Chapitre I

Les définitions empiriques de la monnaie en France et en Europe

Qu'est-ce que la monnaie ? Cette question par laquelle il faut bien commencer, n'admet pas de réponse simple, acceptée par l'ensemble des économistes, ni sous l'angle empirique, ni sous l'angle théorique. Paradoxe des sociétés marchandes : la monnaie est de plus en plus présente dans tous les instants de la vie quotidienne des agents économiques et, parallèlement, ses formes sont de plus en plus complexes et multiples. La monnaie est l'un des concepts les plus difficiles à définir de la théorie économique.

D'où le choix de rejeter au dernier chapitre ce qui forme habituellement la matière du premier chapitre d'un cours sur la monnaie, l'examen critique et rigoureux des différentes définitions théoriques qui ont été proposées de la monnaie par les différents auteurs. Elles supposent en effet, pour être comprises, la connaissance préalable des mécanismes par lesquels la monnaie est créée et détruite et des déterminants des comportements de détention de monnaie des agents économiques : c'est-à-dire des institutions monétaires et financières qui forment l'objet de ce cours.

Et la conséquence de ce choix : commencer par le recensement des formes actuelles de ce qui est considéré par les autorités monétaires comme de la monnaie ou de la quasi monnaie et la présentation des définitions empiriques qu'elles utilisent pour le besoin de la politique monétaire, de la monnaie appelées les « agrégats monétaires ».

Mais cette démarche délibérément empirique exige malgré tout quelques définitions générales préalables provisoires permettant simplement de l'amorcer.

I. Définition provisoire de la monnaie et de la monnaie de crédit

1.1 La monnaie

Depuis Aristote, la monnaie est définie par les trois fonctions qu'elle est supposée exercer : la monnaie comme intermédiaire des échanges, la monnaie comme réserve de valeurs et, enfin, la monnaie comme unité de compte. Le fait qu'elle soit définie par trois fonctions et non une seule indique déjà l'existence d'une difficulté conceptuelle.

1.1.1 La monnaie intermédiaire des échanges

En tant qu'intermédiaire des échanges, la monnaie est un instrument qui permet d'échanger deux biens, en évitant les contraintes du troc.

Dans le troc, deux biens M et M' s'échangent directement l'un contre l'autre :

$$M \rightleftarrows M'$$

Dans l'échange monétaire, deux biens, M et M' s'échangent par l'intermédiaire d'un instrument spécifique, la monnaie :

$$M \rightarrow A \rightarrow M'$$

L'agent qui détient le bien M et souhaite l'échanger contre M' , le cède d'abord contre de la monnaie A :

$$M \rightleftarrows A$$

puis cède de la monnaie A contre M' :

$$A \rightleftarrows M'$$

Cette définition simple suggère le bénéfice qu'une société peut tirer de la circulation de la monnaie, lorsqu'il existe une division du travail développée, c'est-à-dire lorsque les producteurs sont spécialisés dans la production de certains biens, en sorte qu'ils sont tenus de vendre ce qu'ils produisent pour acheter ce qu'ils consomment.

Ce bénéfice consiste à surmonter la contrainte de la double coïncidence exacte des besoins du vendeur et de l'acheteur en qualité et en quantité, sur un même lieu, contrainte propre au troc.

Ainsi, dans une économie de consommation (sans production avec des dotations initiales) telle qu'elle est définie par la théorie microéconomique, un agent i souhaitant diminuer ses dotations en biens k d'une quantité $d_i(k)$ contre une augmentation de sa dotation en bien l d'une quantité $d_i(l)$ doit trouver un agent j souhaitant réaliser l'opération symétrique consistant à augmenter sa dotation en biens k d'une quantité $d_j(k)$ pour diminuer sa dotation en bien l d'une quantité $d_j(l)$, tels que :

$$d_i(k) = -d_j(k)$$

$$d_i(l) = -d_j(l)$$

L'exemple célèbre de K. J. Arrow et F. H. Hahn illustre bien les contraintes de la double coïncidence en montrant que dans une économie de troc, des échanges souhaités par les agents peuvent ne pas se réaliser faute d'intermédiaire des échanges, c'est-à-dire de monnaie.

Pour le comprendre, imaginons une économie composée de trois agents : A , B et C et trois types de biens d'égale valeur : 1, 2 et 3. A détient des quantités de biens 1 et 2 mais ne souhaite pas détenir de biens 3. B détient des quantités de biens 2 et 3 mais ne souhaite pas détenir de biens 1 et C détient des quantités de 3 et de 1 mais ne souhaite pas détenir de biens 2. Aucun échange direct n'est possible s'il n'existe pas de monnaie. Par exemple, si A et B veulent échanger entre eux du bien 2 (A veut en vendre à B), ils ne peuvent le faire, faute d'un autre bien à échanger : A ne veut pas de 3 et B ne désire pas de 1. Les échanges ne deviennent possibles que si un bien est utilisé comme intermédiaire (A accepte que B le paye en bien 3 non pas pour en détenir mais pour l'échanger avec C contre du bien 1).

Agents \ Biens	A	B	C
1	X		X
2	X	X	
3		X	X

L'instrument qui a, historiquement, le plus souvent servi d'instrument des échanges (A) est une marchandise particulière choisie spécifiquement pour cette fonction, élue au rôle d'« équivalent général » de toutes les autres marchandises. Ce processus d'élection est socialement complexe et il a porté sur des marchandises très diverses.

Dans les sociétés développées, ce sont l'or et l'argent qui ont le plus souvent exercé le rôle d'intermédiaire des échanges, parce qu'ils présentaient au plus haut point les caractères d'immuabilité, de transportabilité et d'identifiabilité qui constituent les qualités attribuées aux monnaies préférées par toute société.

1.1.2 La monnaie réserve de valeur

1.1.2.1 La monnaie comme réserve de valeur

Le modèle précédent de la monnaie comme intermédiaire des échanges fait apparaître que les deux moments de l'échange ($M \rightarrow A$ et $A \rightarrow M$) ne sont pas simultanés et que pendant le temps qui les sépare, la monnaie exerce une fonction de « réserve de valeur ».

