>	12,3	3,0%	12,9	2,6%	15,5	2,8%	18,1	2,9%	21,4	3,1%
<i>Exclusion des acceptations</i>	- 4,5	1,1%	- 4,4	- 0,9%	- 4,3	- 0,8%	- 4,9	- 0,8%	- 8,7	- 1,3%
Effet de la différence de champ	16,1	3,9%	20,3	4,2%	22,7	4,2%	25,5	4,1%	26,7	3,9%
Effet de la territorialité	- 0,2	ns	0,2	ns	- 0,2	ns	- 0,2	ns	- 0,2	ns
(1) Les placements reprennent les obligations, les actions, les titres d'OPCVM afin d'avoir une base de comparaison homogène (les parts de SCPI ou SCI ont été estimées pour la FFSA à 60% de la rubrique immobilier, en se référant à l'enquête trimestrielle des placements de la CCA de mai 1999).										
Source et réalisation : Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales – DESM										

Laurence HEN – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 4.c.

LE TAUX D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE ASPECTS MÉTHODOLOGIQUES

Le besoin de financement des agents non financiers peut être satisfait par un appel direct aux marchés financiers ou le recours à des intermédiaires financiers. Le calcul d'un taux d'intermédiation vise à mesurer le poids de ces derniers (établissements de crédit, auxquels peuvent éventuellement s'ajouter les OPCVM et les compagnies d'assurance) dans le financement de l'économie.

1. Définitions du taux d'intermédiation financière

Le calcul d'un taux d'intermédiation est rendu délicat par la variété des institutions financières concernées (établissements de crédit, sociétés d'assurance et OPCVM) et des produits susceptibles de servir de support à l'intermédiation (crédits, titres de propriété, titres de créance).

1.1. Intermédiation au sens étroit ou au sens large

Une première approche ⁶ consiste à ne considérer comme financements intermédiés que les crédits accordés directement par les établissements de crédit résidents et assimilés ⁷. On se place alors sous l'angle des contrats utilisés (crédit ou titre). Cette démarche renvoie, en quelque sorte, à la distinction classique entre économie d'endettement bancaire et économie de marchés financiers. Un tel taux se définit alors comme le rapport des crédits accordés à des agents non financiers sur la totalité des financements obtenus par ces mêmes agents (crédits, titres de dette, titres de propriété).

⁶ Il s'agit d'une approche des financements du point de vue de la demande, dans la mesure où elle reflète le choix de l'agent emprunteur qui sollicite un établissement de crédit pour obtenir un prêt ou une avance plutôt que de recourir aux marchés en émettant des titres.

⁷ Les crédits accordés par les établissements de crédit non résidents sont traités par convention imposée par les disponibilités statistiques comme des financements désintermédiés ; on peut aussi considérer que le recours aux eurocrédits relève d'un comportement plus général d'emprunts directs à l'étranger.

Toutefois, cette approche ignore les opérations sur titres des établissements de crédit et des autres intermédiaires financiers, et leurs effets sur la satisfaction des besoins de financement des agents non financiers. En effet, lorsque, par exemple, une banque souscrit un billet de trésorerie émis par une entreprise, cette opération constitue bien un financement de l'émetteur du titre de créance négociable par la banque à l'instar de ce qui aurait prévalu dans le cas de l'octroi d'un crédit ; la différence réside en ce que la banque peut éventuellement vendre ce titre sur un marché secondaire plus aisément qu'elle ne pourrait céder le crédit. On peut dès lors envisager une conception alternative consistant à définir le taux d'intermédiation de façon plus large. Selon cette approche, les financements intermédiés recouvrent l'ensemble des concours aux agents non financiers, qu'ils résultent de l'octroi de crédits ou de l'achat par les établissements de crédit, mais aussi les autres intermédiaires financiers (OPCVM et sociétés d'assurance), de titres de créance et de propriété, à l'émission et sur le marché secondaire⁸. L'angle d'analyse revient, dans ce cas, à distinguer les financements intermédiés des financements directs. Les financements intermédiés sont obtenus auprès des intermédiaires financiers quel que soit le contrat qui les supporte, crédit ou titre. Cette approche constitue un complément indispensable de la précédente, en raison du processus de « marchandisation » des bilans des intermédiaires financiers, à l'œuvre depuis le milieu des années quatre-vingt.

Pour le calcul du taux d'intermédiation, deux approches sont donc possibles :

- au sens étroit, l'intermédiation reflète le choix effectué par l'agent emprunteur entre un emprunt auprès d'un établissement de crédit et une émission de titres, qu'il s'agisse d'un titre de créance ou de propriété, ou que l'émission passe sur un marché ou s'opère par un échange direct entre les agents ;
- au sens large, elle conduit à retenir comme intermédiaires financiers non seulement les établissements de crédit mais aussi les sociétés d'assurance et les OPCVM puisqu'elle n'envisage plus seulement l'intermédiation comme un octroi de crédit.

1.2. Intermédiation en flux ou en encours

Il est, en outre, possible de calculer chacun de ces taux d'intermédiation sur les flux annuels, pour une observation des évolutions à court terme, ou sur les encours de financement de fin d'année, dans une approche à plus long terme.

L'analyse des seuls flux de financement permet de rendre compte des évolutions de court terme, qui sont gommées par une approche en termes d'encours. Cependant, elle n'est pas entièrement satisfaisante dans la mesure où les flux peuvent être négatifs (remboursements), ce qui altère la lisibilité des taux d'intermédiation calculés. En outre, cette approche ne permet pas de déceler des évolutions à long terme, compte tenu de l'instabilité des flux.

L'approche du taux d'intermédiation à partir des encours de financement complète donc utilement l'analyse des flux en évitant les deux inconvénients mentionnés plus haut, à condition toutefois d'éliminer les effets de valorisation qui peuvent gêner la comparaison des différentes sources de financement.

⁸ Il s'agit alors d'une approche des financements du point de vue de l'offre effectuée par les intermédiaires financiers.

2. Méthodes de calcul

2.1. Calcul des encours

S'agissant de l'approche en termes d'encours, les financements sous forme de titres ont été comptabilisés de la même manière que les crédits, à savoir à leur valeur d'émission. S'agissant des actions, il a fallu reconstituer les encours correspondants, seuls les flux d'émission étant directement disponibles. La méthode utilisée a consisté à cumuler les flux depuis 1945⁹. Pour tenir compte de la mortalité affectant le stock, l'impact des faillites d'entreprises a été déduit, en supposant qu'il est identique à celui des sorties contentieuses sur les encours de crédit¹⁰.

L'encours ainsi obtenu se différencie de celui disponible dans les comptes nationaux financiers non seulement par son mode de valorisation mais aussi par son contenu. En effet, il exclut par construction l'autofinancement des sociétés¹¹.

2.2. Calcul des flux

Les flux sont obtenus par différence d'encours, augmentée du montant des passages en pertes et des opérations de titrisation et de défaisance de la période en ce qui concerne les crédits. Par construction, ils sont égaux aux flux d'émission nets pour les actions.

S'agissant du champ des intermédiaires financiers, il convient de noter que le Trésor public n'est pas considéré comme une institution financière, mais comme une administration centrale, conformément à la méthodologie en vigueur au plan européen en matière de classement sectoriel. En conséquence, les dépôts d'agents non financiers sur ses livres sont considérés comme un financement désintermédié pour l'État.

Les financements obtenus auprès des non-résidents demeurent assimilés à des financements désintermédiés.

2.3. Sources utilisées

Les sources statistiques utilisées sont les suivantes :

- les données de crédits des institutions financières sont issues des statistiques monétaires ;
- les données de titres de créance émis par les agents non financiers sont issues des statistiques de l'endettement intérieur total ;
- les placements des institutions financières en titres émis par les agents non financiers ont été évalués à partir des données correspondantes des comptes nationaux financiers. L'élimination des placements croisés entre institutions financières a été obtenue en appliquant aux portefeuilles en valeur d'émission des clefs déterminées à partir de la

⁹ Pour la période 1945-1969, les données de flux sont issues des rapports annuels du CNC. À partir de 1969, les séries de flux sont issues des comptes nationaux financiers.

¹⁰ Autrement dit, le taux de sinistralité constaté sur les encours de crédit d'une année donnée a été appliqué au stock d'actions émises de l'année précédente. Le taux de sinistralité est le rapport entre la variation des créances douteuses accrue des passages en pertes rapportée à l'encours de crédit brut.

¹¹ Cf. rapport du CNIS n° 31 « Les opérations financières des entreprises, cohérence avec les comptes non financiers » octobre 1996.

ventilation du portefeuille des institutions financières par catégories d'émetteur issue des statistiques monétaires (pour les établissements de crédit et les OPCVM) et des états déclaratifs réglementaires (pour les sociétés d'assurance) ¹² ;

- les comptes nationaux financiers annuels utilisés sont en base 1995 sur la période 1977-2001.

Frédéric WILHELM – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

¹² La répartition du portefeuille des institutions financières par catégories d'émetteur n'était pas disponible avant l'entrée en vigueur à partir de 1993 de nouveaux systèmes de déclaration statistiques. Les données correspondantes ne pouvaient donc être utilisées lorsque la méthodologie des taux d'intermédiation au sens large a été mise en place en 1992. À défaut, la part des titres d'une certaine nature émis par les agents non financiers acquis par catégorie d'institution financière donnée était supposée égale à la part des titres de la même nature détenue par l'institution financière considérée, quel qu'en fut l'émetteur.

Fiche thématique

n° 4.d.

LA SENSIBILITÉ DES BANQUES FRANÇAISES AUX MOUVEMENTS DE TAUX D'INTÉRÊT

À l'aide de données individuelles tirées des bases de la Commission bancaire, on cherche à étudier dans quelle mesure la structure des bilans bancaires pourrait influencer la façon dont l'offre de crédit réagit à la politique monétaire. Les résultats empiriques conduisent à privilégier l'indicateur de liquidité comme le seul facteur entraînant une hétérogénéité des comportements d'offre de crédit face à une modification de la politique monétaire¹³.

Nous décrivons ci-dessous le cadre de l'étude, la méthode utilisée et les résultats obtenus pour la France¹⁴ ainsi que pour les principaux autres pays de la zone euro¹⁵. Quelques éléments de comparaison avec les États-Unis sont ensuite exposés.

1. Le contexte économique et les données utilisées

Les effets de la politique monétaire ont souvent été principalement étudiés grâce à des modèles vectoriels autorégressifs ou des modèles macroéconomiques. L'originalité de l'approche exposée ici est d'utiliser des données individuelles bancaires qui permettent d'étudier l'hétérogénéité de l'impact de la politique monétaire sur les différentes catégories de banques.

Les données, issues des bilans bancaires trimestriels collectés par la Commission bancaire couvrent la période s'étendant du premier trimestre 1993 au troisième trimestre 2000. Cette période

13 Les résultats présentés sont issus des travaux d'un réseau du SEBC, dont le but était d'étudier les mécanismes de transmission de la politique monétaire dans la zone euro. Ce groupe a notamment analysé l'hétérogénéité de l'impact de la politique monétaire sur l'offre de crédit des banques en fonction de certaines caractéristiques (taille, liquidité et capitalisation).

14 C. Loupias, F. Savignac, P. Sevestre « Monetary and Bank Lending in France: Are there Asymetries ? », Document de travail de la BCE, n°101, décembre 2001.

15 M. Ehrmann, L. Gambacorta, J. Martinez-Pagés, P. Sevestre, A. Worms « Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area », Document de travail de la BCE, n°105, décembre 2001.

a été caractérisée à la fois par un mouvement de concentration bancaire significatif et par une forte diminution des taux d'intérêt ¹⁶.

2. La question étudiée et la méthode utilisée

Selon la théorie du canal du crédit, les grandes banques, les plus liquides ou les plus capitalisées, pourraient être mieux « armées » que leurs concurrentes pour maintenir leur offre de crédit en cas de hausse des taux d'intérêt. Elles auraient, en effet, la capacité de compenser le renchérissement des ressources interbancaires en modifiant la structure de leur bilan : les grandes banques ou les plus capitalisées pourraient se procurer des ressources à long terme à un coût inférieur à celui qu'obtiennent leurs concurrentes et les banques les plus liquides ne sont pas contraintes de se procurer des ressources à court terme pour protéger leur offre de crédit. La structure des bilans bancaires pourrait ainsi influencer la façon dont l'offre de crédit des banques s'ajuste à la politique monétaire. Les banques de petite taille, peu liquides ou sous-capitalisées pourraient amplifier l'impact direct de la politique monétaire (canal du taux d'intérêt) en modifiant plus que proportionnellement leur offre de crédit en cas de resserrement de la politique monétaire (canal du crédit). L'effet « canal du crédit » jouerait alors comme un amplificateur de l'impact direct de la politique monétaire ¹⁷.

Pour analyser l'hétérogénéité de l'offre de crédit des banques, on propose d'étudier le taux de croissance des encours de crédits en fonction de certaines caractéristiques des banques (voir encadré).

¹⁶ Cf. le rapport de la Commission bancaire 2000. Des détails descriptifs sur les caractéristiques des Institutions financières et monétaires (IFM) sont présentés dans le document de travail n°101 de la BCE précédemment cité.

¹⁷ Voir, B. Bernanke, M. Gertler « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », Journal of Economic Perspectives, Automne 1995, vol 9, p. 27-48.

ENCADRÉ : LE MODÈLE ESTIMÉ

L'équation qui a été estimée est la suivante :

$$\Delta \log(L_{it}) = a_i + \sum_{j=1}^4 b_j \Delta \log(L_{it-j}) + \sum_{j=0}^4 c_j \Delta r_{t-j} + \sum_{j=0}^4 d_j \Delta \log(\text{PIB}_{t-j}) + \sum_{j=0}^4 e_j \text{infl}_{t-j} \\ + f_1 x_{it-1} + \sum_{j=0}^4 f_{2j} x_{it-1} \Delta r_{t-j} + g_1 y_{it-1} + \sum_{j=0}^4 g_{2j} y_{it-1} \Delta r_{t-j} + h_1 z_{it-1} + \sum_{j=0}^4 h_{2j} z_{it-1} \Delta r_{t-j} + \varepsilon_{it}$$

avec $i=1,\dots,N$, ainsi que $t=1,\dots,T_i$, et où N représente le nombre de banques et T_i le nombre maximal d'observations pour la banque considérée. Δ est l'opérateur de différence première. L_{it} sont les encours de crédits de la banque i au trimestre t aux agents privés non bancaires. Δr_t représente la différence première du taux d'intérêt nominal à court terme mesuré par le taux interbancaire à trois mois et infl_t le taux d'inflation mesuré par le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation. x_{it} , y_{it} et z_{it} représentent respectivement les trois caractéristiques suivantes de la banque i considérée : la taille, la liquidité et la capitalisation. La taille est définie comme le logarithme du total des actifs du bilan, la liquidité est mesurée par le ratio du total des postes interbancaires de l'actif divisé par le montant total du bilan et la capitalisation par le ratio du capital et des réserves sur le total du bilan. Toutes ces caractéristiques sont, de plus, centrées de telle sorte que la valeur de la variable de la caractéristique considérée soit égale à zéro pour la valeur moyenne de l'échantillon.

L'équation est présentée et estimée en différences premières, mais le modèle peut aussi être interprété en niveau.

Le taux de croissance des crédits dépend d'un facteur d'inertie (ses évolutions passées), d'un facteur d'activité, d'un indicateur de politique monétaire (taux interbancaire à trois mois) et de trois variables de structure de la banque (la taille, la liquidité et la capitalisation). Ces dernières variables sont prises en compte directement, et croisées avec l'indicateur de politique monétaire, afin de déterminer la part liée à l'hétérogénéité des banques dans les réactions de l'offre de crédit à la politique monétaire¹⁸.

3. Les résultats obtenus

Les premiers résultats obtenus par les principaux pays de la zone euro (Allemagne, Espagne, France et Italie) sont présentés dans le tableau ci-dessous¹⁹. Chaque colonne indique, pour un pays, le coefficient de long terme²⁰ obtenu pour les variables explicatives clés²¹ (différence première du taux d'intérêt, taux de croissance réel du PIB, taux d'inflation et caractéristiques multipliées par la différence première du taux d'intérêt).

¹⁸ L'équation a été estimée par la méthode des moments généralisés (voir Loupias et alii pour plus de détails dans le cas de la France).

¹⁹ Ce résultat, établi ici sur une base strictement comparative, est cependant à nuancer dans le cas de l'Espagne. Voir sur ce point I. Hernando, J. Martinez-Pagés « Is there a Bank Lending Channel of Monetary Policy in Spain ? », Document de travail de la BCE n° 99, décembre 2001.

²⁰ On s'attendait notamment à ce que le coefficient pour le taux de croissance du PIB soit égal à un et que le signe du coefficient pour l'inflation soit identique dans tous les pays.

²¹ Le coefficient dit de long terme est obtenu en divisant la somme des coefficients directement dans la régression pour la variable considérée par l'expression (1 – la somme des coefficients obtenus sur la variable endogène retardée).

Une hausse permanente d'un point des taux d'intérêt conduirait donc à diminuer l'encours de crédit d'une banque qui aurait les caractéristiques de la moyenne des banques du pays considéré de 0,5% en Allemagne, 1,5% en Espagne, 2% en France et 0,8% en Italie. Ces chiffres sont à prendre avec précaution car les coefficients estimés pour le taux de croissance du PIB et l'inflation ne correspondent pas à ceux attendus ²².

IMPACT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LES TAUX DE CROISSANCE DES CRÉDITS								
Variation de la Politique Monétaire (Δr_t)	- 0,526 ⁽³⁾ <i>(0,202)</i>		- 1,510 ⁽³⁾ <i>(0,433)</i>		- 1,969 ⁽³⁾ <i>(0,566)</i>		- 0,825 ⁽³⁾ <i>(0,127)</i>	
Croissance ($\Delta \log(PIB_t)$)	0,079 <i>(0,135)</i>		1,695 ⁽³⁾ <i>(0,326)</i>		2,975 ⁽³⁾ <i>(0,374)</i>		1,389 ⁽³⁾ <i>(0,213)</i>	
Inflation	1,662 ⁽³⁾ <i>(0,280)</i>		- 2,074 ⁽³⁾ <i>(0,387)</i>		- 3,678 ⁽³⁾ <i>(0,512)</i>		- 0,622 <i>(0,386)</i>	
Taille $\times \Delta r_t$	- 0,044 <i>(0,036)</i>		- 0,214 ⁽¹⁾ <i>(0,128)</i>		- 0,063 <i>(0,218)</i>		0,079 <i>(0,054)</i>	
Liquidité $\times \Delta r_t$	3,936 ⁽³⁾ <i>(0,883)</i>		3,986 ⁽²⁾ <i>(1,905)</i>		8,106 ⁽³⁾ <i>(1,931)</i>		2,278 ⁽³⁾ <i>(0,831)</i>	
Capitalisation $\times \Delta r_t$	- 0,469 <i>(5,340)</i>		- 11,304 <i>(9,112)</i>		2,304 <i>(7,007)</i>		3,616 <i>(3,099)</i>	
p-val Sargan	1,000		1,000		0,231		0,077	
p-val MA1, MA2	0,000	0,351	0,458	0,913	0,000	0,387	0,000	0,128
Nbre de bq, obs.	2 651	47 718	210	4 012	312	5 327	587	25 241

(1) (2) (3) indiquent la significativité aux niveaux de 10%/5%/1%. Les chiffres en italique sont les écarts types. La dernière ligne indique, pour chaque pays, le nombre de banques gardées dans l'échantillon de régression ainsi que le nombre d'observations. Les lignes « p-val Sargan » et « p-val MA1, MA2 » indiquent, respectivement, les niveaux des risques de première espèce associés au test de Sargan et à celui d'absence d'autocorrélation des résidus à l'ordre 1 et 2. On en déduit que le modèle estimé par la méthode des moments généralisés n'est pas rejeté.

Source : Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire
Réalisation : Banque de France – Direction des Études économiques et de la Recherche – CRECH

Des trois caractéristiques bancaires étudiées, seule la liquidité a un impact réel sur l'offre de crédits. En effet, seul le coefficient de la caractéristique liquidité croisée avec l'indicateur de politique monétaire est significatif. Les coefficients portant sur la taille ou la capitalisation ne sont significatifs (au seuil de 5%) dans aucun des pays étudiés. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt diminuent, les banques augmenteraient leurs crédits dans les mêmes proportions quelles que soient leur taille ou la proportion de leurs capitaux propres ²³. Les banques les moins liquides réagiraient plus fortement à la politique monétaire que les autres. Une hausse permanente d'un point du taux d'intérêt interbancaire à trois mois conduirait les banques françaises les moins liquides à diminuer leurs stocks de crédit à long terme de 4% contre 2% pour une banque qui aurait les caractéristiques moyennes ²⁴.

²² Ces variables sont définies plus précisément dans l'encadré.

²³ Les capitaux propres sont définis au sens comptable et non au sens prudentiel.

²⁴ Le coefficient de 8 pour la France ne peut pas être interprété directement car il est nécessaire de tenir compte de la valeur de l'indicateur de liquidité pour chaque banque.

L'effet macroéconomique correspondant est non négligeable, puisque l'impact indirect d'une hausse du taux d'intérêt d'un point, lié à la structure des banques, serait une diminution du stock des crédits à long terme de 1%, alors que l'impact direct ne serait que de 2% (le total faisant 3 %) ²⁵.

4. Quelques éléments de comparaison avec les États-Unis

Les résultats obtenus pour la zone euro se distinguent de ceux établis pour les États-Unis. En effet, selon Kashyap et Stein (1995, 2000) et Kishan et Opiela (2000), toutes les caractéristiques des banques (taille, liquidité et capitalisation) auraient un effet sur l'évolution de l'offre de crédit des banques américaines ²⁶.

Dans le cas de la France, cette différence de résultats avec les États-Unis pourrait s'expliquer de deux manières. Premièrement, en France les petites banques sont plus capitalisées que la moyenne de telle sorte que les deux effets (taille et capitalisation) pourraient se compenser et être, ainsi, plus difficiles à identifier statistiquement. Deuxièmement, l'interprétation des résultats repose sur l'hypothèse que les demandes de crédits adressées à chaque banque sont identiques. Or, la demande de crédits adressée aux petites banques est moins élastique au taux d'intérêt que celle adressée aux grandes banques ²⁷. L'effet de la demande de crédit pourrait ainsi compenser l'effet de l'offre : les petites banques augmenteraient plus fortement leurs taux que les grandes, mais, à hausse de taux égale, la demande de crédit aux petites banques diminuerait moins fortement que celle adressée aux grandes.

5. Conclusion

Les résultats présentés ici sur l'hétérogénéité de la réponse des banques à la politique monétaire sont fondés sur l'encours des crédits accordés par les banques. Seule, la fonction de liquidité entraîne une hétérogénéité des comportements d'offre de crédit face à une modification de la politique monétaire. Ni la taille des banques, ni leur capitalisation, ne semblent intervenir ²⁸.

Claire LOUPIAS – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

²⁵ Ces chiffres sont à prendre ici encore avec précaution car si ces coefficients apparaissent bien comme significatifs, l'écart type relatif entre l'effet direct et l'effet indirect a été ignoré. De plus, la remarque précédente concernant l'interprétation des coefficients directs s'applique toujours.

²⁶ A. Kashyap, J. Stein « The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Juin 1995, vol 42, p. 151-95.

A. Kashyap, J. Stein « What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy ? », *American Economic Review*, Juin 2000, vol 90, p. 407-428.

R. Kishan, T. Opiela « Bank Size, Bank Capital and the Bank Lending Channel », *Journal of Money, Credit, and Banking*, Février 2000, vol 32, p. 121-141.

²⁷ Voir sur ce point L. Baumel et P. Sevestre « La relation entre le taux des crédits et le coût des ressources bancaires : Modélisation et estimation sur données individuelles de banques », *Annales d'Économie et de Statistique*, n° 59, p. 199-226.

²⁸ Une étude comparable pourrait être menée sur les taux d'intérêt. À cet égard, les taux d'intérêt individuels collectés auprès des établissements de crédit dans la zone euro, et disponibles prochainement, seront très utiles.

Fiche thématique

n° 4.e.

LA GESTION INDICIELLE

1. La gestion indicielle : quelques fondements théoriques

La gestion indicielle s'est développée de façon spectaculaire au cours des années 1970, à l'appui des enseignements de la théorie moderne du portefeuille de Markowitz. D'après celle-ci, dans un marché « efficient » un portefeuille diversifié garantit une performance optimale. Sur ce marché, où tout nouvel élément d'information se répercute immédiatement et intégralement sur le prix des actifs financiers, un investisseur ne peut pas systématiquement obtenir de meilleures performances que le marché dans son ensemble, le marché étant ici considéré comme une approximation du portefeuille optimal. Par conséquent, il est plus efficace et moins coûteux d'imiter le marché par le biais d'un portefeuille reproduisant sa performance globale que de conduire une gestion active.