La fonction d'intermédiaire des échanges est donc inséparable de celle de réserve de valeur, à cause de la non-synchronisation de l'achat et la vente. L'exercice de cette fonction peut être étendu à d'autres cas.

D'une manière générale, la monnaie exerce une fonction de réserve de valeur pour deux raisons : la non-synchronisation entre les recettes et les dépenses d'une part et l'incertitude sur les réserves futures d'autre part. Elles constituent deux motifs de « demande de monnaie ».

Mais la monnaie n'est pas le seul moyen dont disposent les agents économiques pour conserver de la valeur, c'est-à-dire détenir de la richesse.

1.1.2.2 Les formes de la richesse

La richesse peut être détenue sous plusieurs formes. On distingue :

- la *richesse non financière*, qui est constituée des biens matériels (or, maison, bijou, usine...) et immatériels (comme, par exemple, un fonds de commerce, une qualification) ;

- *la richesse financière*, qui est constituée des titres qui peuvent s'échanger directement contre des biens matériels ou qui, en général, doivent d'abord se transformer en monnaie pour s'échanger contre des biens matériels :
 - les premiers sont des titres monétaires, ou les actifs monétaires ;
 - les seconds sont les titres financiers, ou les actifs financiers.

Les actifs financiers se divisent en deux grandes catégories : les obligations et les actions.

- *Les obligations* représentent une créance en général à long terme sur un agent économique, État, entreprise, banque, en monnaie nationale ou en devise.
 - Le coupon d'une obligation est le montant de l'intérêt qui est annuellement (en général) payé au détenteur de l'obligation par le créancier.
 - Le « nominal » est le montant de chaque obligation, à l'émission.
 - Une obligation présente cette particularité de n'être pas toujours échangée au nominal. Le prix de cession dépend du taux d'intérêt courant.
- On établira que l'évolution du prix de marché d'une obligation est inverse de celle du taux d'intérêt des obligations.
- Par exemple, une obligation de 100 F émise à l'année n au taux d'intérêt de 10 % pourra être revendue sur le marché obligataire à l'année $n + 1$ à un prix supérieur à 100 F si le taux d'intérêt est devenu inférieur à 10 %, et à un prix inférieur à 100 F si le taux d'intérêt est devenu supérieur à 10 %.
- *Les actions* sont des parts de propriétés sur des actifs réels, en général des entreprises.
 - Elles s'échangent en bourse à des valeurs fluctuant selon l'évaluation que les marchés font de la valeur de l'entreprise. Si entre deux dates cette valeur a augmenté, le détenteur de l'action bénéficie d'une plus-value, si elle a diminué, le détenteur de l'action enregistre une moins-value.
 - Elles donnent droit à un dividende annuel, la part du bénéfice qui est distribué.
 - Leur rendement est la somme du dividende et de la plus ou moins-value sur la valeur de l'action.
 - Elles ne sont pas remboursables.

Dans cette classification de la richesse, il apparaît que la monnaie est un actif sans risque, par opposition à l'obligation dont la valeur varie avec le taux d'intérêt et à l'action dont la valeur varie avec l'estimation par le marché de la valeur de l'entreprise qu'elle représente.

La monnaie est toujours cédée à sa valeur faciale, contrairement à l'obligation et à l'action.

C'est à cause de cette propriété appelée « liquidité » – dont on essaiera de donner une définition plus précise ultérieurement – que les agents utilisent la monnaie comme réserve de valeur, parce qu'elle n'expose pas à des pertes en capital, malgré le fait qu'elle ne rapporte ni intérêt, ni dividende.

1.1.3 La monnaie comme étalon de valeur et comme unité de compte

Sans monnaie, dans une économie marchande, il y a autant de prix que de paires de biens, de types d'échanges entre deux biens. S'il y a n biens, il y a $n(n-1)/2$ prix relatifs. Pour opérer ses arbitrages dans un système de troc, chaque consommateur doit avoir en tête tous ces prix.

Si un de ces biens est utilisé comme étalon des valeurs, le système des prix est profondément simplifié. Il suffit alors de connaître les $n-1$ expressions de la valeur des autres biens dans le bien choisi comme monnaie pour connaître l'ensemble des rapports de valeurs des n biens.

La valeur de la monnaie peut être repérée par une mesure de la quantité physique de la monnaie, par exemple son poids. Le prix d'un bien i sera alors $q_i(M)$ si M est le bien utilisé comme monnaie, où q est la quantité de monnaie M qui s'échange contre une unité de bien i .

Si, par exemple, la monnaie est l'or, le prix de chaque chose peut être exprimé en once d'or, unité de poids d'or d'une teneur donnée (exprimée en carat). L'unité de compte est alors l'once d'or : on dira que le prix d'une chose est tant d'onces d'or.

Les systèmes monétaires se sont rarement arrêtés à ce stade. L'étalon s'est progressivement détaché – en quelque sorte – de sa forme matérielle (le poids) pour prendre la forme complètement immatérielle d'une unité de compte abstraite. En France, ce fut la livre tournois (dont le nom venait de Tours, la ville où était installé l'atelier monétaire), puis le franc.

Dans ces systèmes développés, les prix ne sont plus exprimés en quantité de la marchandise monnaie mais en unité abstraite et arbitraire. Cette déconnexion est difficilement explicable par la théorie fonctionnaliste.

On passe donc du système $p_i = q_i(M)$

au système $\begin{cases} p_i = P_i \cdot UC \\ 1 \cdot UC = q_{UC}(M) \end{cases}$

où UC est l'unité de compte, P_i la quantité d'unité de compte formant le prix et q_{UC} l'expression en quantité de monnaie de l'unité de compte.

Sous l'ancien régime, la livre tournois était la monnaie de compte. Des pièces de multiples origines (écus, sols, deniers, etc.) permettaient de régler les transactions. Elles s'échangeaient à des cours qui dépendaient de leur poids, de leur usure et de la crédibilité de l'autorité qui les frappait.

L'intervention d'une monnaie de compte arbitraire au-dessus de la monnaie de compte physique autorise la manipulation monétaire, c'est-à-dire par la modification de l'expression de l'unité de compte en quantité de monnaie physique, la modification sinon des prix relatifs des marchandises, du moins de la valeur réelle des dettes.

Ainsi, par exemple, dès le milieu du XVI^e siècle, des textes (compendieux) circulaient en faveur de la suppression de l'unité de compte « intermédiaire », ce qui fut fait par les États généraux de 1575. Ces textes plaidaient pour qu'on revienne à ce qu'était la « monnaie d'autrefois », lorsque les princes n'avaient pas encore imprimé leur effigie ni leur sceau sur les fragments métalliques ; à ce moment-là : « ni le cuivre, ni l'or, ni l'argent n'étaient monnayés, mais seulement estimés d'après leur poids ».

1.2 La monnaie de crédit

On comprend aisément qu'une marchandise – l'or, l'argent ou tout autre objet de valeur – puisse assumer les fonctions théoriques par lesquelles on définit comme ci-dessus la monnaie.

Mais dans les sociétés développées d'aujourd'hui, au terme d'un long processus de démonétisation de l'or ou de dématérialisation de la monnaie, la monnaie marchandise a été expulsée de la sphère des échanges. À la place, les agents économiques utilisent des chèques, des cartes bleues (nous montrerons plus généralement qu'il s'agit de dépôts à vue), des billets de la Banque de France (bientôt de la Banque centrale européenne), des pièces de monnaie.

Comment cette métamorphose de la monnaie de la forme marchandise à la forme dématérialisée est-elle possible ? Pour le montrer, pour en suggérer les conditions de possibilité, nous utiliserons une démarche logique (hypothético-déductive) n'ayant naturellement aucune ambition historique, c'est-à-dire ne prétendant pas rendre compte du processus réel par lequel cette métamorphose s'est opérée. Cette présentation introduira à la création monétaire par les banques, soit à partir d'une monnaie marchandise, soit plus généralement à partir du crédit privé (traite), soit encore plus généralement à partir d'une anticipation de remboursement d'un crédit qu'elle fait elle-même.

1.2.1 Création de monnaie bancaire à partir de l'or

Supposons que la monnaie qui circule est une monnaie marchandise, par exemple de l'or. Supposons encore que, par précaution, pour se protéger du vol, certains particuliers déposent une partie de cet or auprès de leur banque. En contrepartie, la banque atteste de ce dépôt par l'émission d'un billet.

Banque		Particuliers	
Actif	Passif	Actif	Passif
or 100	100 billet	billet 100	100 or

Ce billet, dès lors que la banque a un certain crédit, peut circuler comme monnaie à la place de l'or. Tant que la banque émet un montant de billets strictement égal au montant d'or qu'elle reçoit en dépôt, il n'y a pas de création monétaire par la banque dans la mesure où les billets sont de parfaits substitués à l'or. Il en circule autant qu'il y a d'or dans les caisses de la banque.

La conversion des billets au guichet de la banque est absolument garantie à tout moment, pour tous les détenteurs à la fois, simultanément. Les billets ne peuvent pas rencontrer de problèmes de liquidité – c'est-à-dire de transformation en monnaie or. La création monétaire est strictement dictée par la production d'or.

Mais il est aisé d'imaginer que la banque observe pratiquement que jamais les clients ne viennent demander en même temps la conversion de leur billet en or, dans les périodes normales, parce qu'il est improbable que tous leurs cocontractants refusent en même temps les billets de la banque en paiement.

Si elle constate, qu'en moyenne, la demande de conversion représente environ 20 % de l'ensemble des billets qu'elle a émis, qui sont en circulation (encours), elle peut sans danger apparent émettre plus de billets qu'elle n'a d'or dans ses coffres. Elle le fait en contrepartie de crédits qu'elle accorde aux particuliers.

Banque		Particuliers	
Actif	Passif	Actif	Passif
or 100	500 billets	billets 500	100 or
crédits 400			400 crédits

(taux de conversion = 20 %)

Par cette voie, de la monnaie est créée « *ex nihilo* » (les 400) sur la base du crédit.

La société en tire un immense avantage : la création monétaire est libérée des conditions de production d'une marchandise particulière. Mais elle s'expose à de grands périls : la crise monétaire. En effet, pour des raisons diverses, les détenteurs de billets peuvent craindre qu'en réalité les billets qu'ils détiennent ne peuvent plus être remboursés en or (parce que la banque n'a plus d'or dans ses caisses) ou qu'ils ne le pourront plus (parce que la banque ne pourra pas satisfaire tous les demandeurs de conversion (à un moment donné). Un mouvement de panique peut se déclencher (un « *run* » au guichet et ébranler, voire renverser le système de monnaie fondé sur l'émission de billets par la banque.

L'analyse de la dynamique d'une telle crise est difficile, si sa possibilité est facile à comprendre.

Cet exemple montre en tout cas que pour enrayer dès le départ et jusqu'à un certain point (sinon elle ne créerait pas de monnaie de crédit) ce *run* et rétablir la confiance en ses billets, c'est-à-dire ôter de l'esprit de ses détenteurs que l'ensemble des détenteurs ou une grande partie d'entre eux vont en même temps craindre que la banque soit illiquide, la banque, sagement, s'obligera à détenir dans ses caisses une fraction d'or supérieure au taux de conversion normal, hors crise de confiance (que l'on a posé dans l'exemple précédent à 20 %).

1.2.2 Création de monnaie bancaire à partir d'un crédit entre particuliers (traite)

Une traite est un crédit à court terme qu'une entreprise 1 octroie à une autre entreprise 2. En général, l'entreprise 1 est un fournisseur et l'entreprise 2 sa cliente, et la traite est gagée sur les stocks de l'entreprise 2 auxquels correspondent x livraisons à crédit de l'entreprise 1.

Le paiement de l'entreprise 1 par l'entreprise 2 est subordonné à la vente des stocks livrés.

L'entreprise 1, si elle a besoin de régler elle-même un fournisseur – une entreprise 0 –, peut utiliser la traite sur l'entreprise 2 mais cette opération est plus difficile que le paiement en liquide.

La sphère de circulation des traites est étroite ; elle est limitée au domaine de notoriété de celui qui a émis la traite.

Donc, entre deux agents privés, ces promesses de paiement sont risquées et peu « liquides ».