Sous l'hypothèse d'un marché totalement efficient, tout nouvel élément d'information est immédiatement intégré dans le prix des actifs financiers. La nature de ces informations étant imprévisible, les prix des actifs financiers afficheront un profil d'évolution aléatoire. Par conséquent, il est vain d'essayer de prévoir la tendance future des cours et, sur longue période, il est impossible de dépasser les performances du marché dans son ensemble. Toute recherche de la persistance de la performance, après déduction des frais de gestion et de transaction, est ainsi vouée à l'échec. Les gestions de fonds qui réussissent à faire mieux que le marché doivent ainsi être considérées comme des « anomalies statistiques ».

2. Importance et formes de la gestion des fonds indiciels

Le phénomène de la gestion indicielle s'est tout d'abord développé sur les marchés financiers aux États-Unis, et plus spécifiquement sur les marchés boursiers.

2.1. Ampleur du phénomène

D'après l'Investment Company Institute (ICI)²⁹, le nombre de fonds indiciels est passé de 15 en janvier 1990 à 193 en décembre 1999, tandis que, sur la même période, le nombre total des fonds de placement passait de 2 901 à 7 791. Sur cette même période, 1990-1999, les encours gérés par des fonds indiciels ont progressé de 3 à 383 milliards de dollars, tandis que l'encours global en gestion collective passait de 983 à 6 846 milliards. À fin 1999, l'essentiel de la gestion indicielle était concentré sur les fonds actions, qui représentaient un montant d'actifs de 357 milliards. Ils constituaient 11% des actifs investis en actions domestiques et près de 9% des actifs investis dans l'ensemble des fonds actions.

Cette tendance a été tirée par les investisseurs institutionnels qui, sur la période récente, ont placé une part croissante de leurs nouveaux apports en fonds indiciels (près de la moitié en 1999). Les estimations récentes évaluent ainsi à 35% la part de la gestion indicielle au sein des fonds de pension américains (30% pour leurs homologues britanniques).

En France, la quasi-inexistence de fonds de pension pèse sur le développement de ce type de gestion. Selon les statistiques d'Europerformance, les fonds indiciels investis en actions domestiques et de la zone euro représentaient ainsi un encours de 3,89 milliards d'euros à la fin décembre 2001, soit 3,9% de l'encours total des fonds d'actions de ce type.

2.2. Des formes renouvelées

Si la gestion indicielle était initialement limitée à la duplication des indices, via la constitution de paniers de valeurs acquises sur les marchés au comptant (« *full replication* »), cette technique, du fait des coûts de réplique, apparaît aujourd'hui réservée aux plus grands fonds. L'approche indicielle est progressivement devenue plus sophistiquée, avec notamment un recours aux marchés à terme et aux produits dérivés sur indices pour procéder à une réplique synthétique. La gestion indicielle s'est également développée au travers de la construction de portefeuilles dont les caractéristiques en termes de profil de rendement ajusté du risque restent très proches de celles de l'indice de référence, mais qui offrent au gestionnaire une certaine marge de manœuvre par rapport à la composition du portefeuille de référence. Ainsi, l'échantillonnage stratifié consiste en la détention des principaux titres d'un indice, doublée de la sélection de quelques autres titres de moindre capitalisation, nécessaire pour prendre en considération le poids des différents secteurs représentés dans l'indice. De même, la gestion dite « *tiltée* » au niveau d'un portefeuille, ou l'approche dite « *core/satellite* » au niveau d'un ensemble de portefeuilles, permettent de combiner une base de gestion indicielle à une dose de gestion active via une sélection de titres (« *stock picking* ») avec l'espoir de battre l'indice de référence. Cependant, la contrainte imposée au gestionnaire en termes de « *tracking error* » (erreur de suivi), souvent relativement stricte, limite sensiblement cette marge de manœuvre en autorisant une sur ou sous-pondération de quelques titres seulement.

Plus récemment, se sont développés les fonds indiciels négociables en bourse (« *exchange traded funds* », « *trackers* »), autorisant une gestion indicielle plus « active ». En février 2002, l'ICI recensait 102 fonds de ce type sur le marché américain, représentant près de 80 milliards de dollars d'actifs. Ces fonds cotés sont également apparus sur les marchés boursiers européens à partir de 1999. Sur Euronext, on dénombrait ainsi à la fin de l'année 2001 une cinquantaine d'ETF accessibles aux investisseurs, représentant quelque 4,4 milliards d'euros d'actifs.

²⁹ ICI, Perspective, juillet 2000.

3. Une approche critique de la gestion indicielle

3.1. Une recherche de la performance du marché à moindre frais...

Par définition, la gestion indicielle offre une performance proche de celle de l'indice (portefeuille) de référence, et ce, à un faible coût, puisque, d'une part, le taux de rotation (donc les coûts de transaction) du portefeuille est limité, et que, d'autre part, les frais de recherche et d'analyse de marché sont réduits. Les frais de gestion des fonds indiciels sont généralement inférieurs à 0,5% de l'actif géré, contre une fourchette de 0,8% à 1,2% pour les fonds gérés de manière active. De fait, la concurrence entre les fonds indiciels tend à porter essentiellement sur les frais de gestion, leurs performances (pour un indice de référence identique) étant largement similaires.

3.2. ...qui soulève deux séries de questions

3.2.1. Un fondement théorique discuté...

Le fondement théorique de la gestion indicielle repose sur l'hypothèse que les rendements des actifs financiers sous-jacents suivent une loi de distribution normale. Cela signifie que, dans l'indice (portefeuille), la contribution de chaque action à la performance globale n'est pas significativement différente de la contribution moyenne. Dans ce cas, l'indice peut être considéré comme l'action « moyenne ». Dans le cas inverse, c'est-à-dire si la distribution des rendements n'est pas normale, la contribution individuelle de chacune des actions est significative. Dès lors, les écarts entre l'indice et le portefeuille réel ne peuvent plus être supposés se résorber rapidement et rester négligeables. La compétence du gestionnaire et « la sélection des actions » deviennent des facteurs décisifs pour la performance globale, le portefeuille étant alors considéré comme un ensemble de titres spécifiques ³⁰.

Plus significativement, les résultats de Markowitz relatifs à l'efficience du portefeuille de marché sont fondés sur l'hypothèse selon laquelle tous les investisseurs optimisent leurs portefeuilles au regard de croyances homogènes quant aux rendements des actifs et à leurs covariances, sur un même horizon d'investissement, et qu'ils peuvent recourir, de manière illimitée, à l'emprunt et à la vente à découvert. Or, de telles conditions ne sont guère vérifiées en pratique.

3.2.2. appliqué de manière contestable...

Au sens strict, une véritable stratégie de gestion indicielle ne devrait pas, en tout état de cause, se concentrer exclusivement sur une catégorie d'actifs (actions, obligations), chacune de ces catégories ne représentant qu'une partie de l'éventail global des actifs disponibles — c'est-à-dire du marché au sens de Markowitz —, mais devrait englober toutes les catégories d'actifs à risque disponibles sur le marché.

³⁰ À noter que c'est précisément le constat de non-normalité des rentabilités boursières qui a favorisé, par ailleurs, un retour en grâce de la gestion active sous le label de « gestion alternative ».

De plus, pour être utilisables par les gestionnaires, les indices de référence doivent répondre à des critères « opérationnels », de robustesse, de prévisibilité et de répliquabilité, qui tendent à les éloigner encore de ce que devrait être le portefeuille de marché défini par la théorie financière.

3.3. Une approche susceptible de déformer les prix relatifs entre actifs ou classes d'actifs...

Si elle se focalise sur une seule catégorie d'actifs, la gestion indicielle aboutit forcément à privilégier celle-ci au détriment des autres classes d'actifs et donc à déséquilibrer leurs prix relatifs. La même remarque est valable au sein d'une même catégorie d'actifs lorsque la gestion se concentre de façon excessive sur un indice ou une famille d'indices spécifiques (comme les indices boursiers phares ou des indices sectoriels). Ainsi peut-on, par exemple, se demander si l'incapacité des gestionnaires de fonds actifs à battre l'indice SP500 (après frais de gestion) est due à la supériorité intrinsèque de la gestion indicielle ou à la prépondérance de ce type d'approche sur le marché des actions composant cet indice. En effet, si les gestionnaires actifs ne parviennent généralement pas à reproduire la performance des indices phares boursiers, ils « battent », en revanche, régulièrement les indices plus larges, moins médiatisés, et les indices internationaux.

Ces distorsions, loin d'être de « simples » phénomènes financiers, sont susceptibles d'avoir des effets en termes réels, notamment en renchérissant les coûts de financement des sociétés n'appartenant pas aux indices phares, voire au plan international, en biaisant l'allocation internationale des capitaux.

3.4. ... et de biaiser la dynamique des prix.

3.4.1. Affaiblissement du contenu informationnel des prix...

Le développement de la gestion indicielle tend à accroître le nombre des gestionnaires « passifs » au détriment de ceux qui contribuent activement à la formation des prix de marché. Il convient dès lors de se poser la question de la « qualité » des prix de marché et des mécanismes de valorisation des actifs.

En effet, investir passivement peut être assimilé à une stratégie de « passager clandestin » « *free-riding* » reposant sur l'espoir que suffisamment de participants contribuent, via un effort de recherche, d'analyse et de placement actif, à la formation de prix reflétant l'information disponible et contribuant à l'efficacité des marchés. Dès lors, la question-clé est celle de la détermination de la proportion de fonds gérés passivement à partir de laquelle le niveau absolu des cours résultant de la confrontation d'offreurs et demandeurs « aveugles » ne reflète plus de manière convenable l'information relative aux entités émettrices.

De plus, ce phénomène de distorsion et de perte de signification des prix peut s'amplifier dès lors que les gérants actifs, s'ils perdent leur capacité à cristalliser les anticipations et à entraîner le marché vers ses « fondamentaux » (ou tout au moins si de telles stratégies deviennent plus risquées), se bornent à anticiper les mouvements résultant des flux captifs gérés passivement. Cependant, l'introduction au sein de tels fonds d'une dose de gestion « tiltée » tempère les risques de généralisation de telles dérives.

3.4.2. ...et amplification de certains mouvements du marché

Toutes choses égales par ailleurs, le phénomène de la réplication d'indices a aussi tendance à amplifier certains mouvements du marché.

Risque d'amplification de chocs a priori transitoires

Un gérant « actif » place les fonds qu'il se doit de valoriser en fonction de son appréciation du rendement anticipé des titres proposés à l'investissement. Dès lors, face à un renchérissement jugé transitoire du cours d'une action ou d'une catégorie d'actions (aléa du marché, hausse ponctuelle de la demande...), la diminution du rendement anticipé (hausse du coût de l'investissement pour des perspectives de profit inchangées) conduira normalement à une diminution relative de la demande pour ce titre ou cette catégorie de titres, phénomène qui tend à corriger les effets de ce choc initial. En revanche, si le(s) titre(s) en question apparten(nen)t à un indice largement utilisé par les gestionnaires passifs, ces derniers, contraints de reproduire mécaniquement la structure de l'indice, entérineront le choc initial subi par le cours pour tenir compte de l'augmentation de la pondération du titre dans l'indice qui en résulte. C'est dès lors un surplus de demande qui se porte sur l'ensemble des titres composant l'indice, contribuant de manière homogène à les renchérir, ce qui prolonge l'effet du choc sur ces titres et l'accentue même relativement aux autres titres.

Tensions sur la liquidité

D'autre part, des problèmes de liquidité peuvent amplifier les variations de cours résultant de mouvements d'offre et demande « aveugles » liés à des changements d'échantillon ou de forts ajustements de pondération. La généralisation de la pondération par le flottant (c'est-à-dire par la part du gisement de titres effectivement disponibles sur le marché) dans le calcul des indices, et non plus uniquement en fonction de la capitalisation boursière totale, devrait diminuer ces effets déstabilisateurs potentiels.

Au-delà cependant, on peut s'interroger sur les effets structurels de la gestion indicielle sur la liquidité des titres composant les indices de référence : si, toutes choses égales par ailleurs, l'inclusion d'un titre dans un indice peut être vue comme un facteur susceptible d'améliorer sa liquidité (en encourageant une croissance des volumes de transactions), la gestion indicielle, fondée sur une approche, par nature, passive à long terme, peut venir affaiblir ce premier effet, en allongeant la durée moyenne d'immobilisation des titres en portefeuille.

Antoine BIARD et François HAAS – Banque de France – Direction générale des Opérations

Fiche thématique

n° 4.f.

LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET LA COMMUNICATION FINANCIÈRE ³¹

La montée récente de certains risques (risques-pays, risques sur les entreprises américaines, risques sur les télécommunications) a souligné l'importance pour les grands groupes bancaires de communiquer régulièrement sur la base d'informations claires, exhaustives et fiables. L'attention portée à la politique de communication financière et, plus généralement, aux exigences de transparence financière, s'est également sensiblement renforcée sous la pression des marchés, des régulateurs et des actionnaires.

La communication financière contribue, de fait, à la stabilité d'ensemble du système bancaire et financier. Elle prend, aujourd'hui, une dimension d'autant plus stratégique que les cadres comptable et prudentiel (normes International Accounting Standard (IAS), ratio de solvabilité...) vont profondément évoluer au cours des prochaines années et imposer de nouvelles exigences en matière d'information publiée.

1. La communication financière des établissements de crédit a enregistré des progrès substantiels au cours des dernières années

La convergence et l'amélioration des pratiques en matière de communication sur les performances, la gestion des risques et la stratégie se confirment, même si un certain nombre d'améliorations sont encore indispensables.

³¹ Cette fiche est une synthèse d'une étude publiée dans le rapport annuel 2001 de la Commission bancaire auquel le lecteur pourra se référer.

1.1. La communication sur les performances

La qualité de l'information sur les performances des établissements de crédit constitue une des préoccupations permanentes des autorités de surveillance nationales et internationales³². Les établissements de crédit ont accru leur communication sur des données non strictement comptables, qui recouvrent essentiellement la performance globale, ainsi que les résultats par ligne de métier. De fait, les informations apparaissent de meilleure qualité, même si elles demeurent perfectibles en termes de fiabilité et de comparabilité.

La performance globale des établissements de crédit est appréhendée, dans les états financiers, à travers le compte de résultat et la mise en évidence des soldes intermédiaires de gestion (produit net bancaire, résultat brut d'exploitation...). D'autres informations sont également très utilisées pour l'évaluation de la performance. Ainsi, la quasi-totalité des groupes diffusent très largement trois types d'informations : mesure de la rentabilité interne avec le « *return on equity* » (*ROE*) et coefficient d'exploitation, mesure de la valeur actionnariale (création de valeur) et, enfin, évaluation de la performance de l'établissement par le marché.

L'information par ligne de métier (banque de détail, gestion d'actifs, banque d'investissement...) est une pratique désormais courante. Elle constitue une amélioration tangible de la qualité de l'information financière diffusée au marché et concourt à une meilleure discipline de marché. La communication d'indicateurs de performance par ligne de métier (*ROE* – et coefficient d'exploitation) est souvent complétée par l'allocation du capital ou des fonds propres. Cette pratique se généralise et se substitue à une présentation globale des résultats ou encore à une présentation des résultats des différentes entités constitutives du groupe. Cette information est en général complétée par une analyse géographique. Toutefois, la définition d'un nombre variable de segments selon les établissements et le contour de leur métier rendent les comparaisons difficiles d'un groupe bancaire à l'autre.

1.2. La communication relative à la gestion des risques

La communication en matière de risque de crédit est, depuis plusieurs années, au cœur des préoccupations des autorités de régulation et de supervision³³. Au-delà des objectifs généraux affichés par l'établissement, les documents publiés décrivent, avec un degré de détail variable, l'organisation de la gestion du risque (définition du risque, rôle et responsabilité des dirigeants, articulation entre les différentes entités du groupe). En outre, des actions de communication spécifiques sont mises en place lorsque le groupe connaît une restructuration. S'agissant des groupes bancaires français, le souci de présenter les travaux de mise en conformité avec la réglementation relative au contrôle interne (CRBF n° 97-02 modifié) apparaît très clairement. La ventilation du portefeuille de crédits selon une approche multicritères (géographique, sectorielle...) a été sensiblement améliorée.

La communication sur les risques de marché a été étoffée au cours des dernières années. Si les régulateurs et les superviseurs ont, de longue date, attiré l'attention des banques sur l'importance d'une information claire et fiable en ce domaine, ces progrès reflètent aussi l'amélioration des outils de surveillance développés par les grands groupes bancaires dans un contexte de montée des risques et de volatilité des marchés : développement des modèles internes,

³² Cf. notamment Enhancing bank transparency (Comité de Bâle, septembre 1998), document COB – Commission bancaire sur la transparence financière (décembre 1998), recommandation de la COB relative à la communication des émetteurs sur la création de valeur actionnariale (avril 2001).

³³ Cf. notamment « Recueil des meilleures pratiques en matière de communication sur le risque de crédit » (Comité de Bâle, septembre 2000), recommandation COB – Commission bancaire sur l'information relative au risque de crédit (janvier 2000).

généralisation d'indicateurs communs « *value at risk* » (VAR), scénarios de « *stress-testing* ». La définition, le périmètre, ainsi que l'organisation de la gestion des risques de marché, sont souvent présentés, mais des progrès sont encore possibles sur plusieurs aspects (résultats des travaux de simulation par exemple).

La communication sur les autres risques demeure inégale et est appelée à se développer rapidement. Ainsi, les informations sur les risques opérationnels (risques fiscaux, risques naturels, erreur humaine...) sont aujourd'hui largement répandues (définition, structures ou fonctions dédiées, méthodes de gestion adoptées) même si leur définition n'est pas homogène d'un groupe à l'autre. Les informations chiffrées en fonction des incidents et des pertes de données sont, en général, lacunaires et certains établissements reconnaissent leur faiblesse en matière de gestion de tels risques. D'autres font état de systèmes d'auto-évaluation. Leur fonctionnement est toutefois peu explicite et aucun élément ne permet de juger de leur efficacité réelle. Les éléments quantitatifs demeurent rares car les bases de données devant servir de référentiel historique sont en cours de constitution. Un nombre croissant d'établissements précise toutefois disposer de telles bases pour déterminer les fonds propres alloués aux risques opérationnels.

Inclus la plupart du temps dans les développements consacrés à la gestion actif-passif, le risque de liquidité est souvent défini, dans les rapports annuels, comme une composante des risques de marché. La plupart des établissements mettent l'accent sur la définition générale et les modalités de gestion globale de ce risque, mais communiquent peu d'informations chiffrées. Ainsi, la majorité des groupes bancaires français se limite à mentionner le niveau du coefficient réglementaire de liquidité sans en donner les éléments d'interprétation.

1.3. La communication sur la stratégie

Les informations relatives à la stratégie figurant dans les rapports annuels restent assez succinctes : pour l'essentiel, un bref paragraphe traçant les perspectives d'avenir de l'établissement. Rares sont les détails sur la stratégie de l'établissement et les données quantitatives en termes d'objectifs. Lorsque l'information existe, elle prend généralement la forme d'indicateurs de prévision à la fois sur les résultats d'ensemble et par pôle d'activité. Les banques privilégient le plus souvent une communication ponctuelle sur les événements majeurs (présentations dédiées destinées aux analystes). En dehors du rapport annuel, des rapports spécifiques, rendant public un ensemble de prévisions à moyen terme (généralement entre deux et cinq ans), sont souvent élaborés à l'occasion d'opérations majeures affectant la structure du groupe.

2. Les réformes prudentielles et comptables en cours vont accroître sensiblement les exigences de transparence et de communication financière

2.1. Un consensus se dégage sur le rôle stratégique de l'information publiée dans le renforcement de la discipline de marché

L'amélioration de la communication financière est aujourd'hui considérée comme un moyen essentiel pour renforcer la discipline de marché, complément indispensable à l'action des organismes de supervision. Cette politique fait, ainsi, l'objet d'une grande attention par les instances internationales : Comité de Bâle, Commission européenne, Forum de stabilité financière ou encore International Accounting Standard Board (IASB).

2.2. La discipline de marché : troisième pilier ³⁴ de la réforme du ratio international de solvabilité

Le deuxième document consultatif sur la réforme du ratio international de solvabilité, publié en janvier 2001, a confirmé l'articulation du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres autour de trois piliers complémentaires : le pilier 3 sur la discipline de marché est considéré comme le complément indispensable aux règles définissant les exigences minimales en fonds propres (pilier 1) et au processus de surveillance prudentielle de l'adéquation des fonds propres des banques (pilier 2). Le Comité de Bâle reconnaît ainsi clairement le rôle central des marchés dans l'appréciation de l'adéquation des fonds propres et la gestion des risques.

Deux catégories d'informations à publier sont distinguées : des informations générales, recommandées ou imposées à toutes les banques et relatives à la structure et à l'allocation des fonds propres, à leur exposition aux différents risques et aux approches utilisées (standards, notations internes...) et des informations plus spécifiques, imposées aux établissements qui souhaiteraient recourir, pour la mesure de leur risque de crédit, à une méthode de « notation interne » ou bénéficier d'une reconnaissance prudentielle pour leurs opérations de titrisation ou de réduction des risques. La communication sur une base régulière de ces informations sera une condition nécessaire à la validation des systèmes de notation interne. Le pilier 3 exige, en outre, des établissements bancaires, qu'ils mettent en place des procédures de contrôle interne de communication financière. Au total, ces exigences constituent une avancée significative par rapport à la pratique actuelle concernant l'information sur le risque de crédit.

2.3. L'évolution du cadre comptable international

Les exigences en terme d'information financière imposées par les futures normes internationales auront un impact d'autant plus large que le processus d'adoption des règles comptables internationales par l'Union européenne pour les sociétés cotées à l'horizon 2005 est en cours.

La Commission européenne a publié en juin 2000 une communication intitulée « Stratégie de l'Union européenne en matière d'information financière : la marche à suivre » et un projet de règlement du Parlement européen et du Conseil sur l'application des normes comptables internationales vient d'être adopté par le Conseil de l'Énergie/Transport du 6 juin 2002. Ce règlement obligera les sociétés dont les titres sont cotés sur un marché réglementé ³⁵ d'un État membre, à établir leurs comptes consolidés selon les normes comptables internationales à compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2005 (et 2007 pour les entreprises ayant émis des titres de créance cotés). Les normes internationales élaborées par l'IASB deviendront donc la référence pour le marché financier européen. Les travaux de révision en cours sur l'information relative aux instruments financiers (IAS 32), aux activités financières (IAS 30) et à la performance, soulignent l'importance accordée à la communication financière par les instances internationales.

La révision en cours de la norme IAS 32 devrait se traduire par des exigences accrues en matière d'informations relatives aux instruments financiers. L'objectif recherché par le normalisateur est de faciliter la compréhension par les utilisateurs des comptes de l'influence des instruments financiers sur la situation financière, la performance et les flux de trésorerie de l'entité.

³⁴ Les documents du Comité de Bâle peuvent être consultés sur le site internet de la BRI. Voir également l'étude consacrée à la réforme du ratio international de solvabilité dans le rapport annuel 2000 de la Commission bancaire, page 157.

³⁵ Marché réglementé au sens des directives, c'est-à-dire déclaré comme tel par chaque État membre.

En outre, les activités financières, quel que soit le statut de l'entité qui les initie, feront l'objet d'informations précises sur des aspects quantitatifs et qualitatifs. Les informations financières relatives aux activités de collecte de dépôts, d'octroi de prêts et d'opérations sur titres, exercées par les banques et autres entités comparables, devraient aussi être fortement accrues dans le cadre des travaux en cours au sein de l'IASB. La norme, elle-même, devrait être publiée courant 2003 et s'appliquer aux exercices ouverts au 1^{er} janvier 2004. L'IASB entend utiliser ces travaux de révision pour accroître les exigences d'informations publiées en matière de gestion des risques et prendre en compte les nouvelles techniques de mesure développées au cours de la dernière décennie. L'information sur l'exposition aux risques, notamment sur la qualité des actifs, la gestion et l'évaluation des propres risques de l'entité, et celle sur l'adéquation du capital sont ainsi privilégiées dans le projet de nouvelle norme.