Ces risques peuvent être diminués s'ils sont mutualisés. L'entreprise 1 porte sa promesse de paiement à une banque. Celle-ci, à cause de sa spécialisation, a les moyens de mieux évaluer la situation financière de l'entreprise 2. Par ailleurs, elle peut aussi supporter un taux de non-paiement de ces créances qu'elle facturera à ses clients par le mécanisme de la mutualisation des risques. Alors, elle va substituer des billets à elle à la traite. Ce faisant, l'entreprise 1 détiendra un billet qui sera beaucoup plus facilement accepté par ses fournisseurs. Dans ce modèle de l'escompte d'une traite commerciale, la création monétaire est totalement libérée de la monnaie marchandise, mais non totalement des marchandises.

Banque		Particuliers	
Actif	Passif	Actif	Passif
traite 100	100 billet	entreprise 1 billet 100	100 or
		entreprise 2	100 traite

1.2.3 Création de monnaie bancaire à partir d'un crédit

Le modèle est formellement identique au modèle précédent dans lequel la banque émet des billets (ou alimente un compte à vue d'un montant donné). La seule différence est qu'au lieu d'émettre ces billets en contrepartie d'une traite, c'est-à-dire d'une promesse de paiement d'un tiers gagé sur des stocks, la banque les émet en contrepartie d'un engagement de remettre le même montant de billets à une date déterminée, c'est-à-dire d'un crédit.

Banque		Particuliers	
Actif	Passif	Actif	Passif
crédit 100	100 billet	billet 100	100 crédit

Il a été supposé dans les exemples précédents que la banque émettait des billets comme moyen mis à la disposition de son détenteur pour obtenir auprès d'elle de l'or (ou de la monnaie d'une banque d'un niveau supérieur dans le cas de la monnaie émise sur la base d'une traite ou d'un crédit, dans l'hypothèse d'absence totale de monnaie marchandise).

Leur sens et leur portée ne sont pas affectés si, à la place des billets, on suppose que la banque abonde un dépôt à vue d'un montant équivalent à la valeur du billet et offre au détenteur de ce dépôt un moyen matériel (chèque) ou immatériel (carte magnétique) de le débiter.

Il faut noter dès à présent une importante différence apparente entre le premier modèle et les deux autres.

Dans le premier modèle – création de la monnaie bancaire à partir de l'or – la Banque de France trouve en elle-même les limites à la distribution de crédit qui sont fixées par la quantité d'or qu'elle détient et le coefficient de transformation (x).

Dans les deux autres modèles – traite et crédit – elle ne trouve pas ces limites en elle-même puisqu'elle ne subit pas la contrainte d'encaisse-or. Ces limites lui sont imposées par des mécanismes structurels qui découlent de l'ensemble du système monétaire, et notamment de la Banque centrale, mais pas seulement de la Banque centrale.

Dans un tel système, les banques sont contraintes dans leur émission de monnaie par le niveau de leur réserve auprès de la Banque centrale ($RES1$) ou leur dette ($RF2$), la monnaie de celle-ci (B) jouant à maints égards le rôle que jouait l'or dans le premier modèle.

Modèle de la création de monnaie à partir du crédit avec une Banque centrale

BC		B 1		B 2		Particuliers	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
RF2	B RES1	C1 RES1	D1	C2	D2 RF2	B D1 D2	C1 C2

- B : billets émis par la Banque centrale
- D1 : dépôts auprès de la banque 1 B1
- D2 : dépôts auprès de la banque 2 B2
- C1 : crédits accordés par la banque 1
- C2 : crédits accordés par la banque 2
- RES1 : réserves de la banque 1 auprès de la Banque centrale BC
- RF2 : refinancement de la banque 2 auprès de la Banque centrale BC

2. La monnaie en France et dans la zone euro

Les différentes formes de la monnaie peuvent être regroupées en France selon deux grands cercles. Le premier cercle comprend les instruments habituels d'échange : les pièces métalliques, les billets et les dépôts bancaires. C'est le cercle des actifs monétaires ou moyens de paiement.

Le second cercle regroupe l'ensemble des placements à vue qui peuvent être aisément transformés à des coûts faibles en instruments d'échange : les comptes sur livrets ordinaires, les comptes sur livrets privilégiés, les placements contractuels, les placements non contractuels, les actifs liquides et négociables. C'est le cercle des actifs liquides ou moyens d'épargne.

2.1 Les actifs monétaires ou moyens de paiement

Les moyens de paiement se présentent sous deux formes matérielles différentes : la monnaie manuelle qui elle-même se divise en pièces métalliques et en billets de banque, et la monnaie scripturale.

2.1.1 La monnaie manuelle

À l'échelle de l'histoire longue, la forme dominante de la monnaie est le métal précieux sous les espèces de l'or et de l'argent. Par étapes successives, la monnaie métallique a été progressivement expulsée de la sphère des échanges.

Le bimétallisme a été abandonné en France en 1876 au profit d'un monométallisme or formant le système de l'étalon espèce-or (*gold specie standard*). Dans ce système, les pièces d'or – et non les seuls billets convertibles en or – circulaient effectivement. Ce régime de circulation monétaire dura jusqu'en 1914. La frappe des pièces d'or était libre, leur pouvoir libératoire était illimité. À côté de l'or circulaient aussi des billets de banque convertibles sans restriction en pièces d'or.

La guerre mit un terme à ce système. L'étalon-or fut suspendu en 1914 et la monnaie métallique en circulation fut divisée par neuf pendant la Première Guerre mondiale.

Après la guerre, deux tentatives furent engagées en France pour restaurer le rôle de l'or comme pivot de la circulation monétaire et enclencher une dynamique de retour au système de l'étalon-or. En 1926 fut instauré le système d'étalon de change-or (*gold exchange standard*) qui permettait à tout porteur de billets de les convertir, soit en or, soit en devises (dollar et livre sterling) convertibles en or, auprès des banques centrales qui les émettaient. En 1928, ce système laissa la place au système plus restrictif d'étalon lingot-or (*gold bullion standard*) dans lequel les francs n'étaient convertibles qu'en lingots (de 12 kilos).

Les pressions monétaires exercées par la crise de 1929 provoquèrent l'effondrement brutal du système d'étalon-or, abandonné par l'Allemagne et l'Angleterre en 1931, les USA en 1933 et la France en 1936 (en réalité une suspension qui s'avéra définitive).