Au-delà, une réflexion s'engage dans le domaine plus large de la présentation de la performance financière. Les changements liés à l'utilisation croissante de la « juste valeur » dans la comptabilisation des transactions conduisent l'IASB à s'interroger sur l'adaptation du modèle actuel de présentation des états financiers. Le débat porte sur la façon objective de traduire la performance d'une entreprise dans un état de synthèse. Il est encore trop tôt aujourd'hui pour avoir une vision claire de ce que pourrait être le futur état de performance.

2.4. L'enrichissement et le renforcement des prescriptions au niveau national

En France, le Comité de la réglementation comptable a revu la présentation et le contenu des états financiers des établissements de crédit ³⁶ dans le cadre d'une réglementation qui accroît les informations obligatoires tout en améliorant leur lisibilité. Ces nouvelles règles françaises convergent avec les pratiques internationales en complétant les exigences déjà requises en matière d'information publiée. Ainsi, au sein du compte de résultat, cinq soldes intermédiaires de gestion sont désormais définis réglementairement, facilitant ainsi les comparaisons (produit net bancaire, résultat brut d'exploitation, résultat d'exploitation, résultat courant avant impôt, résultat net). Une information sectorielle détaillée est également prévue en annexe.

Par ailleurs, les réflexions menées au sein du Conseil national de la comptabilité ³⁷ devraient aboutir à un certain nombre de propositions consistant notamment à clarifier la notion de créances douteuses et à enrichir l'information publiée relative au risque de crédit (ventilation par zone géographique, secteur économique et type de contrepartie) dans la ligne de la recommandation conjointe COB-CB de janvier 2000 et de celles exprimées par le Comité de Bâle dans son document « Saines pratiques pour la comptabilisation des prêts et la communication financière » en juillet 1999.

2.5. Dans ce contexte, les efforts des établissements doivent se concentrer sur l'évolution nécessaire de leurs systèmes d'information

L'accroissement des exigences en matière d'information financière se double d'une modification quant à leur nature. Le contenu de l'information, qui devra désormais être disponible, devra être harmonisé au sein des groupes financiers, recueilli de manière centralisée et donner lieu à un rapprochement des données comptables et de gestion. Or, l'état actuel des systèmes

³⁶ Règlements du CRC n° 2000-03, 2000-04 et 2001-02.

³⁷ Se reporter à l'avis n° 2002-4 du Conseil national de la comptabilité du 28 mars 2002.

d'information ne permet vraisemblablement pas de répondre à toutes ces exigences. Dès lors, les établissements financiers doivent, dès à présent, engager une réflexion sur la refonte de l'architecture de leurs systèmes internes pour répondre à la conjonction de ces demandes, tant nationales qu'internationales. À terme, cette amélioration devrait permettre un renforcement de la transparence des intervenants et des risques, favorable à une plus grande stabilité financière.

Bruno LONGET, François GIZARD, Isabelle PERCHOC
Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

Fiche thématique

n° 4.g.

LA COTATION DES ENTREPRISES PAR LA BANQUE DE FRANCE ET LE NOUVEAU CONTEXTE DE L'ANALYSE DU RISQUE DE CRÉDIT

1. La cotation Banque de France

La Banque de France attribue aux entreprises recensées dans la banque de données FIBEN une cotation, diffusée exclusivement à la profession bancaire.

Cette cotation exprime de façon synthétique l'appréciation formulée par la Banque de France à partir de l'ensemble des informations économiques et financières recueillies sur une entreprise.

Elle traduit une appréciation globale sur la capacité de cette entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de deux à trois ans.

La cotation ne prend pas en compte les garanties extrinsèques attachées à certaines catégories de dettes : l'appréciation de la Banque de France porte donc sur la situation intrinsèque de l'entreprise, qui peut toutefois être influencée par son environnement immédiat chaque fois que ce dernier altère de façon significative la perception du risque.

La cotation est réexaminée chaque fois que des éléments nouveaux suffisamment significatifs sont portés à la connaissance de la Banque de France.

En l'absence de tels éléments, les cotations font périodiquement l'objet d'une actualisation.

Les entreprises sont cotées au vu de leur bilan dès que leur chiffre d'affaires dépasse 0,75 million d'euros. Actuellement, environ 180 000 entreprises sont ainsi cotées chaque année, ce qui représente le cœur du système productif et du risque de crédit français.

Les informations recueillies et analysées par la Banque de France sont de nature très diverse :

- descriptives (dénomination, adresse du siège social, catégorie juridique...),
- comptables ; relatives aux incidents de paiement sur effets et aux engagements bancaires déclarés par les établissements de crédit ; liées à l'environnement économique et financier, notamment l'appartenance à un groupe, judiciaires (procédures collectives).

2. À quoi sert la cotation ?

Elle sert à sélectionner les crédits éligibles aux opérations de politique monétaire et de découvert intrajournalier dans le cadre du système d'échange de liquidités interbancaires. Elle permet d'informer la profession bancaire sur le risque de crédit représenté par les entreprises cotées. Elle est enfin utilisée par les autorités prudentielles pour évaluer le risque de crédit porté par les banques sur les entreprises.

3. Un nouveau contexte pour le risque de crédit

La réforme du ratio de solvabilité des banques ³⁸, actuellement étudiée par les autorités prudentielles des grands pays au Comité de Bâle, devrait se traduire par une modulation beaucoup plus importante des exigences de fonds propres des banques en fonction du risque de crédit de leurs contreparties. Dans le futur dispositif prudentiel, la cotation de la Banque de France devrait constituer, à l'instar de la notation des grandes agences ou des organismes de crédit à l'exportation, une source externe d'analyse du risque reconnue par les autorités de supervision (approche standard) ainsi qu'une information susceptible d'enrichir et de servir de référence à des systèmes de notation internes aux banques.

4. Les nouvelles exigences de l'analyse du risque de crédit sur les entreprises

La cotation doit aujourd'hui faire face à des exigences accrues et justifiées de la part de ses utilisateurs, s'ajoutant à l'impératif de pertinence et de réactivité du diagnostic.

L'exigence de qualité du diagnostic mesurée en termes de taux de défaillance

Aujourd'hui, la qualité d'un système d'évaluation du risque de crédit se mesure par le taux de défaillance associé à une notation pour un horizon donné. C'est pourquoi la Banque de France publie des statistiques de taux de défaillance, par cotation, à horizon d'un, deux et trois ans, d'une population arrêtée à une date donnée (cf. tableaux 1 à 3).

³⁸ Cf. fiche n° 1f du présent rapport : « Le nouvel accord de Bâle sur les fonds propres ».

La stabilité et la cohérence des performances année après année

Elle est mesurée par les taux de migration, ou « matrices de transition », c'est-à-dire de passage d'une cotation à une autre sur un horizon donné. La Banque de France publie ces taux pour un horizon d'un an (cf. tableau 4).

La représentativité

Le taux de couverture de la cotation atteint plus de 80% de la population des entreprises de plus de cinquante salariés et même de vingt salariés dans l'industrie.

La comparabilité internationale

La cotation est un outil qui s'arrête aux frontières nationales. Mais, elle est aujourd'hui comparée à d'autres évaluations, tant au sein de l'eurosystème, que dans la communauté financière internationale. En particulier, les performances et les méthodes de la cotation sont comparées avec les diagnostics établis par d'autres banques centrales de l'eurosystème ou des agences de notation, même si chaque système a ses spécificités et vise des populations différentes.

La finesse du diagnostic

Les utilisateurs de la cotation, pour répondre aux exigences du futur ratio de solvabilité, réclament plus de finesse dans l'échelle de cotation. La Banque de France étudie l'extension de l'actuelle échelle de cotation à dix niveaux de cotes de crédit contre quatre actuellement, avec une meilleure répartition des effectifs des entreprises entre ceux-ci.

La cotation Banque de France évolue donc pour tenir compte de ces objectifs. Sa méthodologie reste toutefois fondée sur l'expertise des analystes de son réseau et une communication étroite, et rigoureuse avec les entreprises.

La cote de crédit exprime l'appréciation portée sur l'entreprise. Il existe quatre cotes de crédit significatives :

- **la cote de crédit 3** est une cote d'excellence réservée à une entreprise qui bénéficie de la meilleure appréciation de la Banque de France sur la qualité de son crédit, et dont la capacité à honorer ses engagements financiers est totalement assurée ;
- **la cote de crédit 4** est attribuée à une entreprise qui présente une capacité acceptable à honorer ses engagements financiers, en dépit d'éléments de fragilité ou d'incertitude ;
- **la cote de crédit 5** est attribuée à une entreprise dont la capacité à honorer ses engagements financiers motive des réserves (déséquilibre de la structure financière, résultats défavorables, montant significatif d'incidents de paiement, représentants légaux suscitant des réserves, existence de liens financiers avec d'autres entreprises suscitant des réserves...) ;
- **la cote de crédit 6** est attribuée à une entreprise dont la capacité à honorer ses engagements financiers motive des réserves graves liées à un ou plusieurs des motifs ci-après (existence de structures financières très déséquilibrées, persistance de résultats défavorables, perte de la moitié du capital social ou existence d'une procédure judiciaire, représentants légaux faisant l'objet de réserves particulièrement graves, incapacité de l'entreprise à faire face à ses échéances...).

La cote de paiement, qui varie de 7 à 9, indique la régularité des paiements de l'entreprise :

- **la cote de paiement 7** signifie que, au cours des six derniers mois, les paiements ont été réguliers ou que les incidents déclarés sont de peu d'importance et ne traduisent pas de réelles difficultés de trésorerie ;
- **la cote de paiement 8** indique que les difficultés de trésorerie constatées ne paraissent pas mettre en cause sérieusement le crédit de l'entreprise ;
- **la cote de paiement 9** s'applique lorsque les incidents de paiement déclarés dénotent une trésorerie très obérée et que la solvabilité de l'entreprise est gravement compromise.

Les cotes de paiement 8 et 9 sont attribuées principalement en fonction des incidents de paiement-effets déclarés à la Banque de France.

**TABLEAU 1 : TAUX DE DÉFAILLANCE DES ENTREPRISES (COTÉES AU 31 DÉCEMBRE 1998)
AU COURS DES ANNÉES 1999, 2000 ET 2001**

	Cotées 31/12/1998	Taux de défaillance par année			Taux de défaillance cumulé		
		1999	2000	2001	à 1 an	à 2 ans	à 3 ans
A37 (1)	314	0,00	0,00	0,96	0,00	0,00	0,96
Autres 37	87 966	0,27	0,41	0,61	0,27	0,68	1,29
47	36 564	1,42	1,53	1,47	1,42	2,95	4,43
57	36 424	2,24	2,06	1,82	2,24	4,31	6,13
67	16 220	4,03	3,08	2,46	4,03	7,11	9,57
58	890	15,39	7,30	5,73	15,39	22,70	28,43
68	495	17,37	9,09	4,85	17,37	26,46	31,31
59	495	22,22	11,72	5,66	22,22	33,94	39,60
69	330	24,24	11,21	6,36	24,24	35,45	41,82
TOTAL	179 698	1,47	1,32	1,26	1,47	2,79	4,05

(1) La cote d'activité A est attribuée aux entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse 750 millions d'euros.

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Entreprises

**TABLEAU 2 : TAUX DE DÉFAILLANCE DES ENTREPRISES (COTÉES AU 31 DÉCEMBRE 1999)
AU COURS DES ANNÉES 2000 ET 2001**

	Cotées 31/12/1999	Taux de défaillance par année		Taux de défaillance cumulé	
		2000	2001	à 1 an	à 2 ans
A37	312	0,00	0,64	0,00	0,64
Autres 37	86 240	0,22	0,45	0,22	0,68
47	41 354	1,15	1,42	1,15	2,57
57	38 084	2,14	2,18	2,14	4,33
67	14 336	3,87	3,36	3,87	7,23
58	864	15,05	10,30	5,05	25,35
68	423	20,57	10,87	20,57	31,44
59	517	24,56	11,03	24,56	35,59
69	271	28,04	11,07	28,04	39,11
TOTAL	182 401	1,35	1,38	1,35	2,73

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Entreprises

**TABLEAU 3 : TAUX DE DÉFAILLANCE DES ENTREPRISES (COTÉES AU 31 DÉCEMBRE 2000)
AU COURS DE L'ANNÉE 2001**

	Cotées 31/12/2000	Pourcentage de défaillances à 1 an
A37	339	0,59
Autres 37	74 431	0,15
47	50 431	1,05
57	41 406	2,28
67	13 702	4,52
58	818	17,73
68	349	20,06
59	471	21,87
69	271	30,26
TOTAL	182 218	1,43

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Entreprises

**TABLEAU 4 : MOYENNES ARITHMÉTIQUES SUR MATRICES DE TRANSITION
À L'HORIZON D'UN AN (FIN 1997 À FIN 2001)**

Cotation année N+1 hors défaillance											
Cotation année N	A37 (1)	Autres 37	47	57	67	58	68	59	69	Défaillantes	Non cotées
A37	82,99	3,08	5,87	0,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	7,37
Autres 37	0,04	3,47	16,27	2,61	0,17	0,09	0,01	0,03	0,00	0,25	7,07
47	0,03	9,20	52,45	16,23	1,13	0,38	0,04	0,17	0,03	1,26	9,08
57	0,00	4,34	14,56	55,92	5,86	0,63	0,13	0,24	0,08	2,26	15,97
67	0,00	0,78	2,60	15,02	46,23	0,12	0,70	0,05	0,28	4,24	29,96
58	0,00	1,74	8,67	28,90	5,07	10,90	1,89	7,05	1,50	16,40	17,88
68	0,00	0,04	0,47	8,04	27,12	1,45	9,52	0,83	6,03	20,18	26,32
59	0,00	0,29	3,75	17,75	3,96	10,42	1,55	16,14	3,49	23,36	19,29
69	0,00	0,00	0,35	4,40	16,26	0,97	7,94	2,31	13,73	26,99	27,05

(1) La cote d'activité A est attribuée aux entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse 750 millions d'euros.

Source et réalisation : Banque de France – Direction des Entreprises

François SAUVAGE – Banque de France – Secrétariat général
Bruno LONGET – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire

Fiche thématique

n° 4.h.

LE MARCHÉ DES DÉRIVÉS DE CRÉDIT : CARACTÉRISTIQUES, ÉVOLUTION RÉCENTE ET PREMIER BILAN

Le risque de crédit inhérent à un actif financier peut être défini comme le risque de pertes associé à une incapacité d'un emprunteur (mise en règlement judiciaire, défaut) ou, plus généralement, à la dégradation de sa capacité à faire face à ses engagements financiers vis-à-vis de ses créanciers (obligataires ou bancaires). Contrairement aux risques « de marché » (risques liés aux évolutions des taux d'intérêt ou des cours de change et à la volatilité de ces évolutions) qui, toutes choses égales par ailleurs, affectent de façon homogène la valeur des actifs financiers, le risque de crédit est très directement lié à la situation individuelle de chacun des émetteurs/emprunteurs, et à sa structure financière. Il est, de ce fait, plus complexe à mesurer et sa gestion se prête moins aisément à la standardisation.

Longtemps considéré comme difficile à dissocier de l'actif sous-jacent, le risque de crédit est désormais de plus en plus systématiquement transférable entre les intervenants sur les marchés financiers. Amorcé avec la titrisation, et la négociation sur le marché secondaire des prêts bancaires, ce mouvement a connu un nouvel essor, au cours des années récentes avec le spectaculaire développement du marché des dérivés de crédit.

1. Typologie des dérivés de crédit : une complexité croissante

1.1. Typologie de base

Au sens strict, un dérivé de crédit est un contrat financier, négocié de gré à gré entre deux contreparties, permettant de transférer de l'une à l'autre, de façon contingente, le risque de crédit attaché à un actif financier prédéfini (un titre, une créance ou un prêt) ou à une catégorie d'actifs financiers de référence.

Un intervenant de marché pourra ainsi se protéger contre une dégradation de la qualité des actifs qu'il détient en portefeuille sans devoir pour autant céder ces actifs, et en conservant les risques de marché (le risque de taux en particulier) qui leur sont associés. Inversement, le vendeur de protection « achètera » une exposition sur un risque de crédit particulier sans avoir pour autant à acquérir la (les) créance(s) sous-jacente(s), et sans supporter le risque de taux associé à cette acquisition.

Les « *credit default swaps* » représentent la structure de base des dérivés de crédit (et le compartiment de marché le plus actif), à partir de laquelle ont été déclinés des instruments de plus en plus complexes. Ils permettent à un intervenant (acheteur de protection) de se prémunir contre les effets d'une dégradation de la qualité d'un actif de référence défini au contrat. Le vendeur de protection reçoit de l'acheteur une prime périodique et s'engage, en échange, à l'indemniser en cas de survenance d'un « événement de crédit » particulier, également défini dans le contrat (mise en règlement judiciaire, faillite, défaut, dégradation de notation...). En pratique, cette indemnisation peut impliquer une livraison physique, par l'acheteur de protection, de l'actif de référence (ou d'un actif appartenant à un panier prédéfini de titres éligibles, ou se limiter à un simple versement d'espèces par le vendeur de protection. Dans le premier cas, l'acheteur de protection cède au vendeur à un prix convenu d'avance (en général le pair) un montant de titres correspondant au montant notionnel du « *swap* ». Dans le second cas, l'acheteur de protection reçoit de sa contrepartie un montant en espèces égal à la différence entre le montant notionnel du « *swap* » et la valeur de marché des titres.

Selon une logique identique ont été mises en place des options sur crédit (ou sur marges de crédit) offrant à l'acheteur de l'option le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre un titre spécifique à un prix (ou sur un niveau de « *spread* » de taux) prédéfini.

Les « *total return swaps* » correspondent à une logique quelque peu différente dans la mesure où ils organisent le transfert périodique par l'acheteur de la protection de l'intégralité de la performance de l'actif de référence en échange d'une rémunération calculée sur la base d'un taux d'intérêt monétaire (taux BOR + marge). Le vendeur de la protection acquiert ainsi une exposition globale sur un instrument synthétique répliquant l'actif de référence. Il bénéficie de tous les revenus attachés à cet actif (intérêts ou coupons) et supporte tous les risques associés à sa détention (risque de crédit et risque de taux). À la différence des produits présentés ci-dessus, les flux de paiements ne sont pas ici conditionnés par la survenance d'événements de crédit prédéfinis. De plus, il n'y a, à aucun moment, transfert des titres de référence.

1.2. De la gestion de risques de crédit individuels à une approche générique du risque de crédit

Les dérivés de crédit ont été initialement structurés dans une optique de gestion des risques de crédit individuels, pour permettre à un intervenant d'ajuster son exposition sur un émetteur/un emprunteur particulier, souverain ou privé. La gamme des produits s'est rapidement étoffée pour inclure des instruments de plus en plus complexes permettant de transférer (ou de répliquer) non plus le risque de crédit spécifique attaché à une entité particulière, mais le risque de crédit représenté par un portefeuille diversifié d'instruments financiers ou par des tranches de ce portefeuille. Cette évolution du marché repose sur une sophistication croissante des techniques de modélisation du risque. Elle reflète également la participation d'une gamme plus diversifiée d'intervenants financiers sur ce marché. À l'origine dominé par les établissements de crédit désireux de gérer avec une flexibilité accrue leurs portefeuilles de crédits et de titres d'investissement, et, globalement, « acheteurs de protection », le marché fait, en effet, aujourd'hui une place de plus en plus importante aux investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension...), acheteurs de profils de risques spécifiques.

Les « *collateralised debt/loan obligations* » et les « *credit linked notes* » illustrent cette nouvelle orientation du marché. Les CDO/CLO empruntent nombre de leurs caractéristiques à la technique « classique » de la titrisation : ce sont des titres de dette, émis par un véhicule spécialisé, et adossés à un portefeuille de créances ou de prêts. Alors que les titrisations classiques s'appuient sur des portefeuilles de créances homogènes (créances hypothécaires par exemple), les CDO sont adossées, au contraire, à des portefeuilles de créances et/ou de prêts diversifiés. Cette diversification facilite la création de tranches présentant des profils de risques de crédit variés, donc susceptibles d'intéresser plusieurs catégories d'investisseurs. Les CLN sont des obligations, émises directement ou par l'intermédiaire d'un véhicule spécialisé, dont le profil des « *cash flows* » est contingent à la réalisation d'un événement de crédit prédéterminé sur l'actif (les actifs) de référence.

Ces produits, s'ils permettent effectivement d'assurer un transfert du risque de crédit, se différencient des dérivés de crédit au sens strict, dans la mesure où il s'agit d'opérations « financées » qui donnent lieu à l'émission, puis à la cession d'un titre de créance aux investisseurs.

On retrouve, cependant la logique des dérivés de crédit dès lors que ces CDO (et CLO) sont adossées, non plus à des portefeuilles de créances et de prêts, mais à des « *credit default swaps* » : ces produits s'analysent, de fait, comme des instruments de titrisation de portefeuilles de dérivés de crédit « simples ». On parle alors de titrisation synthétique.

2. Situation du marché des dérivés de crédit

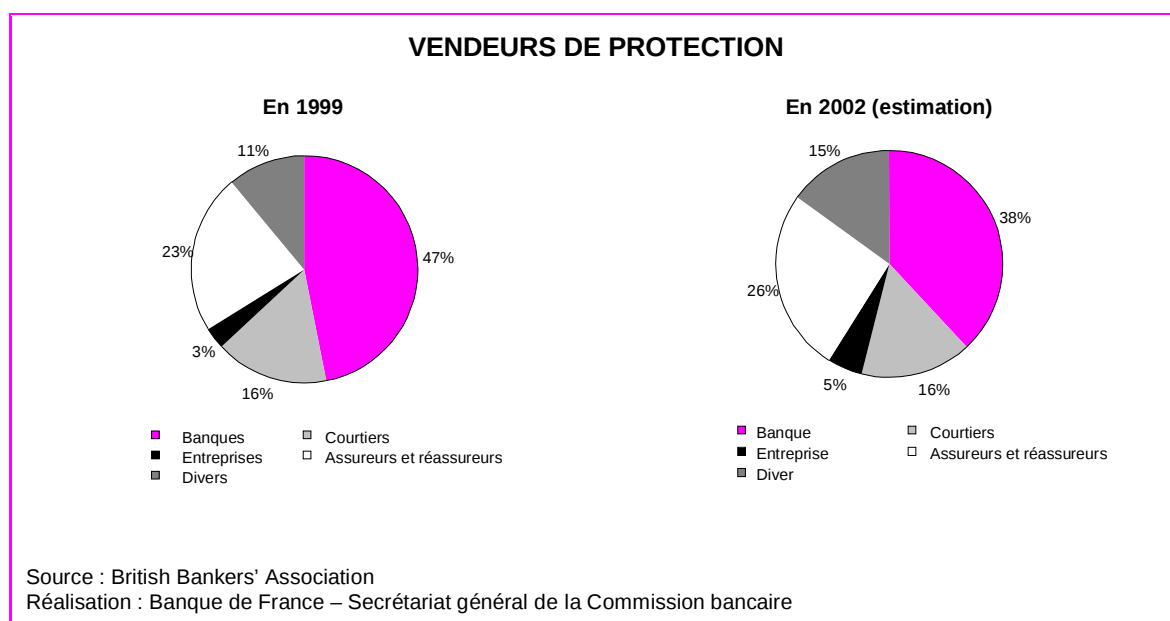
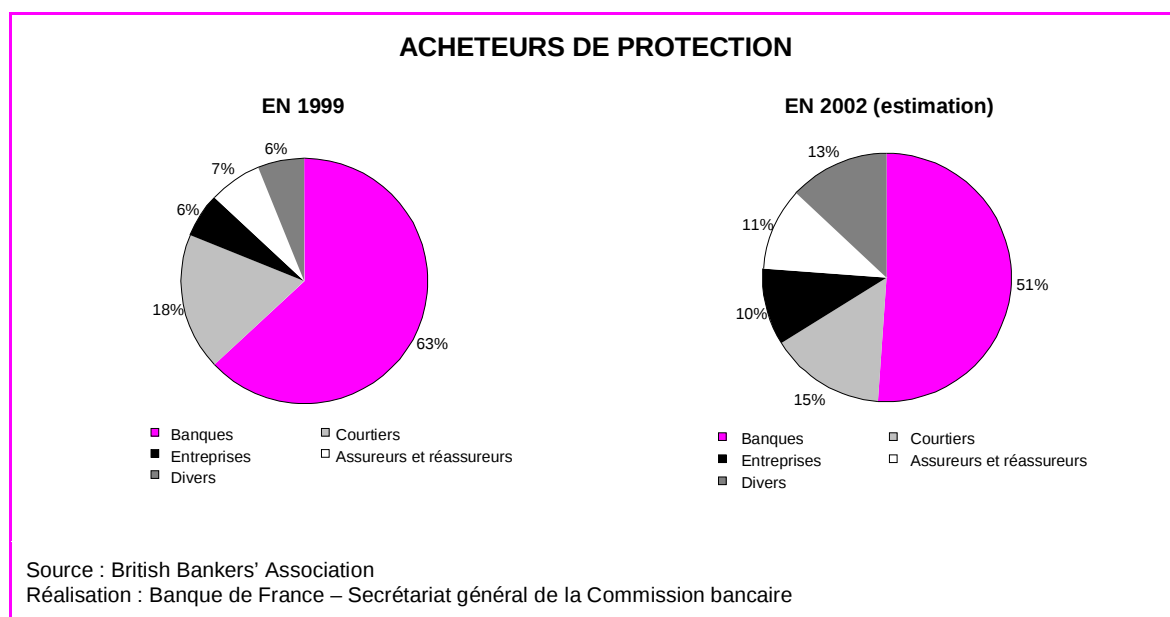
2.1. Un marché en croissance rapide

Les progrès des techniques de mesure des risques et la standardisation juridique croissante des opérations de dérivés de crédit sous l'égide de l'ISDA ³⁹ ont aidé au développement rapide du marché des dérivés de crédit. Selon la British Bankers Association, sa croissance annuelle, de 1997 à 2000, a été de près de 100% et devrait atteindre encore 50% de 2000 à 2002. En l'absence de données exhaustives reconnues et du fait de l'absence d'homogénéité des périmètres d'évaluation, la croissance effective de ce marché reste cependant délicate à estimer précisément. La Banque des règlements internationaux évaluait, en juin 2001, à l'occasion de son enquête triennale sur les marchés dérivés, à 695 milliards de dollars (contre 108 milliards en juin 1998), l'encours des dérivés de crédit. L'ISDA, pour sa part, évaluait à 919 milliards de dollars l'encours de ces produits à la fin de l'année 2001 (contre 632 milliards de dollars six mois plus tôt). En dépit de ce développement très rapide, le marché des dérivés de crédit reste, à ce jour, de taille très modeste par rapport aux autres marchés dérivés, plus « conventionnels ». Ainsi, selon l'enquête triennale sur les marchés dérivés conduite sous l'égide de la BRI, l'encours notionnel brut de produits dérivés sur taux d'intérêt s'élevait à fin juin 2001 à près de 76 trillions de dollars. À la même date, les dérivés sur produits de change représentaient un montant notionnel brut de l'ordre de 20 trillions de dollars.