Les accords de Bretton Woods conclus en 1944 restaurèrent partiellement et de façon très ambiguë le rôle de l'or dans les paiements internationaux. Mais, avec la décision américaine d'août 1971 de suspendre la convertibilité en or du dollar, la « vieille relique », selon l'expression de Keynes, perdit toute fonction réelle dans le système des échanges.

Dès lors, ne subsistent plus aujourd'hui dans les systèmes monétaires internationaux, en tant que monnaie manuelle, que les billets et les pièces métalliques, la monnaie fiduciaire.

2.1.1.1 Les billets

Depuis que les billets ne sont plus convertibles en or (1^{er} octobre 1936) ni n'exigent une couverture minimale en or, plus aucune contrainte directe ne s'exerce sur leur émission par la banque centrale (Banque de France jusqu'en 2002, Banque centrale européenne ensuite).

On explique en général la substitution progressive des billets à l'or et à l'argent par les avantages relatifs de commodité et de sécurité des billets : coûts de transport réduits et difficultés de contrefaçons plus grandes.

Les mêmes raisons sont avancées pour rendre compte du recul tendanciel de l'usage du billet par rapport au dépôt à vue qui a fait passer la part des billets dans l'ensemble des moyens de paiement de 54,3 % en 1939 à 13 % en 1999.

La progression de l'usage du dépôt à vue par rapport aux autres moyens de paiement (agrégat monétaire M1) s'est poursuivie au cours de la période récente, mais à un rythme ralenti puisque entre 1988 et 1998 la part des dépôts dans M1 a augmenté de 2 points seulement, de 84,6 % à 86,7 %.

A-t-on ainsi atteint une répartition des moyens de paiement d'équilibre de long terme ?

Il est difficile de répondre à une telle question tant les expériences des autres pays développés sont diverses (tableau « Part des billets et monnaies dans l'agrégat monétaire M1 »). La France est un des pays où l'usage du dépôt à vue est le plus répandu. L'Allemagne (26,3 %), l'Espagne (23,6 %), les États-Unis (39,5 %) sont restés beaucoup plus fidèles aux billets et à la monnaie métallique. Et pour ce dernier pays, on observe au cours de la dernière décennie une croissance de la part des billets et de la monnaie dans l'ensemble des moyens de paiement.

Part des billets et monnaies dans l'agrégat monétaire M1

	1988	1997
Europe (UEM)		
Allemagne.....	33,4	26,3
Autriche.....	-	32,3
Belgique.....	34,8	26,5
Danemark.....	-	ND
Espagne.....	-	23,6
Finlande.....	-	6,7
France *.....	15,4	13,5
Grèce.....	-	45,3
Irlande.....	-	30,3
Italie.....	14,3	16,1
Luxembourg.....	-	15,9
Pays-Bas.....	31,3	18,5
Portugal.....	-	14,3
Royaume-Uni (1).....	14,1	4,6
Suède (2).....	13,9	10,0
Hors Europe (UEM)		
Canada.....	44,6	36,0
États-Unis.....	27,2	39,5
Japon.....	31,5	28,7
Suisse.....	32,1	15,6

(1) Part des billets et monnaies dans l'agrégat monétaire M2 à partir de 1989.

(2) Part des billets et monnaies dans l'agrégat monétaire M3.

* Année 1998 : 13,3 %.

Source : Banque de France – Les moyens de paiement et les systèmes d'échange et de règlement – 1998.

Dire que la banque centrale peut émettre sans contraintes immédiates des billets, ce n'est pas affirmer qu'elle peut en émettre sans limites, ce que suggère souvent l'utilisation de la métaphore de la « planche à billets ». En effet, la banque centrale ne distribue pas gratuitement ses billets à ses portes¹ ni ne les répartit aléatoirement à partir d'un avion sur l'ensemble du territoire, elle les émet en réponse à une demande spécifique des agents non financiers qui transite par les banques. Et lorsque la Banque de France couvre par une émission supplémentaire de monnaie le déficit du Trésor (lorsqu'elle pouvait le faire directement, ce qui lui est désormais interdit depuis 1993), elle ne le fait pas en mettant à la disposition du Trésor une masse correspondante de billets de banque, mais elle procède à l'octroi d'un

¹ Cette éventualité a toutefois été sérieusement présentée au début des années quatre-vingt-dix au ministre des Finances par M. Jeanneney, ancien ministre, ancien président de l'OFCE, professeur d'économie, pour lutter contre la récession qui frappait alors l'Europe.

crédit qui alimente le compte du Trésor à la Banque de France, selon un mécanisme qui sera ultérieurement analysé dans le détail.

2.1.1.2 Les pièces métalliques

En apparence, les pièces métalliques constituent la forme de monnaie la plus proche de la monnaie métallique ancienne. En réalité, aucune comparaison n'est possible car la valeur intrinsèque des pièces actuelles (la valeur du métal qu'elles renferment) est sans rapport avec leur valeur faciale. Et c'est à cause de cet écart entre leur valeur réelle et leur valeur faciale que les pièces métalliques sont incluses dans l'ensemble de la monnaie fiduciaire.

Les pièces sont émises par l'État et non par la Banque de France. L'administration des Monnaies et Médailles les fabrique et le Trésor public les cède à la Banque de France à leur valeur faciale pour qu'elle les injecte dans le circuit économique.

L'État bénéficie ainsi de l'avantage pécuniaire que constitue la différence entre la valeur faciale et la valeur réelle de la créance des pièces métalliques en circulation, le « seigneurage »¹.

Les monnaies métalliques sont, comme les billets, dotées du pouvoir libérateur mais celui-ci est, à cause des abus possibles, institutionnellement limité par la règle qui permet à un créancier de refuser d'être payé en pièces au-delà d'un plafond égal à 100 fois la valeur faciale des pièces.

La part des pièces métalliques dans les moyens de paiement est aujourd'hui très faible (0,83 % en 1999).

2.1.2 Les dépôts à vue

La monnaie scripturale est aujourd'hui la forme prépondérante de la monnaie. Le transfert de fonds d'un compte à un autre s'opère au moyen d'instruments qui n'ont cessé de se diversifier, de se dématérialiser et de s'automatiser.