³⁹ L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) a publié en juillet 1999 des standards concernant les dérivés de crédit réaménagés et affinés régulièrement depuis lors.

2.2. Dominé par un nombre restreint d'acteurs

Le marché des dérivés de crédit a été initialement mis en place et animé par les établissements bancaires désireux d'optimiser la gestion des risques de crédit portés à leur bilan. De fait, ces établissements restent les premiers animateurs de ce marché en qualité de vendeurs de risques/acheteurs de protection d'abord et, dans une moindre mesure, comme acheteurs de risques/vendeurs de protection. Dans cette dernière activité, la présence d'intervenants non bancaires, des compagnies d'assurance, en particulier, et des investisseurs institutionnels, de façon plus générale, apparaît de plus en plus significative. À l'inverse, les entreprises industrielles et commerciales restent globalement peu présentes.



Dominé par quelques catégories d'intervenants, le marché des dérivés de crédit l'est aussi, au sein de ces catégories, par un nombre relativement limité d'établissements de premier rang. Si les données statistiques manquent en la matière, on relève néanmoins que sur le marché américain, les trois premiers établissements bancaires concentraient, à fin 2001, 94% de l'encours total de dérivés de crédit porté par le système bancaire (leur part dans l'encours de l'ensemble des dérivés négociés de gré à gré était simultanément de 86,8%).

3. Vers la maturité ?

La « marchéisation » du risque de crédit via les dérivés de crédit offre des opportunités nouvelles aux entreprises financières, mais également aux entreprises non financières. Le développement de ce marché, est cependant, encore trop récent pour que l'on puisse s'essayer à tirer des conclusions définitives sur son fonctionnement. S'agissant d'un marché encore en devenir, encore très imparfaitement appréhendé, il est important que ses participants, au premier plan desquels se trouvent les établissements de crédit, veillent à une parfaite maîtrise des opérations qu'ils y réalisent.

3.1. La « marchéisation » du risque de crédit

Les dérivés de crédit viennent étoffer de façon spectaculaire la gamme des outils de gestion du risque de crédit à la disposition des intervenants de marché. Désormais transférable dans des conditions standardisées, et donc soumis à la confrontation de l'offre et de la demande, ce risque peut désormais être géré selon une logique de marché. De ce fait, les dérivés de crédit apparaissent de nature à améliorer le fonctionnement d'ensemble du marché du crédit :

- en permettant aux établissements de crédit de procéder à une gestion plus dynamique de leurs bilans, et d'en optimiser le profil. Potentiellement, le respect des limites d'engagement par contreparties auxquelles sont astreintes les banques, en interne ou au plan réglementaire, s'en trouve facilité. De plus, le transfert du risque étant réalisé sans transfert des actifs sous-jacents eux-mêmes, la relation commerciale entre l'établissement de crédit et l'émetteur de l'actif (le débiteur) peut être préservée. Enfin, le marché des dérivés de crédit, parce qu'il fournit aux établissements de crédit une gamme de « prix de transfert », constitue une référence supplémentaire pour les systèmes de tarification des crédits ;
- qu'ils soient acheteurs de risque ou acheteurs de protection, les intervenants sur les marchés financiers ont la possibilité, par l'intermédiaire de ces produits, de prendre des positions de crédit purement synthétiques (sur un secteur particulier, sur une maturité spécifique), comme cela se fait de façon habituelle sur les marchés de taux d'intérêt par l'intermédiaire des contrats futurs et optionnels ;
- cette marchéisation du risque de crédit est de nature à contribuer à ce que ce risque se trouve, in fine, réparti de façon plus efficiente parmi les intervenants de marché, c'est-à-dire dispersé au sein d'un éventail plus vaste de participants, et logé auprès de ceux de ces intervenants qui seront le mieux à même de l'assumer. De fait, les marchés financiers, et en particulier les marchés du crédit, ont été affectés, au cours des derniers mois, par d'importantes turbulences (éclatement de la « bulle internet », difficultés persistantes des opérateurs Télécoms, déconfiture de la société Enron et doutes récurrents sur la qualité des comptes publiés...), qui ont été au total et jusqu'à présent, absorbées de façon globalement satisfaisante par les intervenants de marché, établissements de crédit et investisseurs. Sans doute la dispersion du risque de crédit que permettent les dérivés de

crédit a-t-elle contribué à ce que les intervenants affectés par ces turbulences ne représentent pas de risque pour le système financier dans son ensemble.

3.2. Des enjeux importants en termes de stabilité financière

La plus grande dispersion du risque de crédit qu'autorisent les dérivés de crédit va dans le sens du renforcement de la stabilité du système financier, c'est-à-dire d'une capacité de résistance accrue des systèmes bancaires et des marchés financiers et de leurs intervenants aux chocs susceptibles de les affecter. Pour autant, un tel bénéfice ne sera tangible, sur le long terme, que si le développement de ce marché s'opère dans un cadre opérationnel et réglementaire approprié.

Cela suppose notamment :

- la poursuite des efforts d'harmonisation des pratiques et de clarification documentaire qui ont été entamés, en particulier au travers de la mise en place de contrats cadres standardisés. Cette exigence de standardisation est indispensable pour renforcer la sécurité des transactions réalisées et réduire les risques opérationnels. Elle est également nécessaire au développement d'un compartiment secondaire actif du marché.
- une plus grande transparence, au bénéfice des participants sur les marchés financiers comme des superviseurs, quant à l'impact effectif des transferts de risques réalisés sur la situation des intervenant sur ce marché. Dès lors, en effet, qu'un risque est susceptible d'être transféré d'un agent économique à un autre, il est plus que jamais indispensable de pouvoir continuer de le localiser.

Les dérivés de crédit sont des produits complexes, nécessitant une ingénierie financière sophistiquée. Ils ne peuvent être utilisés dans des conditions satisfaisantes que par des intervenants disposant de suffisamment de technicité pour appréhender correctement les modalités de leur structuration et les risques associés à leur utilisation.

Nathalie DOMEAU – Banque de France – Secrétariat général de la Commission bancaire
François HAAS – Banque de France – Direction générale des Opérations

5.

LES MOYENS DE PAIEMENT ET LES SYSTÈMES DE RÈGLEMENT

*En fin de chapitre figurent
les fiches thématiques suivantes*

- 5.a. Les parts de l'euro et du dollar dans les règlements de transactions courantes de la France
- 5.b. L'économie numérique
- 5.c. Le marquage des billets
- 5.d. Le retrait du cours légal des billets et des pièces en francs
- 5.e. La continuité des contrats :
le basculement en euros des comptes et des contrats en francs

5.1. Les évolutions en matière de surveillance

Le cadre de la surveillance des systèmes et instruments de paiement a été renforcé en 2001 tant au plan international qu'aux niveaux européen et français. En effet, dix principes fondamentaux pour les systèmes d'importance systémique et dix-neuf recommandations applicables aux systèmes de titres ont été adoptés dans le cadre du G10. De plus, les missions et les moyens de la Banque de France en matière de surveillance des moyens de paiement, d'une part, et des systèmes de titres, d'autre part, ont été étendus par le législateur. Enfin, les autorités de contrôle ont entamé la mise en place d'une surveillance coordonnée des systèmes à vocation transnationale.

Tout d'abord, l'année 2001 a été marquée par des évolutions majeures dans le domaine des normes internationales applicables aux systèmes de paiement ou aux systèmes de titres.

En effet, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) des banques centrales des pays du G10 a élaboré dix principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, qui ont été publiés par la Banque des règlements internationaux (BRI) en janvier 2001¹. Ces Principes fondamentaux complètent les normes Lamfalussy sur les systèmes de compensation et s'appliquent, de manière plus générale, aux systèmes de paiement d'importance systémique de toute nature. Le rapport du Comité définit également le rôle des banques centrales et précise leurs responsabilités dans l'application des Principes fondamentaux, en leur recommandant, notamment, d'évaluer la conformité des systèmes de paiement existants à ces principes et d'entreprendre et d'encourager des actions pour s'assurer de leur mise en œuvre. Dès février 2001, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'inclure ces principes dans son dispositif de surveillance des systèmes de paiement.

Par ailleurs, un rapport élaboré par un groupe de travail conjoint du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et du Comité technique de l'organisation internationale des conseils de valeurs (OICV), publié en novembre 2001², présente dix-neuf recommandations, ayant valeur de normes minimales applicables aux systèmes de règlement de titres. Elles couvrent de manière très large le domaine des titres, puisqu'elles ont vocation à s'appliquer à l'ensemble des dispositifs existants pour la confirmation des ordres, la compensation avec contrepartie centrale, le règlement-livraison et la conservation. Elles s'appliquent aux opérations domestiques comme aux opérations transfrontières. Un comité conjoint – Système européen des banques centrales (SEBC)/Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) – a entrepris de définir précisément les modalités d'application de ces normes dans le contexte européen.

La Banque de France exerce, dans le cadre de l'Eurosystème, la mission de surveillance du bon fonctionnement et de la sécurité des systèmes de paiement et de titres, qui lui a été confiée par le législateur. Au cours de l'année 2001, cette mission a été précisée et renforcée grâce à deux évolutions législatives relatives à la surveillance de la sécurité des moyens de paiement et à celle des systèmes de titres.

La loi du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne, dite LSQ, a complété l'article L. 141-4 du Code monétaire et financier en disposant que : « la Banque de France s'assure de la sécurité des moyens de paiement autres que la monnaie fiduciaire et de la pertinence des normes applicables en la matière. Si elle estime qu'un de ces moyens de paiement présente des

¹ Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique, rapport du groupe de travail sur les principes et pratiques applicables aux systèmes de paiement, disponible sur le site Internet de la BRI (www.bis.org).

² Recommendations for Securities Settlement Systems, disponible sur le site Internet de la BRI (www.bis.org) et sur celui de l'OICV (www.iosco.org).

garanties de sécurité insuffisantes, elle peut recommander à son émetteur de prendre toutes mesures destinées à y remédier ». Ces dispositions confirment et précisent ainsi le rôle de la Banque de France dans le domaine de la surveillance de la sécurité des moyens de paiement.

La loi sur la sécurité quotidienne renforce également les moyens d'action de la Banque de France. Si ses recommandations n'ont pas été suivies d'effet, celle-ci peut, en effet, décider, après avoir recueilli les observations de l'émetteur, de formuler un avis négatif, publié au Journal officiel. Pour l'exercice de cette mission, elle procède aux expertises nécessaires et se fait communiquer par l'émetteur, ou par toute personne intéressée, les informations utiles concernant les moyens de paiement et les terminaux ou dispositifs techniques qui leur sont associés.

Par ailleurs, la loi du 11 décembre 2001 portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier, dite loi MURCEF, prévoit que « dans le cadre des missions du SEBC et sans préjudice des compétences du Conseil des marchés financiers (CMF) et de la Commission bancaire (CB), la Banque de France veille à la sécurité des systèmes de compensation, de règlement et de livraison des instruments financiers ». Elle confère ainsi une assise juridique indiscutable aux missions de surveillance de la Banque dans le domaine des systèmes de compensation d'instruments financiers et de règlement-livraison de titres.

Enfin, l'intégration des marchés financiers et des infrastructures dans le domaine des titres au sein de la zone euro a conduit les autorités de contrôle des pays européens concernés à mettre en place une surveillance coordonnée de ces activités.

À la fin du mois de janvier 2001, les autorités compétentes en Belgique, en France et aux Pays-Bas ont adopté un protocole d'accord relatif à l'exercice coordonné de leurs responsabilités respectives en matière de régulation et de surveillance du groupe Euronext. La première partie de ce document, signée pour la France par la Commission des opérations de Bourse (COB) et le CMF, organise la coordination des activités de régulation de la filière de négociation des valeurs mobilières et de produits dérivés du groupe Euronext. La seconde partie du protocole, dont le CMF, la Commission bancaire et la Banque de France sont les signataires pour la France, traite de la coordination de la surveillance des activités de compensation d'Euronext, qui sont assurées par la chambre de compensation et contrepartie centrale Clearnet.

Un autre protocole d'accord a été signé le 22 octobre 2001 par les autorités belges, (Banque nationale de Belgique et Commission bancaire et financière) et françaises (Banque de France et CMF) afin d'organiser le contrôle prudentiel du groupe Euroclear dans son périmètre actuel (Euroclear Bank-Euroclear France) et la surveillance de ses systèmes de règlement-livraison.

5.2. Les instruments et les systèmes de paiement de masse

5.2.1. Les instruments de paiement

En 2001, le chèque est resté le moyen de paiement le plus utilisé, représentant 34,3% du nombre des paiements scripturaux et 43,5% du montant, la France étant ainsi, et de loin, le pays européen dans lequel cet instrument de paiement est le plus répandu. Toutefois, la tendance à la réduction de son utilisation, observée depuis plusieurs années, s'est poursuivie, au bénéfice, principalement, des paiements par carte bancaire. En effet, alors que le nombre et la valeur des paiements par chèque ont diminué en 2001 de, respectivement, 3,4% et 4,2%, le paiement par carte bancaire a progressé de 10,6% en volume et de 10,4% en valeur et a représenté 29,2% (3,3% en valeur) de l'ensemble des paiements scripturaux. Parallèlement, on a observé une légère

progression des avis de prélèvement (3,5%) et des virements (4,9%), deux moyens de paiement bien établis en France.

INSTRUMENTS DE PAIEMENT DE MASSE (1)						
	Nombre d'opérations (en millions)		Variation (en%)	Montant (en milliards d'euros)		Variation (en%)
	2000	2001	2001/2000	2000	2001	2001/2000
Chèques	3 761,6	3 614,5	- 3,4	1 915,2	1 835,3	- 4,2
Virements de masse	1 473,5	1 546,3	4,9	1 521,1	1 367,1	- 10,1
LCR	116,5	114,5	- 1,7	446,3	453,6	1,6
Avis de prélèvement	1 327,9	1 374,9	3,5	285,7	327,2	14,5
TIP	134,0	130,1	- 2,9	38,9	41,1	5,7
Télépaiements	0,6	0,9	55,6	6,3	18,0	184,0
Paievements par cartes	2 781,6	3 076,3	10,6	127,5	140,7	10,4
Retraits DAB (2)	651,2	690,5	6,0	32,7	34,7	6,0
Total	10 246,9	10 548,1	2,9	4373,7	4 217,7	- 3,6
(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'accord bilatéraux. (2) Les retraits aux distributeurs automatiques de billets (DAB) ne sont pas des instruments de paiement scripturaux, mais une conversion de monnaie scripturale en monnaie fiduciaire. Source et Réalisation : Banque de France – Direction des Systèmes de paiement – SEPI						

5.2.2. L'échange d'images-chèques

L'année 2001 a vu la mise en œuvre du projet d'échange généralisé des chèques en euros sous forme d'images-chèques dans le système interbancaire de télécompensation (SIT). Cette importante réforme constitue l'ultime étape du processus de modernisation du système de paiement de masse français. L'échange d'images-chèques vise à substituer à la remise systématique des formules papier dans les chambres de compensation celle, dans le SIT, d'enregistrements électroniques constitués à partir du contenu de la ligne magnétique des chèques, complété de leur montant. La complexité d'un tel projet provient à la fois de l'importance des volumes traités (près de 3,6 milliards de chèques échangés entre banques chaque année) et du statut juridique du chèque qui reste inchangé.

L'échange d'images-chèques, principalement décidé par la communauté bancaire dans un objectif d'abaissement du coût des traitements du chèque a un impact clientèle fort. En effet, il permet une accélération générale du fonctionnement des circuits de traitement, une simplification des remises avec la suppression de la distinction « sur » et « hors rayon » et une amélioration des retours des chèques impayés.

La montée en charge a débuté le 18 juin 2001, avec l'obligation d'émettre et de recevoir des images-chèques pour les principaux établissements présentateurs de chèques, et devrait se terminer le 30 juin 2002, date de la fermeture de la Chambre de compensation de Paris. Parallèlement, un Centre d'échanges physiques de chèques national (CEPC) a été ouvert à Paris le 15 octobre 2001 et deux centres d'échanges physiques locaux ont été créés à Monaco et à La Réunion, pour permettre l'acheminement, aux banques tirées, d'une partie des chèques. Les dispositions relatives aux

nouvelles modalités de compensation ont été précisées dans le règlement 2001-04 du 29 octobre 2001 du Comité de la réglementation bancaire et financière (CRBF).

L'Italie, l'Irlande, le Luxembourg, le Portugal, la Suède et la Belgique sont également dotés d'un procédé d'échange de chèques dématérialisés qui varie d'un pays à l'autre. Il peut concerner la totalité des chèques émis ou seulement les chèques de petits montants. Par ailleurs, la Banque centrale des États-Unis a transmis une proposition de loi au Congrès en fin d'année sur l'échange d'images-chèques, visant à élargir la dématérialisation des moyens de paiement aux chèques. Elle devrait être adoptée au cours de la session de printemps 2002.

5.2.3. La sécurité des cartes de paiement

Plusieurs actions destinées à lutter contre la fraude ont été menées à bien en 2001 sous l'égide du Groupement cartes bancaires. Elles ont concerné, d'une part, la généralisation de la prise en compte, dans les traitements par les distributeurs automatiques de billets (DAB) de la puce électronique dont sont dotées les cartes et, d'autre part, l'adoption par les terminaux de paiement d'une norme de sécurité renforcée. Par ailleurs, la loi sur la sécurité quotidienne a durci le volet répressif visant les nouvelles formes de fraude, telles que la fabrication ou la détention de fausses façades de distributeurs, tout en améliorant la protection des titulaires de cartes de paiement et en limitant leur responsabilité en cas d'utilisation frauduleuse de celle-ci.

Par ailleurs, la pratique de la communication du numéro de carte et de la date de fin de validité, très répandue pour effectuer des paiements sur le réseau Internet ou pour le rechargement à distance de cartes de téléphone, a facilité l'extension de la fraude. Une large diffusion de dispositifs de paiement plus sûrs sur le réseau est indispensable pour enrayer ce phénomène, de nature à entraver le développement du commerce électronique. Les paiements par carte à l'étranger accroissent également les risques de fraude en raison de l'utilisation encore très fréquente des seules pistes magnétiques, qui ne présentent pas les garanties de sécurité des puces électroniques. La généralisation progressive de cette dernière technologie, ainsi que la mise en place d'un applicatif commun baptisé « EMV » (Europay, Mastercard et Visa) dans la majorité des pays européens, permettront d'améliorer la sécurité des paiements par carte à l'étranger.

Enfin, la loi sur la sécurité quotidienne a prévu la création d'un observatoire de la sécurité des cartes de paiement, dont le secrétariat sera assuré par la Banque de France. Cet observatoire sera une instance de dialogue entre toutes les parties intéressées et assurera le suivi des mesures de sécurisation mises en œuvre par les émetteurs et les commerçants. Il établira un rapport annuel qui sera remis au ministre chargé de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et transmis au Parlement.

5.2.4. La monnaie électronique

Le développement du porte-monnaie électronique Moneo, mis en œuvre par la société BMS à l'issue de la fusion en 2000 des sociétés SEME et Modeus, s'est poursuivi en 2000 avec la mise en circulation de 200 000 porte-monnaie. En 2001, les établissements participant au dispositif ont décidé, en liaison avec le Groupement cartes bancaires, d'intégrer le porte-monnaie Moneo à la carte bancaire elle-même, dans un souci de commodité pour les utilisateurs. Moneo s'applique aux paiements de petit montant et la carte bancaire à ceux de montant plus élevé, l'utilisateur conservant le choix entre ces deux modes de paiement (utilisation du porte-monnaie ou paiement par carte) pour les paiements de montant intermédiaire. Une généralisation du déploiement est prévue en 2002, avec notamment l'ouverture du service à Paris et dans la région parisienne.

Les établissements de crédit distributeurs de la carte Moneo s'approvisionnent en monnaie électronique auprès de la Société financière du porte-monnaie électronique interbancaire (SFPMEI), société financière agréée, qui a pour objet l'émission et la garantie de la monnaie électronique. Fin 2001, elle gérait un peu plus de 9 millions d'euros d'encours de monnaie en circulation.

Par ailleurs, le Crédit mutuel poursuit le développement d'un porte-monnaie électronique Mondex dans la région strasbourgeoise.

5.2.5. Les paiements transfrontières de détail

Avec la généralisation de l'utilisation de l'euro, il apparaît indispensable d'améliorer l'efficacité des paiements transfrontières de détail entre les pays européens.

En 2001, d'importants travaux ont été menés à bien dans ce domaine avec l'appui de l'Eurosystème. En particulier, diverses orientations destinées à favoriser la diminution des coûts de traitement des opérations et une accélération de leur exécution ont été arrêtées : normalisation des informations fournies par les clients (IBAN, équivalent, au plan international, du RIB français) et du format des messages échangés entre les banques, pour assurer un traitement complètement automatisé des ordres, et projet de mise en place d'une formule de virement de base européen (Eurocred). De plus, l'Association bancaire pour l'euro (ABE) a développé un système de compensation adapté aux ordres de petit montant (STEP1, qui sera suivi de STEP2).

Par ailleurs, le Parlement et le Conseil européens ont adopté, le 19 décembre 2001, un règlement visant à aligner les tarifs des paiements transfrontières en euros d'un montant inférieur à 12 500 euros sur ceux des paiements nationaux. Ainsi, à compter du 1^{er} juillet 2002, les tarifs appliqués aux paiements par carte et aux retraits en euros aux DAB effectués dans un autre pays de l'Union européenne ne devront pas être supérieurs à ceux des opérations nationales du même type. Cette disposition s'étendra aux virements à compter du 1^{er} juillet 2003. En revanche, le principe de l'égalité des frais ne sera pas appliqué aux chèques dans la mesure où leur traitement n'est pas aussi efficace que celui prévalant pour les autres moyens de paiement, en particulier les paiements électroniques.

5.2.6. Le système interbancaire de télécompensation (SIT) et les chambres de compensation

En 2001, les paiements de masse ont été plus nombreux, mais de valeur plus faible qu'en 2000, puisque la valeur des échanges des opérations de petits montants s'est contractée de 3,6%. Le SIT a connu une progression de près de 10% de son activité en volume avec l'intégration progressive, dès le mois de juin, des images-chèques. Les centres régionaux d'échange d'images-chèques (CREIC), qui ne traitent plus les chèques en euros depuis juillet 2001, ont enregistré une baisse importante de leur activité (- 12,2% en volume sur l'ensemble de l'année). Le nombre d'opérations traitées en chambres de compensation a également diminué, mais dans une moindre mesure (- 8,4%) car les échanges ont continué de concerner, outre les chèques en francs, ceux en euros d'un montant supérieur à un million. La montée en charge de l'échange d'images-chèques modifie progressivement la structure des moyens de paiement échangés dans le SIT. Dès la fin de l'année 2001, les chèques ont représenté près de 15% des moyens de paiement échangés dans le SIT en volume et en valeur. Cette proportion devrait avoisiner 35% du volume et 45 à 50% de la valeur des échanges du SIT à la fin de la montée en charge.

SYSTÈMES DE PAIEMENT DE MASSE						
	Nombre d'opérations (en millions)		Variation (en%)	Montant (en milliards d'euros)		Variation (en%)
	2000	2001	2001/2000	2000	2001	2001/2000
Paiements de masse	10 226,8	10 548,1	2,9	4 374,5	4 217,7	- 3,6
Chambres de compensation	3 433,7	3 146,8	- 8,4	1 890,2	1 750,4	- 7,4
SIT	6 485,3	7 131,1	9,9	2 458,4	2 444,2	- 0,6
CREIC	307,7	270,2	- 12,2	25,9	23,1	- 10,7
Sources : Banque de France – Direction des Systèmes de paiement – SEPI et Groupement des cartes bancaires Réalisation : Banque de France – Direction des Systèmes de paiement – SEPI						

La généralisation de l'échange d'images-chèques marque la fin des chambres de compensation, créées à Paris en 1872 (année de signature des premiers accords) et en province dès 1900. La fermeture définitive des chambres de compensation de province et des CREIC (créés à partir de 1984) est intervenue le 8 mars 2002 ; la Chambre de Paris continuera à fonctionner jusqu'en juin 2002. Au terme de ce processus, le SIT deviendra l'unique système d'échange et de compensation des opérations de masse en France. À la faveur de l'intégration des images-chèques, il traitera annuellement plus de 10 milliards d'opérations (soit une augmentation d'activité d'environ un tiers), ce qui en fera le système de masse le plus important au monde, tant en volume qu'en valeur.

La mise en place de l'échange généralisé d'images-chèques, la promotion du téléversement comme mode de paiement des taxes des entreprises et la création d'un virement de base européen, devraient contribuer à augmenter encore les capitaux échangés dans le SIT, ce qui justifie de faire bénéficier ce système des meilleurs niveaux de protection contre les risques techniques ou les conséquences de la défaillance éventuelle d'un participant. Des discussions sont en cours avec la profession bancaire afin de trouver une organisation des échanges qui permette d'éviter le risque de révocation de la compensation (annulation de la compensation des opérations échangées) en cas de défaillance d'un ou de plusieurs participants.

5.3. Les systèmes de paiement de montants élevés

Avec plus de 430 milliards d'euros échangés en moyenne par jour, les systèmes Transferts Banque de France (TBF) et *Paris net settlement* (PNS) ont confirmé leur place importante dans l'infrastructure de paiement et de règlement de la Place de Paris, mais aussi leur part de marché significative dans les échanges au sein de l'Union européenne.

TBF, qui constitue la composante française du système 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, a traité en moyenne 345 milliards d'euros par jour en 2001, soit une progression de près de 30% par rapport à 2000 (+ 25% en volume). L'augmentation des flux a été plus accentuée dans TBF que sur l'ensemble de Target, où elle s'est établie à 26% en valeur et 12% en volume. La part de TBF dans l'ensemble des flux échangés via Target est ainsi passée de 26 à 27%.

PNS, système net à règlement en continu et en monnaie de banque centrale, a connu en 2001 une progression importante du nombre de paiements échangés et, dans une moindre mesure, un accroissement des montants traités quotidiennement. Cette évolution s'explique notamment par la migration vers PNS de virements de trésorerie précédemment échangés dans le système interbancaire de télécompensation.

Dans l'ensemble, les systèmes TBF et PNS ont accueilli, en 2001, près de 25% des flux échangés dans les systèmes de montant élevé en euros de l'Union européenne, contre 24% l'année précédente.

En préparation de la mise en œuvre du système *Continuous linked settlement (CLS)*, destiné au règlement des opérations de change³, et dont le démarrage est prévu courant 2002, un nouveau type de virement a été créé dans TBF. Il permettra d'assigner un niveau de priorité élevé aux paiements afférents aux opérations CLS afin de favoriser leur exécution rapide. En effet, le règlement des positions en devises dans CLS, via les RTGS qui y sont connectés (Target pour l'euro), implique le respect d'un échéancier intrajournalier strict afin de garantir le paiement contre paiement.

En 2001, comme au cours des années précédentes, TBF et PNS ont fonctionné de manière très fluide. Dans TBF, le nombre de paiements ayant stationné en file d'attente (c'est-à-dire n'ayant pas pu être exécutés immédiatement en raison de l'insuffisance de provision sur le compte du participant émetteur) est resté négligeable. Dans PNS, où l'exécution d'un paiement nécessite, non seulement une provision suffisante au compte de l'émetteur, mais aussi le respect des limites bilatérales fixées par l'émetteur au récepteur, la proportion de paiements ayant stationné en file d'attente est restée relativement faible et le délai moyen d'imputation a, comme en 2000, été inférieur à 3 minutes. Enfin, les participants ont exploité davantage encore qu'en 2000 le lien en temps réel existant entre TBF et PNS, ce qui leur a permis de répartir de manière optimale leur liquidité en monnaie de banque centrale entre les deux systèmes.

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%)
	2000	2001	2001/2000	2000	2001	2001/2000
Paiements de montant élevé	33 532	46 546	39	353	433	23
TBF (domestique)	7 388	9 612	30	207	270	30
TBF (transfrontière en émission)	4 515	5 327	18	60	75	25
PNS	21 629	31 607	46	86	88	3
Sources : Banque centrale européenne et Banque de France – Direction des Systèmes de paiement Réalisation : Banque de France – Direction des Systèmes de paiement						

³ Initialement, CLS pourra traiter les opérations de change dans les devises suivantes : euro, dollar américain, livre sterling, yen, franc suisse, dollar canadien, et dollar australien. Il est prévu d'intégrer ultérieurement d'autres devises au système.

5.4. La compensation des instruments financiers

La compensation est la seconde étape du traitement des opérations sur instruments financiers, après la négociation. Elle comprend les opérations suivantes : la réception et l'enregistrement des opérations individuelles en provenance du système de négociation, le calcul des positions nettes des membres de la chambre de compensation, la gestion des dispositifs de maîtrise des risques et, enfin, le transfert des ordres nets vers les systèmes de règlement-livraison.

L'introduction de la monnaie unique a favorisé le mouvement de consolidation des infrastructures titres dans la zone euro. Les différents segments du traitement de la filière titres (négociation, compensation et règlement-livraison) sont concernés, notamment en France.

Cleynet est ainsi devenue la chambre de compensation d'Euronext : issue de la fusion, en février 2001, des chambres de compensation belge, française, et néerlandaise, c'est une banque française, filiale à 100% d'Euronext Paris. L'extension du champ d'activités de Cleynet à la Belgique, aux Pays-Bas et – le moment venu – au Portugal doit se réaliser en deux étapes. La première a commencé avec la fusion des chambres de compensation intervenue le 1^{er} février 2001, Cleynet devenant contrepartie centrale de chacun des trois marchés. Cette étape a ouvert une période de transition au cours de laquelle les procédures de contrôle des risques seront progressivement harmonisées. La période transitoire s'achèvera avec le déploiement du système de compensation développé par Cleynet, Clearing 21, qui remplacera les systèmes existant aux Pays-Bas, en Belgique et — le moment venu — au Portugal. À l'issue de cette deuxième étape, les dispositifs de gestion des risques auront été intégralement harmonisés.

En 2001, Cleynet SA a traité au total 124,5 millions d'opérations se répartissant de la manière suivante : 80,8 millions sur la place de Paris, 39,2 millions sur celle d'Amsterdam et 4,5 millions sur celle de Bruxelles.

5.5. Les systèmes de règlement-livraison de titres

La fonction « règlement-livraison » constitue la dernière étape du processus de traitement du titre. Elle se traduit par le dénouement des engagements réciproques de l'acheteur et du vendeur et la passation des écritures en compte assurant le caractère définitif des transactions, c'est-à-dire la livraison des titres à l'acheteur et, en contrepartie, le versement des fonds correspondants au vendeur.

Le 10 janvier 2001, le dépositaire international Euroclear Bank et le dépositaire central français Sicovam SA ont fusionné. Sicovam SA, devenue Euroclear France, est désormais une filiale à 100% d'Euroclear Bank.

Euroclear France, qui a procédé en 2001 à une simplification de son architecture informatique, dispose désormais d'un seul système de règlement-livraison : RGV2. Ce système comporte deux filières : l'une révocable jusqu'au règlement des opérations à la Banque de France, qui intervient plusieurs fois au cours de la journée, l'autre irrévocable, les règlements intervenant au fil de l'eau et en temps réel. Les opérations des marchés réglementés sont traitées dans la filière révocable ; celles réalisées avec la Banque de France le sont dans la filière irrévocable ; celles de gré à gré sont traitées, au choix des parties, dans l'une ou l'autre.

Le nombre total de transactions sur titres dénouées par l'intermédiaire des systèmes gérés par Euroclear France a atteint, en 2001, 31,4 millions (en baisse de 23% par rapport à l'année 2000), pour un montant de capitaux échangés de 43 635 milliards d'euros (+ 18,5%). En moyenne quotidienne, leur volume s'est établi à 124 246 opérations (– 30% par rapport à

l'année 2000) et leur montant à 172,5 milliards d'euros (+ 18,5%). La capitalisation des titres enregistrés chez Euroclear France a atteint 3 452 milliards d'euros, toutes valeurs confondues, en diminution de 1,5% par rapport à l'année 2000.

5.6. La monnaie fiduciaire

5.6.1. La monnaie fiduciaire à la veille du passage à l'euro

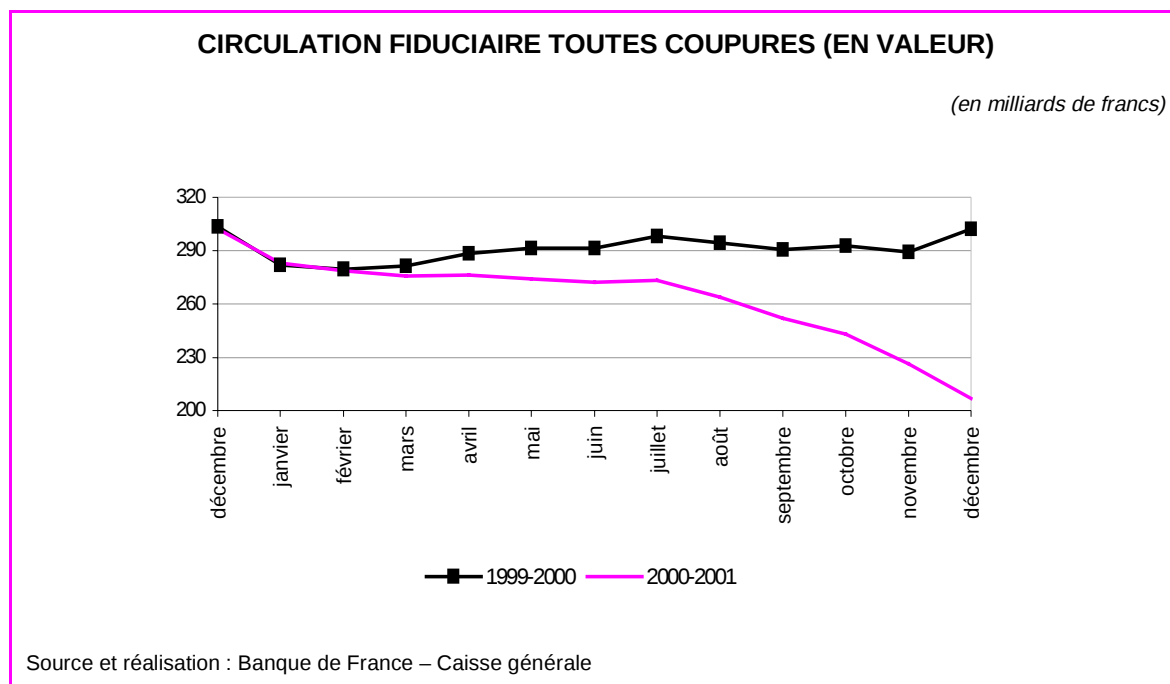
Évolution de la circulation des billets en 2001

À fin décembre 2001, le montant des billets et pièces en circulation s'élevait à 223,4 milliards de francs (l'encours de billets représentant 206,8 milliards de francs, cf. tableau 1), contre 320 milliards de francs à la fin de l'exercice 2000. Cette forte diminution, de près de 100 milliards de francs, soit – 20% en glissement annuel, est imputable à la contraction continue de l'encours billets tout au long de l'année 2001. La part de la monnaie fiduciaire dans l'agrégat M1 connaît à fin 2001 un bas historique : 7,8% de cet agrégat contre 12,1% fin 2000 et 13% fin 1999.

L'année 2001 est, en effet, marquée par une accélération, à partir du second semestre, du retour des encaisses thésaurisées. Par thésaurisation, on entend les encaisses de billets détenues pour des motifs autres que de transaction ou de rendu de monnaie, et généralement constituées des plus hautes valeurs faciales de la gamme de billets.

Ce comportement de « déthésaurisation », amorcé dès la fin 1999, s'est amplifié à l'approche du passage à l'euro fiduciaire et s'est traduit par une diminution de la circulation des coupures de 500 francs (– 59 milliards de francs soit – 41% en glissement annuel) et de 200 francs (– 25 milliards de francs soit – 24%). Deux facteurs d'explication peuvent être mis en avant :

- réallocation de portefeuille à la faveur de la hausse des taux : l'encours détenu en billets étant converti en actifs plus rémunérateurs du type livrets (hausse des taux réglementés en juillet 2000) ;
- dans la perspective de l'euro fiduciaire, plus grande utilisation des encaisses thésaurisées dans les transactions, d'une part, et conversion des encaisses thésaurisées en monnaie scripturale (forte progression de l'encours des dépôts à vue sur l'année 2001) ou en devises étrangères, d'autre part (hausse des achats de billets en dollars américains et en francs suisses aux guichets des banques et des changeurs manuels au cours du dernier trimestre 2001).



En volume, la circulation fiduciaire s'établissait, en fin d'exercice, à 1,1 milliard de coupures, contre 1,5 fin 2000 (cf. tableau 2).

Évolution des flux de billets aux guichets de la Banque de France

Ce mouvement de « déthésaurisation » s'est manifesté par une évolution atypique des flux de billets aux guichets de la Banque de France (cf. tableau 3), caractérisée par une forte hausse des versements (+ 12,9% en valeur par rapport à 2000), qui n'est pas compensée par la reprise des prélèvements (+ 2,2% en valeur).

Les non-résidents détenteurs de billets francs ont également obéi à une logique d'anticipation du passage à l'euro fiduciaire puisque les retours en provenance de la zone euro, d'une part, et en provenance de pays tiers, d'autre part, se sont intensifiés au second semestre. Toutefois, ces retours de l'étranger ne représentent que 3% des versements en valeur.

Évolution de la circulation des monnaies métalliques

Après avoir connu une croissance régulière jusqu'à l'été, le volume de la circulation comptable « utile ⁴ » s'est contracté fortement, à la suite de la réduction des encaisses détenues par les agents économiques. La diminution sur l'exercice s'élève à 0,5 milliard de pièces et résulte d'un phénomène d'anticipation du passage à l'euro fiduciaire, comparable à celui observé sur la circulation des billets. La circulation en volume s'est établie ainsi à 18,2 milliards de pièces en fin d'année 2001, pour une contre-valeur de 16,8 milliards de francs contre respectivement 18,7 milliards de pièces et 17,8 milliards de francs à la fin de l'exercice 2000.

⁴ On désigne par circulation utile la circulation comptable des pièces courantes, diminuée des pièces de 100 francs argent, 2 anciens francs, 1 ancien franc et 1 centime « épi ».

TABLEAU 1 : ÉVOLUTION DE LA CIRCULATION DES BILLETS EN VALEUR*(en milliards de francs)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 corrigé ⁽¹⁾	2000 ⁽²⁾	2001
500 francs	133,8	129,9	124,3	129,2	133,4	143,2	154,5	153,3	143,5	84,2
200 francs	74,5	81,0	87,3	85,8	85,2	84,1	96,1	89,6	104,4	79,4
100 francs	47,8	48,3	49,8	48,3	47,1	42,7	45,3	41,6	46,4	36,3
50 francs	6,5	6,5	6,5	6,1	6,3	6,3	6,6	6,6	6,8	6,0
20 francs	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9
TOTAL	263,6	266,7	268,9	270,4	273,0	277,3	303,5	292,1	302,3	206,8
Variation en moyenne annuelle en glissement	- 0,6%	+ 1,2%	+ 0,9%	+ 0,5%	+ 1,0%	+ 1,5%	+ 9,5%	+ 5,4%	+ 3,5%	- 31,6%
Variation en moyenne annuelle	- 0,1%	+ 0,6%	- 0,3%	+ 1,7%	+ 1,1%	+ 2,3%	+ 3,4%	+ 3,0%	+ 4,8%	- 10,1%
Variation en moyenne annuelle, déflatée par l'indice des prix à la consommation	- 2,6%	- 0,4%	- 1,2%	- 1,2%	- 0,2%	+ 1,2%	+ 2,1%	+ 1,7%	+ 3,0%	- 8,7%

(1) Valeurs au 31/12/1999 corrigées de « l'effet bogue » qui a eu pour effet un « gonflement » temporaire des encaisses des établissements de crédit de 11 milliards de francs.

(2) La comparaison avec 1999 tient compte de la correction apportée à décembre 1999.

Source et réalisation : Banque de France – Caisse générale

TABLEAU 2 : ÉVOLUTION DE LA CIRCULATION DES BILLETS EN VOLUME*(en millions de coupures)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999 corrigé ⁽¹⁾	2000 ⁽²⁾	2001
500 francs	267,5	259,8	248,6	258,4	266,8	286,3	308,9	306,6	287,0	168,5
200 francs	372,4	404,8	436,5	429,2	425,9	420,5	480,4	447,9	521,9	397,1
100 francs	478,1	482,6	497,6	482,6	471,4	426,5	453,0	415,9	464,2	363,2
50 francs	129,8	129,8	130,8	121,1	125,2	126,5	132,4	132,4	137,1	119,0
20 francs	52,3	51,6	51,5	52,2	52,6	50,8	51,1	51,1	52,6	44,5
TOTAL	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	1 092,3
Variation en glissement	- 1,3%	+ 2,2%	+ 2,7%	- 1,6%	- 0,1%	- 2,3%	+ 8,8%	+ 3,3%	+ 8,0%	- 25,3%

(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

TABLEAU 3 : ÉVOLUTION DES FLUX DE BILLETS AUX GUICHETS DE LA BANQUE DE FRANCE

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>En milliards de francs</i>									
Versements (A)	644	662	688	722	755	757	759 ⁽¹⁾	772 ⁽²⁾	880 ⁽³⁾
Prélèvements (B)	641	667	696	722	758	762	787	771	787
Variation (A) + (B)	+ 3,5%	+ 3,4%	+ 4,1%	+ 4,3%	+ 4,8%	+ 1,1%	+ 1,8%	- 0,2%	+ 8,2%
<i>En millions de billets</i>									
Versement (C)	3 948	4 052	4 212	4 465	4 662	4 774	4 757 ⁽¹⁾	4 802 ⁽²⁾	5 373 ⁽³⁾
Prélèvement (D)	3 922	4 093	4 285	4 441	4 665	4 747	4 879	4 841	5 018
Variation (C) + (D)	+ 3,7%	+ 3,5%	+ 4,3%	+ 4,8%	+ 4,7%	+ 2,8%	+ 1,2%	+ 0,1%	+ 2,8%

(1) Dont 20 millions de billets reçus de la part des banques centrales de la zone euro (Article 52 du Traité) pour une contre-valeur de 5,4 milliards de francs.
(2) Dont 40,6 millions de billets reçus au titre de l'article 52 du Traité pour une contre-valeur de 9,4 milliards de francs.
(3) Dont 91,3 millions de billets reçus au titre de l'article 52 du Traité pour une contre-valeur de 22 milliards de francs.

Source et réalisation : Banque de France – Caisse générale

5.6.2. Les travaux de préparation à l'euro fiduciaire

Les besoins liés à la « primo-émission » des billets et des pièces en euros

Depuis une décennie, la circulation des billets en volume est relativement stable, et s'élève environ à 1,4 milliard de billets, l'année 2001 faisant figure d'exception (cf. tableau 2). Pour remplacer les billets francs en circulation et constituer les stocks logistiques et de précaution, les besoins de production d'euros ont été estimés à 2,5 milliards de billets.

Concernant les pièces métalliques, si 18,2 milliards de pièces en francs avaient été mises en circulation au 31 décembre 2001, des enquêtes montraient qu'une dizaine de milliards de pièces semblaient « perdues ». Ces éléments ont été pris en compte dans l'estimation des besoins liés au changement d'unité monétaire et le programme de frappe cumulé pour la période 1998-2001 a été porté à 8,14 milliards de pièces.

Le scénario interprofessionnel

Opération d'une envergure sans précédent, le scénario de passage à l'euro fiduciaire a fait l'objet d'un cadrage général par le Comité national de l'euro, présidé par le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et par le Groupe de concertation de place sur le passage à l'euro fiduciaire, présidé par M. Hervé Hannoun, sous-gouverneur de la Banque de France. Les travaux ont été déclinés en divers groupes techniques supervisés par plusieurs instances telles le Comité de pilotage euro Banque de France/AFECEI, le groupe Simon-Creyssel, le Conseil national de la consommation et le Comité consultatif auprès du CNCT.

Le scénario interprofessionnel, formalisé dans les Orientations nationales pour l'introduction des billets et des pièces en euro validées par le Comité national de l'euro du 11 février 2000, s'appuie sur deux idées force :

- encourager le commerce à basculer à l'euro le plus rapidement possible : il s'agissait de tarir les deux sources d'approvisionnement du public en espèces francs :

- assurer la migration du parc de distributeurs automatiques de billets (DAB) le plus rapidement possible (avec un objectif de 85%⁵ au 1^{er} janvier 2002) ;
- rendre obligatoire le rendu de monnaie par le commerce en euros, que les paiements soient réalisés en francs ou en euros.

La clé de voûte de ce scénario a consisté en la mise en place anticipée, ou « pré-alimentation », des billets et des pièces en euro dans la filière fiduciaire dès le 1^{er} septembre 2001 (circuit bancaire, centres de stockage des transporteurs de fonds et grand commerce) ainsi qu'auprès des petits commerçants (1^{er} décembre 2001) et, pour les seules pièces, des particuliers (14 décembre 2001). À cet effet, environ 1,5 million de fonds de caisse standard contenant 640 pièces pour une valeur de 222 euros chacun ont été délivrés par les établissements de crédit aux petits commerçants ; de même près de cinquante millions de sachets premiers euros contenant 40 pièces pour une valeur de 15,25 euros ont été mis à disposition des particuliers. Leur mise en vente a suscité un véritable engouement.

– éviter la précipitation du public aux guichets des banques : afin de prévenir les effets de file d'attente début 2002, les actions de communication ont mis l'accent sur les délais d'échange des billets (dix ans⁶) et pièces (trois ans⁷) en francs. La délivrance de sachets « premiers euros » a également permis d'approvisionner le public en menue monnaie tout en le familiarisant avec les nouveaux signes monétaires.

La préparation opérationnelle des acteurs

Conformément aux orientations nationales pour l'introduction des billets et des pièces en euro, la Banque de France a continué d'exercer un rôle majeur dans la préparation opérationnelle des acteurs de la filière fiduciaire en présidant les comités techniques de place (CTP). Créées en septembre 2000 dans soixante-quinze départements, ces structures, qui associaient les acteurs de la filière fiduciaire et les autorités locales, avaient reçu pour mission d'étudier et de coordonner, dans le respect des échéances fixées par le scénario, les questions logistiques que posait localement le passage à l'euro fiduciaire. Les travaux des CTP ont également porté sur l'estimation des besoins quantitatifs liés à la « pré-alimentation » de tous les acteurs concernés (banques, commerçants, transporteurs de fonds et grands opérateurs).