Le principal instrument, et le plus ancien, est le chèque. C'est un ordre écrit donné à sa banque par le débiteur de transférer une certaine somme sur le compte du créancier, ou de lui payer en espèces. Le chèque bénéficie de garanties légales, il est sûr, et, en France, gratuit, ce qui lui donne des avantages qui expliquent l'importance de son utilisation. Il est coûteux pour les banques.

Le virement sur ordre, ou automatique, est un ordre de versement n'utilisant pas la formule du chèque, soit unique soit à échéances fixes.

Les cartes bancaires permettent de donner des ordres de virement électroniquement sans support papier. Elles ont été longtemps considérées comme plus sûres pour les utilisateurs que les chèques. Elles sont très économiques pour les banques. En France, les réseaux ont été interconnectés.

Les avis de prélèvement² sont émis par le créancier et payés par la banque automatiquement après autorisation générale du débiteur. Ils sont utilisés par les entreprises et les administrations pour le paiement des dettes régulières telles que les abonnements et les obligations fiscales.

Les titres interbancaires de paiement (TIP) sont des propositions de prélèvement émises par les créanciers.

L'usage de chèques reste en France prépondérant dans l'ensemble des principaux instruments de paiement attachés aux dépôts à vue (45,3 % en nombre de transactions et 40,5 % en montant total).

En terme de nombre de transactions, le reste est partagé entre les paiements par carte (20,3 %), les virements (18,3 %) et les autorisations de paiement (13,2 %). En terme de montant des transactions, le chèque est directement concurrencé par les virements (39,0 %).

¹ Dans le passé, le seigneurage consistait en la différence entre la valeur faciale (la frappe) et la valeur réelle (le poids ou la teneur) de la masse monétaire en circulation souvent provoquée par la tentation de rogner les pièces à laquelle succombait souvent l'État, voire, à une plus large échelle, par la « réforme monétaire » qui consistait à modifier arbitrairement par décision du Roi la valeur de l'unité de compte en or. Les monnaies plus « rognées » que les autres étaient davantage utilisées comme moyen d'échange que comme réserve de valeur (thésaurisation), les particuliers cherchant évidemment à s'en débarrasser le plus rapidement possible à cause de la moins value potentielle qu'elles recelaient. Ce mécanisme qui fait que « la mauvaise monnaie chasse la bonne » (sous-entendu du circuit des échanges) est la loi de Gresham.

² Ils ont été créés en 1956 par EDF.

Répartition des principaux instruments de paiement

(en millions de transactions et en %)

	Ensemble des instruments			
	Papier	Automatisés	Total	%
Chèques.....	4 337	489	4 826	45,3
Virements.....	11	1 943	1 943	18,3
Effets.....	-	138	138	1,3
A.P.....	-	1 410	1 410	13,2
TIP.....	-	168	168	1,6
Paiements par cartes.....	-	2 165	2 165	20,3
Total.....	4 348	6 302	10 650	100,0
Retraits aux DAB et GAB	-	1 206	1 206	
Ensemble des échanges	4 348	7 508	11 856	
<i>Pour mémoire :</i> Retraits guichets.....	218	-	218	-

(en milliards de FF et en %)

	Ensemble des instruments			
	Papier	Automatisés	Total	%
Chèques.....	14 500	575	15 075	40,5
Virements.....	1 763	12 754	14 517	39,0
Effets.....	-	3 208	3 208	8,6
A.P. (1).....	-	3 473	3 473	9,3
TIP.....	-	289	289	0,8
Paiements par cartes.....	-	657	657	1,8
Total.....	16 263	20 956	37 219	100,0
Retraits aux DAB et GAB.	-	478	478	
Ensemble des échanges..	16 263	21 434	37 697	
<i>Pour mémoire :</i> Retraits guichets.....	485	-	485	

(1) Par simplification, le montant global des télépaiements (8 739 MF) est inclus dans la rubrique AP pour le tableau de synthèse.

La place des principaux instruments de paiement scripturaux dans l'ensemble des paiements structuraux est très différente selon les pays. C'est aux États-Unis que le chèque est relativement le plus répandu, c'est en Allemagne que le virement et le prélèvement ont le plus de faveur, et c'est en Grande-Bretagne que la carte rivalise le plus avec le chèque.

Place des principaux instruments de paiement scripturaux

Pourcentage du nombre d'opérations à fin 1997

	USA	France	Grande-Bretagne	Italie	Allemagne
Chèques	77	46	31	28	6
Virements	3	18	20	42	48
Cartes	20	22	31	11	4
Prélèvements	1	13	19	9	42

Source : Banque de France – *Les moyens de paiement et les systèmes d'échange et de règlement* – 1998.

2.2 Les actifs liquides ou moyens d'épargne

Les actifs liquides sont des actifs financiers transformables facilement en moyens de paiement mais non directement utilisables dans les paiements, rémunérés mais peu risqués.

Il faut distinguer les actifs non négociables et les actifs négociables.

2.2.1 Les actifs non négociables

Les actifs non négociables sont constitués de l'ensemble des placements à vue auprès des intermédiaires financiers, c'est-à-dire des créances émises par les établissements de crédit et le Trésor remboursables à leur guichet à leur valeur faciale. Il s'agit des comptes sur livret ordinaires, des comptes sur livret privilégiés et des placements à court terme contractuel.

2.2.1.1 Les comptes sur livret ordinaires

Les comptes sur livret ordinaires sont des placements à vue, non plafonnés, ne pouvant être utilisés directement comme moyens de paiement, rémunérés à un taux faible (2 % en 1999) fixé par les organisations bancaires et dont les intérêts sont soumis à l'impôt. Ils sont de deux sortes selon l'émetteur : les livrets ordinaires des banques et les livrets B des Caisses d'épargne.

2.2.1.2 Les comptes sur livret privilégiés

Les comptes sur livrets privilégiés sont des placements à vue rémunérés à un taux réglementé et dont les intérêts sont exonérés d'impôt. Leurs règles de fonctionnement sont diverses et dépendent des objectifs qui leur sont assignés.

- *Les livrets A des Caisses d'épargne et les livrets bleus du Crédit mutuel* ne donnent droit qu'au paiement d'un intérêt non soumis à l'impôt. Le taux d'intérêt est en général faible (2,25 % en 1999) et il doit désormais être compris entre un taux plancher égal au taux d'inflation augmenté d'un point, et un taux plafond égal à la moyenne des taux courants du marché diminuée d'un demi point. Les dépôts sont plafonnés (100.000 F en 1999).
- *Les comptes d'épargne logement (CEL)* peuvent être ouverts auprès des banques et des Caisses d'épargne. Ils donnent droit, dans certaines conditions, à l'obtention d'un prêt à faible taux d'intérêt (3 % en 1999) et plafonné (150.000 F). Leur rémunération est faible (1,5 %) et peut être augmentée d'une prime (1 %) dans le cas où un prêt est effectivement demandé.

- *Les comptes pour le développement industriel (CODEVI)* ont été créés en 1983 afin de donner aux banques un instrument comparable aux livrets A et bleus. Ils ont les mêmes caractéristiques de rémunération que ceux-ci, mais le plafond des dépôts est inférieur (30.000 F par contribuable).
- *Les livrets d'épargne populaire (LEP)* ont été créés en 1982 afin de protéger l'épargne populaire de l'inflation. Seuls les contribuables payant un faible montant d'impôt (inférieur à 4.200 F) peuvent accéder à ce produit d'épargne, rémunéré à un taux supérieur au livret A (4 % en 1999) et plafonné (deux livrets par foyer fiscal plafonné chacun à 50.000 F).
- *Les livrets jeunes* sont destinés aux jeunes âgés de 12 à 25 ans, leur rémunération est égale à celle des LEP (4 % en 1999) et ils sont aussi plafonnés (10.000 F en 1999).

2.2.1.3 Les placements à court terme contractuels

Les conditions des placements à court terme contractuels sont définies par des contrats, sinon toutes au moins certaines d'entre elles telles que les versements périodiques, la durée, l'échéance ou, dans certains cas, les conditions d'octroi d'un prêt. D'autres conditions, plus générales, sont définies par la puissance publique et s'appliquent à l'ensemble des contrats d'une même espèce.

- *Les plans d'épargne logement (PEL)*¹ peuvent être ouverts dans les banques et les caisses d'épargne. Ils sont plafonnés (400.000 F) et rémunérés (3,6 % brut et 3,25 % net de CSG) par l'organisme bancaire, à un taux réglementé, et par l'État (2/7) qui verse une prime plafonnée (10.000 F) à condition que le plan ne soit pas fermé avant une certaine durée (quatre ans). La durée du plan ne peut excéder dix ans. Au terme de la durée minimale le plan ouvre droit à l'octroi d'un prêt à un taux fixé à l'ouverture du plan, normalement intéressant par rapport au taux du marché (4,31 % en 1999) d'un montant plafonné (600.000 F).
- *Les plans d'épargne populaire (PEP)* sont des contrats collectifs d'assurance sur la vie. Ils ont pris la suite des plans d'épargne retraite créés en 1987 qui, insuffisamment attrayants, n'avaient pas obtenu le succès escompté. Gérés par l'organisme collecteur, ils permettent la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières (cotées) et immobilières, y compris sous forme de parts de SICAV, bénéficiant d'avantages fiscaux si la durée de placement est supérieure à une certaine durée (8 ans).
- *Les plans d'épargne en actions (PEA)* ont été créés en 1992 afin d'attirer l'épargne populaire vers les marchés financiers. Ils sont plafonnés (600.000 F par contribuable) et bénéficient d'avantages fiscaux si la durée de placement est supérieure à une certaine durée (5 ans).
- *Les dépôts à terme et bons de caisse*, d'une durée de 1 à 3 mois essentiellement, sont des dépôts bloqués librement rémunérés, qui peuvent néanmoins faire l'objet de retraits avant terme moyennant une réduction du taux d'intérêt selon un barème fixé à l'avance. Ils permettaient aux ménages fortunés, avant la déréglementation financière, d'avoir accès au marché monétaire.

2.2.2 Les actifs liquide négociables

Les actifs liquides négociables ont pris leur essor, pour des raisons qui seront examinées ultérieurement, au début des années quatre-vingt. La Banque de France distingue trois catégories d'actifs liquides négociables : les titres des organismes de placement collectif en valeur mobilière (OPCVM), les titres de créances négociables (TCN) et les avoirs en devises étrangères.

2.2.2.1 Les OPCVM

Les OPCVM sont des organismes qui gèrent des portefeuilles d'actifs financiers pour le compte d'épargnants. Ils peuvent prendre la forme juridique d'une société anonyme (Société d'investissement à capital variable, SICAV) ou d'une simple copropriété de valeurs mobilières sans personnalité morale (fonds communs de placement, FCP). Les fonds déposés sous forme d'apports liquides par les déposants constituent leur passif et sont divisés en parts émises selon le même principe que les parts du capital social d'une société par actions, mais continûment et à la demande. Les fonds sont investis dans l'achat de titres financiers qui constituent l'actif de l'OPCVM.

Ces formes de placement présentent de grands avantages pour les investisseurs, surtout pour les petits épargnants. Gérés par des spécialistes, ils réduisent le manque d'information ou l'asymétrie

¹ Voir annexe au contrat de plan d'épargne logement et art. 315.316 du Code de la construction et de l'habitation.

d'information des investisseurs qui ne peuvent être en permanence sur les marchés financiers. Ils forment un marché de la gestion d'actifs financiers sur lequel peuvent être comparées continûment les performances des gestionnaires et qui leur impose d'afficher les résultats les meilleurs possibles, ce qui tend à accroître la rentabilité moyenne des placements. Ils permettent de réduire les coûts de transaction et de diversifier les portefeuilles indépendamment de leur taille. Enfin, ils assurent une grande liquidité aux actifs ainsi détenus (les parts d'OPCVM) qui peuvent être remboursés à la demande à leur valeur liquidative, c'est-à-dire à un prix égal à la valeur par part d'OPCVM de l'actif total de la SICAV au moment de la cession de la part.

La valeur des parts évolue donc comme la valeur des actifs. Et donc, les parts d'OPCVM, qui peuvent enregistrer comme les actifs financiers des pertes ou des gains en capital, sont des actifs risqués.