Les aspects logistiques

Le volume et le tonnage des monnaies métalliques à émettre ont justifié la mise en place d'une logistique exceptionnelle. Ainsi, en liaison avec la direction du Trésor du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, la Banque de France a supervisé la mise en place de cinq centres logistiques dédiés au stockage et à la distribution des pièces livrées par la direction des Monnaies et Médailles sous forme de conditionnements spécifiques (sachets « premiers euros », « fonds de caisse commerçants », « pièces rouleautées »). Ces cinq centres ont permis d'irriguer quatre-vingt sites de stockage secondaires mis à la disposition des transporteurs de fonds qui ont joué le rôle de grossistes. En revanche, l'émission des billets euros s'est opérée par les circuits habituels : les billets ont été prépositionnés dans les succursales de la Banque de France au fur et à mesure des livraisons de l'imprimerie, puis mis à disposition des transporteurs de fonds et des banques à partir du 19 novembre 2001, date de démarrage de la « pré-alimentation billets » en France.

⁵ 85% du parc total des distributeurs, soit près de 100% des DAB accessibles au public le 1^{er} janvier 2002, un certain nombre d'entre eux étant localisés à l'intérieur d'agences ou galeries commerciales fermées les jours fériés.

⁶ Durée d'échange des billets aux guichets de la Banque de France, de l'IEDOM, et des comptables publics.

⁷ Durée d'échange des pièces aux guichets de la Banque de France, de l'IEDOM, et des comptables publics.

Ainsi, au titre de la « pré-alimentation », la Banque de France et l'Institut d'Émission d'Outre-mer avaient mis à la disposition des acteurs de la filière fiduciaire plus de 580 millions de billets euros et 6,7 milliards de pièces au 28 décembre 2001.

GRANDES ÉTAPES DE LA MISE EN PLACE DE L'EURO EN FRANCE

<i>1^{er} janvier 1999 :</i>	<i>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</i>
<i>1^{er} juillet 2000 :</i>	<i>Marchés publics en euros</i>
<i>1^{er} semestre 2001 :</i>	<i>Une grande majorité des entreprises doit avoir terminé leur préparation à l'euro</i>
<i>Juillet 2001 :</i>	<i>Les bulletins de paie des fonctionnaires sont convertis en euros</i>
<i>1^{er} septembre 2001 :</i>	<i>Dévoilement de l'apparence visuelle des billets euros et des signes de sécurité « grand public ». Lancement de la campagne d'information européenne « l'Euro, notre monnaie »</i>
<i>1^{er} septembre 2001 :</i>	<i>Démarrage de la pré-alimentation des banques commerciales en pièces en euros</i>
<i>Fin novembre 2001 :</i>	<i>Démarrage de la pré-alimentation des banques commerciales en billets en euros</i>
<i>1^{er} décembre 2001 :</i>	<i>Démarrage de la pré-alimentation des commerçants en billets et pièces en euros</i>
<i>Courant décembre 2001 :</i>	<i>Adaptation des automates à billets</i>
<i>14 décembre 2001 :</i>	<i>Distribution des kits de pièces (sachets « premiers euros ») au grand public</i>
<i>1^{er} janvier 2002 :</i>	<i>Introduction des billets et des pièces en euros Fin de la monnaie scripturale en francs</i>
<i>17 février 2002 :</i>	<i>Les billets et pièces en francs n'ont plus cours légal</i>
<i>30 juin 2002 au plus tard :</i>	<i>Fin de la période d'échange des billets et pièces en francs aux guichets des établissements de crédit et assimilés</i>
<i>17 février 2005 :</i>	<i>Fin de la période d'échange des pièces en francs à la Banque de France, auprès des agences de l'IEDOM et des comptables publics.</i>
<i>17 février 2012 :</i>	<i>Fin de la période d'échange des billets en francs à la Banque de France et auprès des agences de l'IEDOM et des comptables publics.</i>

Source et réalisation : Banque de France – Caisse générale

Encadré : la cellule FINATER

Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et la secrétaire d'État au Budget ont installé le 3 octobre 2001 la cellule du Ministère de lutte contre le financement du terrorisme appelée FINATER. Cette création s'inscrit dans une stratégie générale de lutte contre le financement du terrorisme dans laquelle la France est fermement engagée.

La cellule a pour objet d'assurer une coopération renforcée entre les différents acteurs compétents en matière de connaissance des grands trafics, de transparence des comptes, de lutte contre le blanchiment d'argent sale et de liens entre les trafics. FINATER regroupe à ce titre six directions du ministère (Trésor, Douanes et droits indirects, Impôts, Législation fiscale, Relations économiques extérieures et affaires juridiques), l'unité spécialisée dans le renseignement financier TRACFIN. Les autorités de supervision, dont la Commission bancaire, participent aux réunions. Le directeur du Trésor en assure la présidence et le directeur général des douanes et droits indirects, secrétaire général de TRACFIN, le secrétariat.

Les réunions permettent de faire le point sur l'ensemble des moyens mis en œuvre dans la lutte contre le financement du terrorisme, qui sont en cours de renforcement international et national. Plusieurs questions très concrètes sont abordées, par exemple la question du renforcement des contrôles des liens entre les banques françaises et les banques correspondantes étrangères. Au 15 juin 2002, les membres de FINATER s'étaient ainsi rencontrés à 16 reprises depuis sa création.

Fiche thématique

n° 5.a.

LES PARTS DE L'EURO ET DU DOLLAR DANS LES RÈGLEMENTS DE TRANSACTIONS COURANTES DE LA FRANCE

Les tableaux ci-après décrivent l'évolution de la part respective des paiements en euros et en dollars dans les règlements de la France avec l'extérieur, en 2000 et en 2001, en matière de biens, services, revenus et transferts courants.

PARTS DE L'EURO ET DU DOLLAR DANS LE TOTAL DES RÈGLEMENTS EXTÉRIEURS DE LA FRANCE								
<i>(en pourcentage)</i>								
FRANCE	EURO (large ¹)				DOLLAR			
	2000		2001		2000		2001	
	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses
Transactions courantes	66,9	64,5	69,8	69,1	23,4	27,2	23,2	24,9
Biens	68,2	62,5	69,8	66,8	24,2	30,3	23,5	27,6
Services	65,4	63,1	68,8	68,3	18,4	23,8	23,5	23,4
Revenus	57,5	64,8	67,0	71,0	31,5	25,6	26,0	22,6
Transferts	84,9	87,8	85,4	88,5	7,6	6,7	6,9	7,2
Source et réalisation : Banque de France – Direction de la Balance des paiements – CEREX								

¹ Le terme « large » désigne le fait que l'on considère aussi les règlements effectués dans les dénominations nationales de l'euro, à savoir le franc, le deutsche mark, la lire, etc.

PARTS DE L'EURO ET DU DOLLAR DANS LE TOTAL DES RÈGLEMENTS EXTÉRIEURS DE LA FRANCE VIS-À-VIS DES PAYS NON MEMBRES DE L'UNION EUROPÉENNE

(en pourcentage)

Extra Union monétaire	EURO (large ¹)				DOLLAR			
	2000		2001		2000		2001	
	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses
Transactions courantes	49,7	42,9	52,6	48,6	35,6	43,6	36,0	40,7
Biens	48,0	35,0	49,2	39,8	39,0	52,8	38,8	49,1
Services	57,3	47,6	60,4	54,6	22,1	33,0	29,7	32,7
Revenus	32,1	42,9	41,2	50,9	51,7	41,6	46,7	38,0
Transferts	82,0	85,8	82,6	86,1	8,7	7,5	8,3	8,6

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

Même si l'euro est devenu la monnaie unique des pays de l'Union monétaire à partir de janvier 1999, son usage n'est devenu immédiatement obligatoire que pour les opérations financières, l'obligation n'étant devenue complète qu'à partir de 2002 pour l'ensemble des opérations. L'usage direct des règlements en euros, fortement encouragé depuis 1999, n'a pas remplacé immédiatement la pratique des règlements dans les monnaies nationales des pays membres de l'UME. D'où la nécessité, pour une bonne comparabilité, de tenir compte de l'ensemble des composantes, des sous-multiples, de l'euro.

Le poids de l'euro dans les règlements extérieurs de la France progresse sensiblement alors que la part du dollar régresse.

Cette évolution n'est pas uniforme pour les différentes rubriques des transactions courantes. Notamment, la part du dollar augmente légèrement s'agissant des recettes de services et des dépenses au titre des transferts courants.

Le fait le plus notable est enregistré du côté des règlements extra Union monétaire.

En effet, à l'extra Union monétaire, la part de l'euro devient supérieure à celle du dollar en recettes comme en dépenses de transactions courantes.

Mais ce trait n'est pas, là aussi, systématique pour toutes les composantes : la part réglée en euros des dépenses de biens et des recettes de revenus de facteurs reste inférieure à la part correspondante du dollar. Toutefois, dans ces deux cas, l'écart entre part de l'euro et part du dollar s'est nettement réduit.

On peut considérer que la moindre part de l'euro en dépenses de biens à l'extra Union monétaire par rapport à celle du dollar est un signe de la prédominance de ce dernier sur un certain nombre de marchés, notamment celui du pétrole.

La part de l'euro dans les relations de paiements de la France avec les pays membres de l'Union monétaire est devenue très largement prépondérante, ce qui ne doit pas surprendre car

durant l'année 2001 l'usage des ex-monnaies nationales des pays membres de l'Union monétaire est devenu particulièrement marginal.

Mais, là aussi, le dollar continue de jouer un rôle non négligeable, plus important d'ailleurs du côté des dépenses. La place des autres monnaies peut être, elle, considérée comme négligeable ou en voie d'extinction (moins de 1%).

**PARTS DE L'EURO ET DU DOLLAR DANS LE TOTAL DES RÈGLEMENTS DE LA FRANCE
VIS-À-VIS DE SES PARTENAIRES DE L'UNION MONÉTAIRE (ANNÉE 2001)**

(en pourcentage)

Intra Union monétaire	EURO (large ¹)		DOLLAR	
	Recettes	Dépenses	Recettes	Dépenses
Transactions courantes	93,2	92,2	5,8	7,2
Biens	94,0	92,3	5,5	7,4
Services	90,5	92,2	7,3	7,2
Revenus	91,9	90,9	6,2	7,2
Transferts	95,7	97,7	1,9	2,0

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

Toutefois, cette description propre aux relations extérieures de la France ne prend tout son sens que dans le cadre de l'ensemble des relations extérieures de l'Union monétaire européenne. Mais si, ces indications sont recensées par la Banque de France et par quelques autres pays, il n'est pas, pour le moment, possible de disposer des données des autres pays partenaires, ni, donc, de données globales pour la zone euro.

Pierre CAUSSÉ – Banque de France – Direction générale des Études et des Relations internationales

Fiche thématique

n° 5.b.

L'ÉCONOMIE NUMÉRIQUE

Le commerce électronique se définit comme toute transaction commerciale dont au moins une des étapes est effectuée de manière électronique : le conseil ou la promotion du produit, son choix, sa commande, son paiement, sa livraison ou le service après-vente. Sous la forme de vente à distance, notamment, par Internet, le commerce électronique se développe fortement depuis plusieurs années, entraînant des conséquences macroéconomiques de grande ampleur.

Les technologies de l'information et de la communication provoquent ainsi un bouleversement de notre manière de vivre, de consommer, et transforment radicalement les stratégies commerciales des entreprises. De nouveaux rapports s'instaurent entre les consommateurs et les commerçants. En contrepartie, de nouvelles menaces apparaissent et fragilisent l'essor de l'usage de l'Internet. La confiance des consommateurs dans les technologies nouvelles, à toutes les étapes de la transaction commerciale et notamment du paiement, est une condition essentielle à la poursuite de la progression des échanges électroniques. La question de la mesure de l'ampleur des risques liés au paiement sur l'Internet et des solutions permettant de les réduire est devenue fondamentale.

1. L'intervention des pouvoirs publics est devenue nécessaire alors que des moyens de paiement sont utilisés sur l'Internet avec un niveau de sécurité qui n'est pas toujours suffisant

1.1. L'implication des pouvoirs publics

À la suite du rapport de la Mission pour le commerce électronique animée par M. Lorentz, le gouvernement a confié en mars 2001 à la Mission pour l'économie numérique (MEN) l'analyse de l'impact des technologies de l'information et de la communication sur l'économie. La MEN a pour objectifs de mener une réflexion prospective sur le développement des nouvelles technologies de l'information, mais aussi de mesurer les avancées du commerce électronique observées en France. Il s'agit de favoriser l'essor des échanges électroniques et d'impulser de nouveaux

comportements en matière de sécurité, notamment dans le domaine des moyens de paiement. En 2001, la MEN a coordonné les réflexions de neuf groupes de travail. Ces travaux seront poursuivis en 2002 afin de détailler et de concrétiser les conclusions précédentes, mais aussi de mettre en œuvre l'ensemble des recommandations retenues.

Le sous-groupe de travail « les paiements et leur sécurité », animé par la Banque de France, a eu pour mission de dresser un état des solutions techniques qui existent en matière de paiement sécurisé. Il a constaté que les premiers paiements proposés sur l'Internet se sont appuyés sur des instruments de paiement existants. De nouveaux moyens de paiement spécifiques créés pour le commerce électronique ont progressivement émergé, mais leur niveau de sécurité restait parfois insuffisant.

1.2. Les moyens de paiement utilisés sur l'Internet

Le sous-groupe a classé les différents moyens de paiement selon la sécurité offerte à l'utilisateur. Ces moyens de paiement se différencient par la mise en œuvre de dispositifs matériels ou purement logiciels.

Parmi les dispositifs matériels, figurent les moyens de paiement qui reposent sur la carte à puce et sa lecture dans un environnement matériel sécurisé. On peut citer l'authentification par « calculatrice » qui permet une vérification fiable de l'identité du porteur de la carte, et les boîtiers électroniques associés à la carte à puce (les boîtiers PC, les téléphones portables bi-fentes, la télévision à péage, le minitel, le porte-monnaie électronique).

Parmi les instruments à base d'un dispositif purement logiciel, le sous-groupe a recensé les techniques qui consistent à communiquer le numéro qui figure sur la carte de paiement, ou un numéro de carte virtuelle, numéro attribué au consommateur, soit par une connexion au site de sa banque, soit en utilisant un logiciel téléchargé sur son ordinateur. On trouve également le porte-monnaie virtuel gérant les avoirs en monnaie électronique des consommateurs, les techniques de paiement de personne à personne permettant à chacune d'envoyer et de recevoir de l'argent au moyen du courrier électronique, ainsi que des systèmes utilisant des intermédiaires.

Actuellement, les moyens de paiement à dispositifs logiciels sont les plus couramment utilisés, alors qu'ils ne conduisent pas toujours à une maîtrise satisfaisante de certaines vulnérabilités dont deux méritent particulièrement d'être citées : l'absence d'identification forte et mutuelle des parties impliquées dans la transaction et la faible protection offerte par l'ordinateur personnel des clients.

1.3. Des risques potentiellement élevés

Un moyen de paiement électronique peut être soumis à des risques d'ordre technique qui se traduisent par des perturbations capables de se propager et de présenter de fortes menaces sur l'économie (risque systémique). En effet, un émetteur ou un gestionnaire de moyens de paiement sur le réseau ouvert qu'est l'Internet supporte des risques de défaillance, de perte de maîtrise de son outil informatique, de pertes financières, de blanchiment et d'image. De même, l'utilisation frauduleuse, mais aussi la contrefaçon des moyens de paiement pèsent sur la confiance des utilisateurs. Ainsi, selon un sondage récent réalisé par Crédoc/Cabinet Raffour Interacif, 67% des internautes français considèrent que le manque de sécurité des instruments de paiement expliquent leur réticence à effectuer des achats sur l'Internet.

2. Le sous-groupe a émis des recommandations destinées à accroître la sécurité et ainsi de renforcer la confiance des consommateurs

2.1. La sécurité d'un moyen de paiement repose sur trois facteurs

- La solidité du gestionnaire du moyen de paiement : les risques opérationnel et de liquidité doivent rester limités grâce à une structure financière solide et un système de contrôle fiable ;
- la solidité des accords contractuels entre les acteurs : les conventions, doivent préciser les obligations de chacune des parties afin d'assurer, notamment, la protection des utilisateurs contre les différents risques (risque de perte financière, risque d'inexécution des transactions dans les conditions attendues, risque de fraude) ;
- la sécurité technique et organisationnelle du système : il s'agit de protéger techniquement les moyens de paiement contre les menaces pertinentes.

Afin de mesurer les différents risques et de minimiser les conséquences d'une défaillance, le cycle de vie des moyens de paiement est décomposé selon trois phases : conception, validation, et surveillance. Les mesures de protection doivent couvrir chaque étape de ce cycle en veillant continuellement à parer les menaces identifiées.

Par ailleurs, le sous-groupe a formulé plusieurs recommandations générales propres à renforcer la sécurisation des paiements :

- la protection de la communication associée à une transaction électronique doit permettre une totale confidentialité des données sensibles échangées, le rejet de la transaction si une modification a été faite, ainsi que l'impossibilité de rejouer la transaction, ou encore la non-répudiation de la transaction ;
- la vérification de l'identité des parties impliquées dans la transaction nécessite de s'assurer que le correspondant est bien celui qu'il prétend être. L'absence d'identification forte et mutuelle crée des risques de fraude importante ;
- la sécurité des composants doit garantir une totale disponibilité du système d'information en présentant des moyens de défense adaptés ;
- la protection des utilisateurs suppose la mise en œuvre d'exigences minimales de sécurité, de fiabilité et d'ergonomie.

2.2. Les recommandations du sous-groupe

Le sous-groupe a édicté des recommandations qui visent à améliorer le niveau de sécurité des moyens de paiement en ligne. Les analyses conduites ont permis d'identifier un ensemble de mesures qui pourraient contribuer à réduire les risques de fraude et renforcer la confiance des utilisateurs.

Une vérification forte et mutuelle de l'identité des parties impliquées dans une transaction

Pour un nombre significatif de nouveaux moyens de paiement, cette vérification est effectuée au moyen d'un ou d'une série de mots de passe et seul l'utilisateur s'identifie vis-à-vis du commerçant. Pour assurer une authentification forte, il existe des techniques qui évitent la

transmission des données d'identification sur le réseau et qui utilisent des procédés cryptographiques (symétrique ou asymétrique).

Le développement des infrastructures à clé publique

Le développement de la signature électronique est aujourd'hui limité par les investissements nécessaires à la création des infrastructures à clé publique et tout particulièrement pour la fonction d'enregistrement des données servant à l'identification. L'État pourrait ainsi assurer, au titre de ses missions de service public, un rôle d'autorité d'enregistrement de référence, pour l'émission d'un certificat d'identité.

Définition d'un référentiel de sécurité

Ce référentiel devrait être adapté à la nature et à l'utilisation prévue du moyen de paiement afin de ne pas constituer un frein à l'innovation et au développement de nouveaux services. Sa vocation première serait de garantir, de façon publique, la conformité du moyen de paiement à un ensemble de critères de sécurité élaborés et reconnus par la communauté concernée et approuvée par la Banque de France.

Création d'un label de sécurité visible par l'utilisateur

Ce label offrirait à l'utilisateur une information facilement accessible sur le niveau de conformité du moyen de paiement au référentiel associé.

Renforcement de la protection des utilisateurs

Il est souhaitable de responsabiliser les utilisateurs en leur précisant les règles qu'ils doivent respecter dans l'utilisation des moyens de paiement. Ces règles doivent être simples, claires et raisonnables de façon à ne pas devenir dissuasives pour l'utilisateur.

Carlos MARTIN – Banque de France – Direction générale des Opérations

Fiche thématique

n° 5.c.

LE MARQUAGE DES BILLETS

Le retrait des signes monétaires libellés en francs a conduit les professionnels de la filière fiduciaire (établissements de crédit, sociétés de transport de fonds...) à détenir d'importantes encaisses de billets. Ces encaisses s'ajoutaient à celles que constituaient les billets en euros. Cette situation générait des risques en terme de sécurité qu'il a été décidé de réduire en rendant les billets en francs qui, de toute manière, étaient destinés à la destruction, inutilisables pour les paiements au moyen d'un procédé de « marquage ».

Un décret du 12 octobre 2001² organise ce marquage : il consiste en une perforation des billets selon des normes préétablies (un trou dans la zone du filigrane, deux demi-lunes sur les bords inférieur et supérieur, à certaine distance des bords) ; il s'applique aux billets dits de la « nouvelle gamme » (500 francs, 200 francs, 100 francs et 50 francs) et ne concerne donc pas le billet de 20 francs. Seuls les établissements de crédit, les services financiers de la Poste et le Trésor public sont autorisés à effectuer ces perforations.

Les billets ainsi marqués ne peuvent plus être utilisés, ni remboursés, ni détenus par les particuliers et commerçants. Ils ne peuvent qu'être repris par la Banque de France (ou l'Institut d'émission des départements d'outre-mer) à des établissements de crédit, la Poste, le Trésor public ou une société de transport de fonds pour crédit en compte. Une amende punit l'acceptation, la détention ou l'utilisation de billets perforés en contravention avec les règles ci-dessus.

La Banque centrale européenne, consultée par le ministre de l'Économie, a émis le 30 août 2001 un avis favorable sur le projet de décret en estimant que cette mesure était bien destinée à faciliter le retrait des francs, conformément à l'article 15 du règlement n° 974/98 du 3 mai 1998 concernant l'introduction de l'euro.

Jean-Christophe CABOTTE – Banque de France – Direction des Services juridiques

² Décret n° 2001-933 relatif au marquage par perforation des billets libellés en francs, publié au journal officiel du 13 octobre 2001.

Fiche thématique

n° 5.d.

LE RETRAIT DU COURS LÉGAL DES BILLETS ET DES PIÈCES EN FRANCS

Le cours légal se définit comme l'obligation faite aux agents économiques, notamment aux commerçants, d'accepter en paiement les billets et pièces qui sont dotés de ce cours légal, selon la valeur pour laquelle ils ont cours, c'est-à-dire pour leur valeur faciale. Le refus d'accepter en paiement de tels billets et pièces est pénalement sanctionné (article R.642-3 du Code pénal).

1. Le règlement monétaire prévoit le remplacement des billets et pièces nationaux par les billets et pièces en euros

Le 1^{er} janvier 2002, les billets et pièces en euros ont été mis en circulation, en application des articles 10 et 11 du règlement n° 974/98 du 3 mai 1998. Conformément à l'article 106 du Traité instituant la Communauté européenne et au règlement précité, ces billets et pièces ont cours légal dans l'ensemble de la zone euro, dès leur introduction. Par ailleurs, l'article 15 du règlement prévoit que les États membres peuvent encore conserver le cours légal de leurs billets et pièces nationaux pendant une période de six mois au plus, soit jusqu'au 30 juin 2002. En pratique, les États membres se sont entendus³ pour limiter cette période de double circulation à deux mois maximum, soit jusqu'à fin février 2002.

En conséquence, le cours légal des billets et pièces libellés en unités monétaires nationales a pris fin de manière coordonnée dans la zone euro : le 1^{er} janvier (Allemagne), le 28 janvier (Pays-Bas), le 9 février (Irlande), le 17 février (France)⁴ et le 28 février (Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, Grèce, Italie, Luxembourg, Portugal).

³ Conseil Écofin de Turku, automne 1999.

⁴ Décision du Comité national de l'euro du 12 octobre 2000.

Du 1^{er} janvier au 17 février 2002, deux types de billets et de pièces ont donc eu cours légal en France : ceux en francs, qui n'avaient cours légal que sur le territoire national et ceux en euros, qui ont désormais seuls cours légal dans toute la zone euro.

Les unités monétaires nationales, ayant cessé d'exister le 31 décembre 2001, les billets et pièces en francs n'étaient plus, après le 1^{er} janvier 2002, que des signes monétaires en euros qu'il convenait d'utiliser en les « lisant » comme s'ils avaient été directement libellés en euros, en appliquant le taux de conversion. D'ailleurs, ils servaient à payer des biens et services dont les prix étaient affichés en euros⁵. La monnaie était généralement rendue en euros par déduction de la différence entre la contre-valeur en euros des espèces remises en paiement et le prix desdits biens et services.

En pratique, dès la fin du mois de janvier, les billets et pièces en francs n'étaient plus utilisés dans les transactions commerciales et il n'a pas été nécessaire de faire usage de la marge de souplesse envisagée par le Comité national de l'euro dans sa décision d'octobre 2000.

Lors de la réunion du Comité national de l'euro du 5 février 2002, le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a pris acte de l'accord du Comité pour confirmer que les billets et les pièces libellés en francs cesseront d'avoir cours légal le 17 février 2002 à minuit.

2. Le retrait du cours légal s'est effectué conformément aux règles nationales

Les mesures à prendre pour retirer le cours légal des billets et pièces libellés dans les anciennes unités monétaires nationales sont restées celles prévues par la législation nationale de chaque État membre, conformément aux articles 15-2 (retrait des billets et pièces) et 16 (échange) du règlement du 3 mai 1998.

L'article L. 122-1, 2^{ème} alinéa, du Code monétaire et financier prévoit, à cet égard, que le cours légal d'un type déterminé de billets libellés en francs peut, sur proposition de la Banque de France, être supprimé par décret. Le Conseil général de la Banque de France a décidé, le 13 décembre 2001, de proposer la suppression du cours légal de tous les billets en francs (500 francs Pierre et Marie Curie, 200 francs Gustave Eiffel, 100 francs Paul Cézanne, 50 francs Saint-Exupéry et 20 francs Debussy) à compter du 18 février 2002.

Le décret n° 2002-192 du 14 février 2002 portant suppression du cours légal des billets libellés en francs dispose ainsi, dans son article 1^{er}, que les billets libellés en francs de la Banque de France, mentionnés en annexe, cesseront d'avoir cours légal à compter du 18 février 2002.

Il précise, à l'article 2, que sous réserve des dispositions du décret du 12 octobre 2001⁶ susvisé, les coupures de ces billets seront reprises sans frais aux guichets de la Banque de France, de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer et du Trésor public jusqu'au 17 février 2012 inclus.

Pour les pièces en francs, le cours légal résulte des textes qui les ont créées (décrets en général).

Le décret en Conseil des ministres, pris après avis du Conseil d'État, n° 2002-191 du 14 février 2002 portant suppression du cours légal des pièces libellées en francs dispose, de la

⁵ Sous réserve du « double affichage » pratiqué le plus souvent par les commerçants pour faciliter les transactions.

⁶ Décret n° 2001-933 relatif au marquage par perforation des billets libellés en francs, publié au Journal officiel du 13 octobre 2001.

même façon, dans son article 1^{er}, que les pièces libellées en francs mentionnées en annexe cesseront d'avoir cours légal à compter du 18 février 2002.

Il prévoit, également, que ces pièces seront reprises sans frais jusqu'au 17 février 2005 inclus par la Banque de France, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer et le Trésor public, selon des modalités précisées par arrêté du ministre chargé de l'économie.

Jean-Christophe CABOTTE – Banque de France – Direction des Services juridiques

Fiche thématique

n° 5.e.

LA CONTINUITÉ DES CONTRATS : LE BASCULEMENT EN EUROS DES COMPTES ET DES CONTRATS EN FRANCS

Les règlements monétaires veillent à la continuité des contrats par l'articulation de deux dispositions de portée générale :

- l'article 3 du règlement du 17 juin 1997⁷ confirme que l'introduction de l'euro ne modifie pas les termes des contrats⁸ ou ne permet pas d'y mettre fin unilatéralement ;
- les modalités de la continuité des contrats sont précisées à l'article 3 du règlement du 3 mai 1998⁹ qui dispose que l'euro remplace la monnaie de chaque État membre participant au taux de conversion, ainsi qu'aux articles 4 et 5 du règlement du 17 juin 1997 qui définissent les règles d'utilisation des taux de conversion et les modalités d'arrondissement. Les taux de conversion ont été irrévocablement fixés le 31 décembre 1998¹⁰ pour onze monnaies dont le franc et le 19 juin 2000 pour la drachme¹¹.

Compte tenu de la période transitoire et de l'existence des unités monétaires nationales, du 1^{er} janvier 1999 au 31 décembre 2001, il résulte des dispositions précitées, ainsi que des articles 6 à 8 du règlement du 3 mai 1998, que l'exécution des contrats stipulés en francs, avant ou après le 1^{er} janvier 1999, se poursuit naturellement en euros en appliquant le taux de conversion, à partir soit de la date de disparition de l'unité monétaire franc le 1^{er} janvier 2002, soit de la date à laquelle les parties décident d'anticiper cette disparition.

⁷ Règlement n° 1103/97 du 17 juin 1997 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro.

⁸ Ni de tout autre instrument juridique.

⁹ Règlement n° 974/98 du 3 mai 1998 concernant l'introduction de l'euro.

¹⁰ Règlement n° 2866/98 concernant les taux de conversion entre l'euro et les monnaies des États membres adoptant l'euro.

¹¹ Règlement n° 1478/2000 modifiant le précédent.

1. La place s'est organisée pour assurer le bon déroulement du basculement à l'euro

Le comité de pilotage euro, coprésidé par la Banque de France et par l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFECEI), a élaboré un scénario de basculement à l'euro pour le grand public, approuvé par le Groupe de concertation de place sur le passage à l'euro présidé par le gouverneur Hannoun et validé dans ses grandes lignes par le Comité national de l'euro. Ce scénario prévoyait trois phases : concertation et mobilisation des acteurs tout au long de l'année 2000, forte incitation au basculement durant le premier semestre 2001¹² et généralisation du basculement au second semestre 2001. Si la dernière phase était à l'initiative des établissements bancaires, les deux premières, en revanche, laissaient à la clientèle l'initiative de demander le basculement de ses contrats bancaires.

Ce schéma a été précisé en juillet 2001 par un scénario de basculement à l'euro scriptural comportant deux temps forts : incitation à développer les règlements en euros dès la rentrée 2001, d'une part, et achèvement de la distribution des chèquiers en euros, du basculement des comptes de dépôts et de l'adaptation des terminaux de paiement électroniques fin octobre 2001, d'autre part.

Des dispositions similaires ont été adoptées au cours de la période transitoire pour assurer le basculement des comptes et des contrats des entreprises, qui devaient aussi veiller à la coordination avec leur propre basculement interne (comptabilité, systèmes informatiques, paie des salariés, facturation).

La généralisation du basculement des comptes à l'automne 2001 s'analyse comme une anticipation de la fin de la période transitoire. En effet, l'article 14 du règlement du 3 mai 1998 prévoit expressément que les références aux unités monétaires nationales, qui figurent dans des instruments juridiques existant à la fin de la période transitoire, doivent être lues comme des références à l'unité euro en appliquant les taux de conversion respectifs. Il s'agissait donc pour les banques, pour des raisons de sécurité liées, en partie, à des impératifs techniques, d'anticiper ce basculement automatique et d'effectuer un basculement, global ou par lots, des comptes et contrats.

Ce calendrier ne présentait aucun caractère contraignant en principe, les banques pouvant basculer l'ensemble des comptes à la date de leur choix. Le mérite d'un basculement généralisé sur une courte période était de permettre à la profession de s'organiser globalement, de s'insérer dans le basculement des autres acteurs (entreprises, commerces, pouvoirs publics) d'une manière cohérente et structurante et de communiquer plus efficacement sur cette opération. Enfin, ce basculement bancaire a joué un rôle moteur dans la préparation du grand public et des entreprises au retrait du franc.

2. Le basculement des contrats bancaires a présenté quelques difficultés pratiques

Dans la mesure où certains contrats faisaient référence à des taux ou indices qui pouvaient disparaître à la suite de l'introduction de l'euro, il convenait, en premier lieu, de prévoir le remplacement de ces taux ou indices. Le Ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie,

¹² Les banques étendent la distribution des chèquiers en euro, incitent les commerçants à accepter les paiements en euro, adaptent les terminaux de paiement des commerçants, privilégient l'ouverture de comptes en euros et réalisent, de façon concertée avec leurs clients, des basculements partiels par groupes de produits.

conformément à l'article L. 113-7 du CMF a remplacé par arrêté du 10 novembre 1998 les deux taux interbancaires offerts à Paris (TIOP FRF et TIOP XEU) par le taux interbancaire offert en euros (TIBEUR ou EURIBOR dans la terminologie anglo-saxonne) à compter du 1^{er} janvier 1999 et le taux moyen pondéré (TMP) par le taux moyen pondéré en euros (TEMPE ou EONIA dans la terminologie anglo-saxonne) à compter du 4 janvier 1999.

Les parties pouvaient naturellement adapter leur relation contractuelle à l'euro dans le respect du droit du contrat applicable au cas d'espèce. Pendant la période transitoire, si le client pouvait demander que son compte continue d'être tenu en francs ¹³, il ne pouvait pas, en revanche, contraindre son banquier à rester lui-même dans un environnement franc et à conserver la comptabilité et les chaînes de traitement de son compte en francs.

Au demeurant, le banquier avait l'obligation envers la clientèle d'assurer la continuité du service de tenue de compte en effectuant en temps et heure le basculement dans l'unité euro, au plus tard le 31 décembre 2001, de ses chaînes de traitement informatiques. Il avait donc l'initiative du basculement dans la mesure où le client ne le lui demandait pas antérieurement.

À cet égard, il convient de relever deux caractéristiques essentielles de la convention de compte : elle porte sur une offre de services que le banquier peut faire évoluer et modifier (notamment, conditions générales de banque, tarifs, etc.) ; elle est le plus souvent à durée indéterminée, chaque partie pouvant y mettre fin à tout moment (sous réserve d'un préavis raisonnable pour traiter les opérations en cours).

Compte tenu de ces éléments, le basculement anticipé des comptes à l'euro a pu, juridiquement, s'analyser de deux façons :

- soit, il s'agissait d'une simple adaptation du service rendu par la banque ; en faveur de cette thèse, le principal argument résidait dans le fait que, depuis le 1^{er} janvier 1999, la monnaie, en France, était l'euro. Selon cette approche, le basculement n'aurait nécessité aucune démarche particulière vis-à-vis de la clientèle, sous réserve bien entendu d'une information appropriée ;
- soit, il s'agissait d'une véritable modification de la convention, et il convenait, alors, que les parties se mettent d'accord expressément sur le changement anticipé de l'unité monétaire dans laquelle était tenu le compte.

En pratique, les banques ont retenu une solution proche de la première, en laissant toutefois à leurs clients la possibilité, soit de résilier leur convention de compte, soit de demander un basculement plus tardif s'ils refusaient le basculement anticipé. Une attention particulière a été portée à la situation des entreprises compte tenu des éléments signalés plus haut. Généralement, les clients qui n'avaient pas anticipé eux-mêmes le basculement l'ont accepté aux dates prévues par les établissements teneurs de comptes.

Un groupe de travail a été constitué auprès de l'AFECEI pour examiner la question spécifique de la conversion des prêts. En effet, il est apparu nécessaire de définir une méthode de conversion la plus neutre possible pour la clientèle compte tenu du phénomène des écarts de conversion générés par la plus grande précision du franc par rapport à l'euro.

La méthode retenue ¹⁴ par ce groupe de travail a consisté à convertir le capital restant dû ¹⁵ et à déterminer, sur cette base, le montant de chaque échéance en euro, les paramètres du prêt

¹³ Article 8-1 du règlement du 3 mai précité.

¹⁴ Dans certains cas, d'autres méthodes peuvent néanmoins être utilisées : conversion du montant du remboursement, calcul du montant du remboursement par application d'un TEG inchangé au capital restant dû, lui-même converti en euros.

demeurant inchangés (taux du prêt et durée de vie à courir jusqu'à l'échéance)¹⁶. D'un point de vue juridique, la conversion comptable du prêt est une opération irréversible, qui a lieu une fois, sans changement des paramètres du prêt, notamment le taux effectif global (TEG) ; il y a donc bien continuité du contrat par application du taux de conversion.

La méthode du tableau d'amortissement recalculé à partir du capital restant dû converti en euro a permis de réduire les écarts de conversion franc/euro au minimum. Les autres méthodes, notamment la méthode d'invariance des remboursements¹⁷, avaient le défaut de produire davantage d'écarts.

Toutefois, lors de toute conversion, des écarts d'arrondissement peuvent apparaître. Le groupe de travail a ainsi distingué, à l'intention des débiteurs, les écarts de conversion franc/euro qui sont régis par les articles 4 et 5 du règlement (CE) 1103/97 du 17 juin 1997 et juridiquement opposables au client dès lors que les dispositions desdits articles sont respectées, et les écarts d'affichage euro/franc. Ce dernier type d'écart n'apparaissant que sur la contre-valeur indicative en francs d'un montant en euro n'a pas de signification juridique puisqu'il porte sur un simple élément d'information.

Anne-Marie MOULIN et Jean-Christophe CABOTTE – Banque de France – Direction des Services juridiques

¹⁵ À la date de la conversion.

¹⁶ Les professionnels parlent de méthode du « tableau d'amortissement », qu'il convient de distinguer du tableau prévu par l'article L. 311-11 du code de la consommation (cf. point 3 ci-dessous).

¹⁷ Les arrondis de chaque ligne se seraient cumulés actuariellement en « déformant » de manière plus significative le capital restant dû.

ANNEXES

Annexe 1 : les activités du Conseil national du crédit et du titre

Annexe 2 : composition du Conseil national du crédit et du titre

Annexe 3 : index

Annexe 1

LES ACTIVITÉS DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE EN 2001

1. Les activités propres du Conseil national du crédit et du titre

Le rapport du groupe *ad hoc* du Conseil national du crédit et du titre sur « les aspects financiers du vieillissement de la population » a été publié en mai 2001, à l'issue de deux ultimes réunions tenues au premier trimestre. Ce rapport souligne l'importance :

- de l'adaptation de l'offre des circuits de financement, de l'équilibrage des marchés d'actifs (logement, actions, obligations...) et du rôle des intermédiaires financiers ;
- des interactions financières avec le reste du monde : perspectives démographiques et économiques au plan mondial, leçons à tirer des expériences actuelles et passées ;
- de la diversification des placements constitués en vue de la retraite et de leur sécurisation face à différents risques : géopolitique, inflation, fluctuations des cours...

Le CNCT a organisé deux séances informelles les 13 février et 27 juin 2001, consacrées à des exposés du gouverneur de la Banque de France sur la politique monétaire dans la zone euro. Pour des raisons d'agenda, la séance plénière de présentation, d'une part, des rapports du CNCT, du Comité consultatif, du Comité de la réglementation bancaire et financière et du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, et, d'autre part, des activités en cours et à venir du CNCT, s'est tenue le 13 février 2002.

2. Les activités du Comité consultatif du CNCT

Les travaux du Comité consultatif ont été centrés sur six thèmes.

Le taux de l'usure

Les travaux engagés en 2000 sur l'application de la réglementation de l'usure aux crédits accordés aux entreprises ont été finalisés en 2001. Dans ce cadre, le Comité consultatif a recommandé que :

- le système nouveau soit simple et lisible et a, à cet égard, écarté la création de nouvelles catégories ciblées sur certaines entreprises comme, par exemple, les entreprises en démarrage, qui auraient échappé à la règle générale ;

- le coefficient multiplicateur actuel de 1,33 appliqué au coût moyen des crédits pour obtenir le taux de l'usure soit remplacé par une marge forfaitaire exprimée en points de pourcentage ;
- les établissements de crédit publient un taux d'effectif global (TEG) bis excluant les garanties de son assiette.

Le surendettement des ménages

Le Comité a rendu un avis relatif au surendettement des ménages qui a été transmis, en fin d'année 2001, au ministre chargé de l'Économie. Le Comité a proposé, à ce titre, que :

- un groupe de travail mette en place un baromètre précis du surendettement pour clarifier les incertitudes entourant le chiffrage du nombre de ménages surendettés ;
- un étalonnage des commissions départementales de surendettement soit réalisé afin de permettre à chacune d'entre elles de mieux se situer par rapport aux autres et de favoriser l'échange de bonnes pratiques ;
- l'enquête typologique menée par la Banque de France, au deuxième trimestre 2001, soit renouvelée tous les trois ans.

Il a également suggéré de préciser, par voie de circulaire ministérielle, l'usage des dispositions des recommandations extraordinaires concernant la durée des moratoires et la mise en œuvre des effacements de dettes, et de rappeler l'importance de la détermination des restes à vivre. Il a, enfin, souligné tout l'intérêt qui s'attache à l'amélioration de la prévention du surendettement.

L'admission aux procédures de surendettement des personnes physiques qui se sont portées cautions de dettes professionnelles

Conformément au mandat que lui avait confié le secrétaire d'État aux Petites et moyennes entreprises, au commerce, à l'artisanat et à la consommation, le Comité a fait des recommandations qui ont été incorporées dans le projet de loi relatif au développement de la petite entreprise et de l'artisanat. Ces recommandations portent sur l'extension des compétences des commissions départementales de surendettement aux personnes physiques, cautions de crédits professionnels, et sur l'obligation de proportionner les engagements des cautions aux moyens de ceux qui les accordent.

Les travaux du Comité sur ce sujet seront complétés en 2002 pour traiter le cas des membres des professions libérales qui ne bénéficient ni du dispositif de lutte contre le surendettement ni de celui de la liquidation.

Dispositif d'accès urgent aux sommes à caractère alimentaire figurant sur un compte saisi

Les discussions sur ce thème qui ont commencé à la fin de l'année 2001 se sont poursuivies en 2002. Elles ont débouché sur un projet de décret, présenté au ministre chargé de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et au garde des Sceaux, qui prévoit que toute personne saisie peut disposer, dans la limite de son solde bancaire créditeur, d'un montant au plus égal au revenu minimum d'insertion pour un allocataire. La demande doit être faite dans les quinze jours suivant la saisie et sur un seul compte bancaire.

L'enquête sur l'utilisation des moyens de paiement et l'accès au crédit des bénéficiaires de minima sociaux

L'enquête, réalisée par le CRÉDOC, a notamment fait ressortir que si les ménages pauvres bénéficiant de minima sociaux recourent moins que l'ensemble de la population aux produits et services offerts par le système bancaire, ils n'en sont pas pour autant exclus.

Le sondage réalisé par la SOFRES sur l'utilisation de l'Internet par les Français dans le domaine bancaire et dans la gestion de leur portefeuille d'actions

Le sondage a montré que, en mai 2001, date à laquelle il a été effectué, 1% seulement des Français âgés de quinze ans et plus étaient clients des banques virtuelles, 11% des personnes interrogées ont déclaré utiliser l'Internet pour gérer leur portefeuille et 7% pour effectuer des transactions boursières.

Annexe 2

COMPOSITION DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

AU 31 DÉCEMBRE 2001

Président : M. Laurent FABIUS ¹
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	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 Remplacé par M. Francis MER par décret du 7 mai 2002 (Journal officiel du 8 mai 2002).

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.	Henri PETITPAS ²	Président de la Chambre d'agriculture de Seine et Marne
M.	Francis LEMOR	Membre de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris

2) au titre des organisations professionnelles

M.	Jean CHÉRU	Confédération générale des petites et moyennes entreprises
M.	Jacques CREYSSEL	Directeur délégué du MEDEF
M.	Jean-Frédéric de LEUSSE ³	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 BERNIÈRES	Responsable du secteur consommation Confédération nationale des associations familiales catholiques (CNAFC)
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 7 novembre 2001 (Journal officiel du 15 novembre 2001) en remplacement de M. Marcel CAZALÉ.

³ Nommé par arrêté du 7 novembre 2001 (Journal officiel du 15 novembre 2001) en remplacement de M. Jean-Yves HOCHER.

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. Jean GARBOIS ⁴	Vice-Président Directeur général de la Banque Odier Bungere Courvoisier
M. Gilles GUITTON ⁵	Directeur général de l'Association française des banques (AFB)
M. Bernard MAUREL ⁶	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 Crédit agricole SA
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
----------------------	---

7) au titre des entreprises d'investissement

⁴ Nommé par arrêté du 22 mars 2001 (Journal officiel du 28 mars 2001) en remplacement de M. Bernard MAUREL.

⁵ Nommé par arrêté du 22 mars 2001 (Journal officiel du 28 mars 2001) en remplacement de M. Jean-Pierre LANDAU.

⁶ Nommé par arrêté du 22 mars 2001 (Journal officiel du 28 mars 2001) en remplacement de M. Michel FREYCHE.

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	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

PERSONNALITÉ ASSISTANT AUX SÉANCES SANS ÊTRE MEMBRE DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

Mme Sophie THÉVENOUX	Directeur du Budget et du Trésor Principauté de Monaco
----------------------	---

SECRÉTARIAT GÉNÉRAL DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE

M. Benoît JOLIVET	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

Annexe 3

INDEX

A

Abandons de créance : fiche thématique 3.f.
Actions : introduction du chapitre 1, 1.1.1., 1.2.2., 1.3.2., 2.2.1.1., 2.2.1.2., 2.2.2.1., 2.3.1.2., 2.3.2., 2.3.2.1., 2.3.2.2., 3.1., 3.1.1., 3.1.2., 3.3.2., 3.4., 3.4.1., 3.4.4., 4.1.1., 4.1.2., 4.1.3., Encadré l'Agence France Trésor, 4.2.1.1., 4.2.1.2., 4.2.2.1., 4.2.2.2., 4.3.1.2., 4.3.2.1., 4.3.2.2., 5.1., 5.2.3., 5.6.2., fiches thématiques 1.b., 1.c., 1.f., 2.b., 2.e., 2.f., 2.c., 3.a., 3.b., 3.c., 3.d., 3.h., 4.a., 4.b., 4.c., 4.e., 4.f.
Administrations publiques (voir aussi Déficit public, Dette publique, Finances publiques) : 1.1.1., 1.1.2., 1.1.3., 2.2.2.1., 3.3., 3.3.2., 4.2.1.2., fiches thématiques : 3.a., 3.b.
Agence France Trésor : 4.1.5., Encadré l'Agence France Trésor, chapitre 4.
Amérique latine (voir aussi Pays émergents) : 1.1.4., fiche thématique : 1.e.
Argentine : 1.1.4., 1.2.2., 1.3.1., 1.3.2., fiches thématiques : 1.d., 1.e.
Assurance : 1.1.1., 1.1.2., 2.1.2.1., 2.1.3., 2.2.1.1., 2.2.1.2., 3.1., 3.1.1., 3.1.2., 3.3.1., 3.3.2., 3.4.4., 4.1.2., 4.2.1.3., 4.3.1.2., 4.3.2.2., fiches thématiques : 1.d., 1.e., 2.e., 3.a., 3.b., 3.c., 3.d., 4.b., 4.c., 4.h.
Assurance vie : 4.1.1., 4.1.2.
Avis de prélèvement : 5.2.1.1.

B

Balance commerciale : 1.1.3., fiche thématique : 1.e.
Balance courante (voir Transactions courantes) : 1.2.1., fiche thématique : 1.e.
Balance des paiements de la France :

- compte de capital : introduction du chapitre 1, 2.3.1.1., 2.3.1.2., 3.1., 3.4.
- compte de transactions courantes : introduction du chapitre 1, 1.1.3., 2.3.1.1., 2.3.1.2., 2.3.2.1., 2.3.2.2.

Banque centrale européenne (BCE) (voir aussi Euro système, Système européen de banques centrales – SEBC) : 1.1.3., 1.2.3., 2.2., 2.3.1.2., 2.3.2., 5.1., fiches thématiques : 1.d., 5.c.
Banque de France : 2.1.2.3., 4.1.1., Encadré l'Agence France Trésor, chapitre 4, 5.1., 5.3., 5.5., 5.6.1., 5.6.2., fiches thématiques : 3.a., 3.b., 3.c., 3.f., 3.g., 3.h., 4.g., 5.a., 5.b., 5.c., 5.d., 5.e.
Banque des règlements internationaux (BRI) : 5.1., fiches thématiques : 1.a., 1.b., 1.c., 1.d., 4.h.
Banque mondiale : fiche thématique : 1.d.
Besoin de financement :

- des administrations publiques (voir aussi Déficit public) : 3.3.
- ménages : 3.1.
- entreprises non financières : 3.2.
- des sociétés : 2.2.2.1., fiche thématique : 4.e.

Billets : 3.1.1., 4.1.1., 4.1.4., 4.2.1.3., 5.2.3., 5.6.1., 5.6.2., fiches thématiques : 5.c., 5.d.
Billets de trésorerie : 4.1.1., 4.1.4., 4.2.1.3.

Blanchiment d'argent : Encadré la cellule FINATER, chapitre 5.

Bons à moyen terme négociables (BMTN) : 4.2.1.3.

Bons du Trésor :

- à taux fixe et intérêts annuels (BTAN) : 3.3.2.
- à taux fixe et intérêts précomptés (BTF) : 3.3.2., 4.2.1.3.

Bourse : de Paris (voir aussi Actions, CAC 40, Indices boursiers) 4.2.2.1., fiche thématique : 2.f.

C

CAC 40 : 1.2.2., 4.2.2.1., fiche thématique : 2.f.

Capacité de financement (voir aussi Besoin de financement) : introduction du chapitre 1, 2.3.1.1., 2.3.2.2., 3.1., 3.3.1., 3.3.2., 3.4., 4.1.1.

- ménages : 3.1.
- entreprises non financières : 3.2.
- administrations : 3.3.

Cartes bancaires (voir aussi Porte monnaie électronique) : 5.2.3.

Centres offshore : Encadré 2 chapitre 2, fiche thématique : 1.a.

Certificats de dépôt : 4.1.1., 4.2.1.3.

Change :

- dollar/euro : 1.2.1.
- dollar/yen : 1.2.1.

Chèques : 2.1.2.4., 3.3.2., 5.2.2., 5.2.6.

Circulation fiduciaire (voir aussi Billets) : 5.6.1.

Cleartnet : 5.4.

Codevi : fiche thématique : 3.e.

Comité national de l'euro : 5.6.2., fiches thématiques : 5.d., 5.e.

Commission bancaire (CB) : 5.1., fiche thématique : 3.g.

Commission des opérations de Bourse (COB) : 4.2.1.2., 5.1.

Compensation : 2.1.1.2., 2.1.2.3., 2.1.2.4., 5.1., 5.2.2., 5.2.5., 5.2.6., 5.4., fiches thématiques : 1.f., 2.a., 2.b.

Compte non financier : 4.1.1.

Comptes chèques postaux : 3.3.2.

Comptes financiers : introduction du chapitre 3

Conseils européens :

- de Lisbonne : fiche thématique : 2.a.
- de Feira : 2.1.3.

Consommation des ménages : 1.1.1., 1.1.2., 1.1.3., 3.3.1.

Contrat notionnel (voir aussi Produits dérivés) : fiches thématiques : 1.c., 4.h.

Contrôle bancaire : fiches thématiques : 1.d., 1.f.

Contrôle des changes : 1.1.4.

Convergence :

- économique : 2.1.4.
- financière : 2.1., 2.1.3.

Coopération internationale : Encadré l'Agence France Trésor, chapitre 4.

Cours :

- de change : fiche thématique : 4.h.
- des actions : 1.2.2.

Créances douteuses : 1.1.2., 1.2.2., fiches thématiques : 1.d., 2.e., 4.f.

Crédit :

- à l'habitat : 4.1.1.
- immobilier : fiche thématique : 3.f.
- à la consommation : fiche thématique : 2.g.

D

Déficit des administrations publiques : 3.3.

Dépôts à terme : 3.1.

Dépôts à vue : 3.1., fiche thématique 3.e.

Dette publique (voir aussi Besoin de financement des administrations publiques, déficit public, finances publiques) : 3.3.

- de la France : introduction du chapitre 3, 3.3.1., 3.3.2.
- de la zone euro (voir aussi Convergence) : 1.1.3., 1.2.1., 3.3.2.
- gestion de la dette publique : 3.3.2.

E

Économies émergentes (voir aussi Amérique latine, Asie, Pays émergents) : 1.3.1.

Émissions : 1.1.1., 2.2.2.1., 3.3.2., 4.1.1., 4.1.4., 4.2.1.1., 4.2.1.2., 4.2.1.3., 4.2.2.2., fiche thématique : 3.b.

Emploi : 1.1.2., 3.1., 3.1.1., 3.1.2., 3.3.1.

Endettement :

- des ménages : introduction du chapitre 1, 1.1.1., 2.2.2.1., 3.1.2., fiches thématiques 3.c., 3.f.
- des entreprises : 3.2.
- de la zone euro : 3.3.

Entreprises :

- d'investissement : 2.1.2., 2.1.2.2., 2.1.2.4., fiches thématiques : 1.f., 2.g., 3.b.

Eonia (Euro overnight index average) : 2.1.1.1., 3.1.1., fiche thématique : 5.e.

Épargne : introduction du chapitre 3.

- contractuelle : 3.1.1., 3.1.2., 4.1.1.
- financière : 3.1., fiche thématique : 3.d.
- logement : 3.1.1., 3.1.2., 4.1.1., fiche thématique : 3.c.
- publique : 1.1.1.
- salariale : fiche thématique : 3.d.

Établissements de crédit (voir aussi Institutions financières monétaires-IFM) : fiches thématiques : 4.c., 4.h.

États-Unis : introduction du chapitre 1, 1.1.1., 1.1.3., 1.1.4., 1.2.1., 1.2.2., 1.2.3., 1.3.2., 2.1.3., 2.3.1., 2.3.2., 2.3.2.1., 2.3.2.2., 4.2.2.2., 5.2.2., fiches thématiques : 1.a., 1.c., 1.d., 1.e., 2.d., 4.e.

Euribor (Euro interbank offered rate) : fiches thématiques : 3.e., 5.e.

Euro :

- fiduciaire : introduction chapitre 2, 3.1.1., 5.6., 5.6.1., 5.6.2., fiche thématique : 3.e.
- scriptural : fiche thématique : 5.e.
- Eurofi : fiche thématique 2.d.

Eurogroupe : fiche thématique : 1.d.

Euro medium term notes (EMTN) : 3.4.2., 4.2.1.3.

Euronext : 2.1.1.2., 4.2.2.1., 5.1., 5.4., fiches thématiques : 2.b., 2.f., 3.b., 3.e., 4.e.

Euro système : (voir aussi Banque centrale européenne - BCE, Système de banques centrales européennes - SEBC).

ETF (Exchange traded funds) : fiches thématiques : 2.b., 4.c.

F

Fichier bancaire des entreprises (FIBEN) : fiches thématiques : 3.b., 4.g.

Financement de l'économie (les circuits) : 4.1.2., Encadré l'Agence France Trésor, chapitre 4, fiches thématiques : 3.g., 4.c.

Financement de l'État : 3.3.1., 3.3.2.

Finances publiques (voir aussi Besoin de financement des administrations publiques, Déficit public, Dette publique) :

- de la France : 3.3.1., Encadré l'Agence France Trésor chapitre 4
- de la zone euro (voir aussi Convergence) : 1.1.3.

Finater : Encadré la cellule FINATER, chapitre 5.

Fiscalité : 1.1.3., 2.1.3., fiches thématiques : 2.a., 4.a.

Flottant (la notion de ...) : fiche thématique 2.f.

Fonds commun de créances (FCC) : 4.1.4.

Fonds commun de placements (FCP) : 2.1.1.2., fiches thématiques : 3.c., 3.d.

Fonds monétaire international (FMI) : introduction du chapitre 1, 1.1.4., 1.2.1., 1.3.1., 1.3.2., 2.3.2., fiches thématiques : 1.d., 2.d., 3.a., 3.b.

Fonds de pension : 2.1.3., 2.2.1.1., 2.2.1.2., 4.1.2., fiches thématiques : 4.e., 4.h.

Fonds propres : 2.1.2.1., 2.1.4., 4.2.1.2., fiches thématiques : 1.b., 1.f., 2.b., 3.b., 3.d., 4.f., 4.g.

Formation brute de capital fixe (FBCF) :

- des entreprises : 3.1., 3.1.2.
- des ménages : 3.1., 3.1.2.

Forum de stabilité financière : fiches thématiques : 1.a., 1.d., 4.f.

Fusions et acquisitions transfrontières : fiche thématique : 1.c.

G

Grèce : 2.1.3., fiches thématiques : 1.c., 2.e., 5.d.

I

Images-chèques : 5.2.2., 5.2.6.

Indices boursiers : 1.2.2., 4.2.2.1., fiches thématiques : 1.b., 2.f., 4.e.

Inflation de la France (voir aussi indice des prix à la consommation) : 1.1.2.

Institutions financières monétaires (IFM) (voir aussi Établissements de crédit) : introduction du chapitre 1, 2.3.2.1., 2.3.2.1., 2.3.2.2., 4.1.1., fiches thématiques : 2.e., 3.a.

Intérêts reçus : 3.2.

Intérêts versés : 3.2.

Intermédiaires financiers : 4.1., 4.3.1.2., 4.3.1.2., 4.3.2.2., fiches thématiques : 2.b., 4.c.

Intermédiation financière : 4.1.1., 4.3., 4.3.2.1., fiche thématique : 4.c.

Internet : 2.1.4., 5.2.3., fiches thématiques : 2.b., 3.c., 4.h., 5.b.

Investissements de portefeuille :

- États-unis : introduction du chapitre 1
- Japon : introduction du chapitre 1
- Zone euro : introduction du chapitre 1

Investissements directs :

- aux États-Unis : introduction du chapitre 1
- Japon : introduction du chapitre 1
- Zone euro : introduction du chapitre 1

J

Japon : introduction du chapitre 1, 1.1.2., 1.1.4., 1.2.1.,
fiches thématiques : 1.a, 1.c, 1.d, 1.e, 2.f.

L

Lamfalussy : 2.1.2.1., 5.1., fiche thématique : 2.a.

Liquidité bancaire (voir aussi Secteur bancaire et
financier) : 1.3.1., 2.1.2.1., fiche thématique : 3.h.

Livrets d'épargne (A, bleus, jeunes, logement,
populaires) : 4.1.1., fiches thématiques : 3.c., 3.e.

Loi de Finances (voir aussi Finances publiques) :
introduction du chapitre 1, 1.1.2., 1.1.3., 3.3.1., Encadré
l'Agence France Trésor, chapitre 4, 4.1., fiche
thématique : 4.i.

M

M1 : 5.6.1., fiche thématique : 3.e.

M3 : 2.2.1.2., fiche thématique : 3.e.

Marché interbancaire (voir aussi liquidité bancaire) :
1.3.1., 2.1.2.1., fiche thématique : 3.h.

Marché monétaire : introduction du chapitre 1, 2.1.1.1.,
2.3.1.2., 4.3.1.1., 4.3.1.2., 4.3.2.1, 4.3.2.2., fiches
thématiques : 2.e., 3.a.

Marché obligataire (voir aussi Obligations) :

- dans la zone euro : 2.1.1.2., 4.2.1.2.
- en France : Encadré l'Agence France Trésor chapitre
4, 4.1.

Marché des titres de créances négociables :
(voir aussi Titres de créances négociables – TCN) :
2.1.1.2., 3.4.2., 4.1.1., 4.2.1.3., 3.1., 3.1.1., 3.4.

Marchés de produits dérivés (voir aussi Produits dérivés) :
2.1.1.2., 4.2.2.1., 5.1., fiches thématiques : 1.c., 2.b.,
4.e., 4.h.

Marchés de taux : 1.2.3., Encadré l'Agence France Trésor
chapitre 4, fiches thématiques : 1.c., 4.h.

Marchés réglementés (voir aussi Bourse de Paris,
MATIF) : 5.5.

Masse monétaire (voir M1, M3) : 1.1.2.

Monnaie électronique (voir aussi Porte-monnaie
électronique) : 5.2.4., fiche thématique : 5.b

Monnaie fiduciaire : 2.2.1.2., 3.1., 3.1.2., 5.1., 5.2.1.1.,
5.6., 5.6.1., fiche thématique : 3.h.

Monnaie unique : 1.2.1., 2.1.3., 2.1.4., 4.2.1.1., 5.4., fiches
thématiques : 2.a., 5.a.

Monti (paquet) : 2.1.3.

Moyens de paiement (voir aussi Billets, Cartes bancaires,
Chèques, Monnaie fiduciaire, Monnaie électronique,
Porte-monnaie électronique, Titre interbancaire de
paiement, Virements) : 2.1.2.3., 5.1., 5.2.1.1., 5.2.2.,
5.2.5., 5.2.6., fiche thématique : 5.b.

N

Nouveau marché : 1.2.2., 4.2.2.1.

Nouvelle économie : 1.2.2.

O

Obligations (voir aussi Marché obligataire) : introduction
du chapitre 1, 1.1.2., 1.3.2., 2.1.3., 2.3.1.2., 2.3.2., 3.1.,
3.1.1., 3.1.2., 3.4., 3.4.2., 3.4.4., 4.1.1., 4.1.2.3., 4.1.3.,
4.2.1.2., 4.2.2.2., 4.3.1.2., 4.3.2.1., 4.3.2.2., fiches
thématiques : 2.b., 2.c., 2.e., 3.a., 3.c., 3.d., 3.h., 4.a.,
4.b., 4.e., 4.h., 5.b.

Obligations assimilables du Trésor (OAT) : 1.2.3., 3.3.2.,
Encadré l'Agence France Trésor chapitre 4, 4.2.1.2.,
4.2.2.2.

Obligations convertibles : 4.2.1.2.

Obligations foncières (voir aussi Société de crédit
foncier) : 4.2.1.2.

Opérations de change : 5.3.

Organismes de placement collectif en valeurs mobilières
(OPCVM) : 2.1.1.2., 2.2.1.1., 2.2.1.2., 3.1., 3.1.1., 3.1.2.
3.3.2., 3.4.4., 4.1.1., 4.1.2., 4.1.3., 4.2.1.1., 4.2.1.3.,
4.3.1.2., 4.3.2.2., fiches thématiques : 3.a., 3.b., 3.c.,
3.d., 3.e., 3.h., 4.b., 4.c.

Organismes divers d'administration centrale (ODAC) :
3.3.1., 3.3.2., fiche thématique : 3.a.

P

Paielements de masse (voir aussi Avis de prélèvement,
cartes bancaires, Chèques, Système interbancaire de
télécompensation - SIT, Titres interbancaires de
paiement - TIP) : 5.2.6.

PASF (Plan d'action pour les services financiers) : 2.1.2.,
2.1.2.1., fiche thématique : 2.a.

Patrimoine des ménages : fiches thématiques : 3.b., 3.c.

Pays émergents (voir aussi Amérique latine, Asie) : 1.1.4.,
1.2.2., 1.3.2., fiches thématiques : 1.a., 1.d., 1.e.

PECO (pays d'Europe centrale et orientale, candidats à
l'Union européenne) : fiche thématique : 2.e.

Petites et moyennes entreprises (PME) : 2.1.4., 5.2.4.,
fiches thématiques : 2.e., 3.d., 3.e., 3.g.

Place financière de Paris : 4.2.1.2., fiches thématiques :
1.c., 2.c., 2.d.

Placement des ménages : 3.1.1.

Placement des sociétés : 3.2.

Plan d'épargne :

- en actions (PEA) : 4.2.1.3., fiche thématique : 3.c.
- interentreprises (PEI) : fiche thématique 3.d.
- logement (PEL) : 3.1.1., fiche thématique : 3.e.
- populaire (PEP) : 3.1.1., 3.1.2.

Fiche thématique 3.d.

PNS (Paris net settlement) : 5.3.

Politique monétaire : 1.1.2., 1.1.3., 1.2.1., 1.2.2., 1.2.3.,
5.6.2., fiche thématique : 4.g.

Porte-monnaie électronique (voir aussi Monnaie
électronique) : 5.2.4., fiche thématique : 5.b.

Prélèvements obligatoires : 3.3.1.

Price earning ratio (PER) : fiche thématique : 3.b.

Prime de risque : fiche thématique : 3.b.

Privatisations : 1.3.1., fiches thématiques : 2.e., 4.a.

Prix des actifs : 1.1.1., fiches thématiques : 3.g., 4.e.

Produits dérivés : 2.1.1.2., 4.2.2.1., 5.1., fiches
thématiques : 1.c., 2.b., 4.e., 4.h.

Produit intérieur brut (PIB) : introduction du chapitre 1,
1.1.1., 1.1.2., 1.1.3., 2.3.1.1., 2.3.2.1., 3.3.1., 3.3.2.,
fiches thématiques : 1.e., 2.d., 2.e.

Provisions techniques : 4.1.2., fiche thématique : 4.b.

R

Régime de change : 1.3.1.

Règlement-livraison de titres (Relit) : fiche thématique :
4.a.

Régulation financière internationale : 1.3.1.

Relit grande vitesse (RGV) : 5.5., fiche thématique : 4.a.

Rentabilité :

- des entreprises : fiches thématiques : 2.e., 3.b.
- des établissements de crédit : 2.1.4., fiche
thématique : 3.b.

Réserves de change : introduction du chapitre 1, 2.3.1.2.,
fiche thématique : 1.e.

Réserves techniques d'assurance : 3.1, 4.1.2.

Restructuration du secteur bancaire :

- au Japon : fiche thématique : 1.b.
- en Turquie : 1.3.1.

Revenus de propriété : 3.2.

Risques : 1.1.3., 1.2.3., 1.3.2., 2.1.2.4., Encadré 2 chapitre 2, Encadré l'Agence France Trésor chapitre 4, 5.2.3., 5.2.6., 5.4., fiches thématiques : 1.e., 1.f., 2.a., 2.e., 3.g., 4.b., 4.d., 4.e., 4.h., 5.b., 5.c.

S

Secteur bancaire et financier (voir établissements de crédit, institutions financières monétaires) : 1.3.1., 2.1.2.1., fiche thématique : 3.h.

Services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM) : 4.1.1.

Sicovam : 5.5.

Spreads : 1.3.1.

Surendettement : 1.3.1., 1.3.2., fiche thématique : 3.f.

Système européen de banques centrales (SEBC) : (voir aussi Banque centrale européenne – BCE, Eurosysteme) 5.1..

Système interbancaire de compensation (SIT) (voir aussi paiements de masse) : 5.2.1.1., 5.2.2., 5.2.6.

Swaps : 1.2.3., 2.1.1.1., 3.3.2., Encadré l'Agence France Trésor chapitre 4, fiches thématiques : 1.c., 2.e., 4.h.

T

Target : 5.3.

Taux de change effectif : 1.1.2., 1.1.3., 1.2.1., fiche thématique : 1.e.

Taux d'épargne :

- des entreprises : 3.2.
- des ménages : 1.1.1., 3.1., fiche thématique : 3.d.

Taux d'intérêt : introduction du chapitre 1, 1.1.2., 1.2.1., 1.2.3., 1.3.1., 2.1.1.1., 3.3.2., 3.4.2., fiches thématiques : 1.c., 1.e., 2.c., 2.d., 3.b., 3.e., 3.f., 3.g.

Taux d'intermédiation financière : 4.3, 4.3.1.1., 4.3.2.1., fiche thématique : 4.c.

Télécommunications : 1.1.2., 1.2.2., 4.2.2.2., fiches thématiques : 2.b., 2.e., 4.f.

Titre interbancaire de paiement (TIP) : 5.2.1.1.

Titres de créances négociables (TCN) : 2.1.1.2., 3.1., 3.1.1., 3.1.2., 3.4., 3.4.2., 3.4.4., 4.2.1.3., fiche thématique : 3.a.

Titrisation : (voir aussi Fonds commun de créances) 4.1.4., 4.2.1.3., fiches thématiques : 1.b., 1.f., 2.e., 4.c., 4.f., 4.h.

Transactions courantes :

- des États-Unis : introduction du chapitre 1, 1.1.4., fiche thématique : 1.e.
- de la France : 1.1.4., 3.4., fiche thématique : 5.a.
- de la zone euro : 1.1.4., 2.3.1.1., 2.3.1.2., 2.3.2.2.
- du Japon : 1.1.4.

Transactions de change : fiche thématique : 1.c.

Transferts Banque de France (TBF) : 5.3.

Trésor public : fiches thématiques : 4.c., 5.c., 5.d.

Turquie : 1.1.4., 1.3.1., fiche thématique : 1.d.

U

Union monétaire : 2.1.3., 2.3.1.2., 3.4.1., fiche thématique : 5.a.

Usure : fiche thématique : 3.h.

V

Valeurs technologiques : 1.2.2.

Virements : 5.2.1.1., 5.2.5., 5.3.

Volatilité : 1.2.2., 1.3.1., 2.1.1.1., 3.1.1., fiches thématiques : 1.e., 1.f., 3.b., 3.g., 4.f., 4.h.

Y

Yen : introduction du chapitre 1, 1.1.2., 1.2.1., 5.3., fiches thématiques : 1.c., 1.e.

Z

Zone euro : introduction du chapitre 1, 1.1.3., 1.1.4., 1.2.1., 1.2.3., 2.1.1., 2.1.1.2., 2.1.3., 2.1.4., Encadré 1 chapitre 2, 2.2., 2.2.1.1., 2.2.2., 2.3., 2.3.1.1., 2.3.1.2., 2.3.2., 2.3.2.1., 2.3.2.2., 3.3.2., 3.4.1., Encadré l'Agence France Trésor chapitre 4, 4.2.1.3., 4.2.2.2., 5.1., 5.4., 5.6.1., fiches thématiques : 1.c., 1.d., 1.e., 2.b., 2.e., 2.f., 3.e., 4.e., 5.a..

PUBLICATIONS DU CONSEIL NATIONAL DU CRÉDIT ET DU TITRE DIFFUSÉES PAR LA BANQUE DE FRANCE EN 2001 (Tarif applicable au 1 ^{er} janvier 2002)		Périodicité (a)	Prix HT en euros	Taux de TVA (b)	Prix TTC en euros
Rapport du Conseil national du crédit et du titre (Exercice 2001)		A	Gratuit		Gratuit
Rapport du Comité consultatif (Exercice 2001-2002) – À paraître : 4 ^{ème} trimestre 2002		A	Gratuit		Gratuit
<u>Rapports des groupes de travail du Conseil national du crédit et du titre :</u>					
1. Instruments d'épargne (1986)			5,78	5,50	6,10
2. Aspects juridiques des nouveaux moyens de paiement (1986)			7,22	5,50	7,62
3. Financement du développement régional (1986)			7,22	5,50	7,62
4. Incidence des technologies nouvelles sur l'activité des intermédiaires financiers (1987)			14,45	5,50	15,24
5. Aspects européens et internationaux des cartes de paiement (1988)			14,45	5,50	15,24
6. Cartes à microcircuit, télétransactions et nouveaux services (1988)			7,22	5,50	7,62
7. Coût du crédit aux entreprises selon leur taille (1988)			14,45	5,50	15,24
8. Fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen (1988)			14,45	5,50	15,24
9. Modernisation et gestion sociale des établissements de crédit (1989)			14,45	5,50	15,24
10. Désinflation, épargne et endettement (1990)			14,45	5,50	15,24
11. Mesure de la productivité dans les établissements de crédit (1990)			14,45	5,50	15,24
12. Allocation des flux d'épargne (octobre 1991)			7,22	5,50	7,62
13. Évaluation technologique du système financier français (novembre 1991)			28,90	5,50	30,49
15. Le financement de la très petite entreprise (novembre 1992)			17,34	5,50	18,29
16. Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit (janvier 1993)			14,45	5,50	15,24
17. Les garanties et le crédit aux entreprises (septembre 1993)			17,34	5,50	18,29
18. Épargne stable et financement de l'investissement (mars 1994)			17,34	5,50	18,29
19. Risque de crédit (septembre 1995)			17,34	5,50	18,29
20. EDI financier et paiements (septembre 1995)			28,90	5,50	30,49
22. Bilan et perspectives des moyens de paiement en France (février 1996)			21,68	5,50	22,87
24. Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres et annexes (mai 1997)			54,19	5,50	57,17
25. Banque électronique (août 1997)			36,13	5,50	38,11
26. Le financement de l'entreprise (janvier 1999)			36,13	5,50	38,11
29. Les aspects financiers du vieillissement de la population (mars 2001)			36,13	5,50	38,11
<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	5,50	22,87
<u>Rapports des groupes de travail du Comité consultatif :</u>					
1. Endettement et surendettement des ménages (1989)			14,45	5,50	15,24
2. Nouveaux travaux sur les cartes de paiement (1990)			14,45	5,50	15,24
3. Aspects juridiques de la banque à domicile et du télépaiement (décembre 1991)			14,45	5,50	15,24
4. La réforme de la législation sur l'usure : un premier bilan (décembre 1992)			14,45	5,50	15,24
<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	5,50	7,62
21. Les organisations interbancaires en Europe (novembre 1995)			36,13	5,50	38,11
23. Banques et non-banques dans la chaîne de valeur ajoutée du paiement (décembre 1996)			21,68	5,50	22,87
28. Enquête sur les personnes interdites de chèquiers (juin 1999)			14,45	5,50	15,24
30. L'utilisation des moyens de paiement et l'accès au crédit des bénéficiaires de minima sociaux (juin 2001)			21,68	5,50	22,87

Commandes		Consultation et vente au numéro
Mode de règlement	Commandes par correspondance	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
chèque bancaire ou postal à l'ordre de : « Banque de France – Publications »	BANQUE DE FRANCE 07-1050 Relations avec le public 75049 Paris Cedex 01	
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

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