Les OPCVM sont des intermédiaires financiers. Ils sont placés sous la surveillance de la Commission des opérations de Bourse (COB).

Depuis 1994, les OPCVM sont classés selon cinq catégories principales¹, fonction de la composition de leur actif :

- les OPCVM monétaires qui doivent faire référence à un ou plusieurs indicateurs des marchés monétaires français ou étrangers ;
- les OPCVM obligations et autres titres de créances qui sont en permanence investis ou exposés sur les marchés de produits de taux ou produits dérivés de taux français ou internationaux ;
- les OPCVM actions qui sont en permanence investis et exposés à hauteur de 60 % au moins sur le marché d'actions françaises ou internationales ;
- les OPCVM garantis qui sont assortis d'une garantie sur la totalité ou une partie du capital investi ;
- les OPCVM diversifiés qui rassemblent toutes les autres formes d'OPCVM.

Les gestionnaires sont tenus de respecter la catégorie dans le cadre de laquelle ils ont choisi de gérer leur OPCVM, sous le contrôle de la COB.

Ce classement permet aux investisseurs d'apprécier par grandes catégories le type de risques qu'ils encourent en plaçant leur épargne dans les parts d'OPCVM.

Les dispositions fiscales applicables aux OPCVM, très avantageuses à l'origine (seuil d'imposition des plus-values de cession de titres de 100.000 F), ont été modifiées à plusieurs reprises depuis 1994 dans un sens restrictif.

2.2.2.2 Les titres de créances négociables (TCN)

Après la guerre (si l'on ne cherche pas à remonter au-delà), les agents non financiers n'avaient pas accès directement au marché monétaire, où se forme le taux de l'argent au jour le jour, et l'éventail de leurs possibilités de placements était discontinu. Ils pouvaient investir en actions et en obligations d'une durée supérieure à 7 ans, en bons du Trésor d'une durée inférieure à 7 ans et en dépôts réglementés, dont les taux étaient très inférieurs au taux du marché monétaire. Juridiquement, la seule voie qui leur était laissée d'accès au marché monétaire était la souscription de bons de caisse et l'ouverture de comptes à terme auprès des banques, pour des durées relativement courtes, et à condition que l'investissement soit d'un montant supérieur à un plafond élevé.

Au début des années quatre-vingt, les pouvoirs publics ont complété cette gamme de produits en donnant le droit à tous les agents économiques, financiers et non financiers, d'émettre et de souscrire des produits financiers à court et moyen terme d'une durée de quelques jours à 7 ans. Ne pouvant prendre la forme de dépôts et devant être cessibles pour des raisons de liquidité qui seront examinées d'un point de vue général dans la partie sur le marché financier, ces actifs ne pouvaient être que des titres échangeables sur un marché.

Cette importante réforme avait deux objectifs contingents : faciliter le financement de déficits publics croissants en émettant des titres plus attrayants et exercer une pression sur les taux d'intérêt débiteurs (des crédits) des banques en encourageant la finance directe, de prêteur à emprunteur, sans intermédiaires. Elle avait aussi une visée plus structurelle, celle de la libéralisation de la finance.

Bien que très semblables quant à leur durée, leur montant minimum et leur taux d'intérêt, les TCN sont distingués selon leur émetteur par des appellations spécifiques.

¹ Banque de France-DESM, *La monnaie et les systèmes de paiement en 1995*.

- *Les certificats de dépôts négociables (CDN)*

Ils ont été créés en mars 1985. Ce sont des titres à court terme émis par les établissements bancaires.

- *Les billets de Trésorerie (BT)*

Ils ont été créés en décembre 1985. Ce sont, comme les certificats de dépôts, des titres à court terme, mais ils sont émis par les entreprises industrielles et commerciales.

- *Les bons des institutions et sociétés financières*

Ils ne pouvaient être émis à l'origine que par les institutions financières spécialisées (BIFS) pour une durée initiale de 2 ans. Leur champ a été élargi aux sociétés financières (1986) et aux maisons de titres (1987) et leur durée ramenée à 10 jours (1987).

Cette catégorie de titres a été supprimée au début de 1999, le marché étant trop étroit, alors que parallèlement les émetteurs de BISF ont été autorisés à émettre des CD.

- *Les bons à moyen terme négociables*

À l'origine, la durée de ces TCN était au plus de 7 ans. En 1992 ont été lancés les bons à moyen terme négociables (BMTN) et la durée maximale des TCN a été progressivement réduite à 1 an. En même temps, les limites maximum et minimum des BMTN et des obligations ont été supprimées.

Par ailleurs, à la fin de 1998, pour se conformer aux pratiques étrangères et aux directives européennes (Directive sur les services d'investissement du 10 mai 1993), la durée minimale des titres courts a été ramenée de 10 jours à 1 jour, les conditions de rémunération des titres ont été totalement libéralisées, le marché des certificats de dépôts a été ouvert aux établissements de crédit non résidents et le marché des billets de trésorerie aux entreprises d'investissement, enfin l'ensemble des prestataires de services d'investissement européens ont été autorisés à placer et négocier les TCN.

Le montant minimal des titres est de un million de francs (en contre-valeur en euros ou en devises étrangères). Ils sont dématérialisés, la notation est facultative, le rachat par l'émetteur et le remboursement anticipé sont libres, il revient à la Banque de France de surveiller le marché et enfin ils sont assujettis aux réserves obligatoires s'ils ne sont pas détenus par des établissements de crédit eux-mêmes soumis aux réserves obligatoires au sein du SEBC.

2.2.2.3 Les bons du Trésor négociables

D'une durée de 4 semaines à 5 ans, émis sur le marché par adjudication d'un montant minimal d'un million de francs, pouvant être souscrits par les banques (depuis 1945 sous forme de bons du Trésor en comptes courants) et par les entreprises non bancaires (depuis 1986), les bons du Trésor négociables sont des titres publics présentant les mêmes caractéristiques que les TCN *stricto sensu*.

Il faut signaler que la Banque de France inclut aussi dans les actifs liquides les dépôts et titres de créance négociables en devises étrangères, bien qu'ils exposent leur détenteur, outre le risque de taux, au risque de change.

Le marché des TCN n'est pas un marché réglementé au sens de la directive européenne sur les services d'investissement (DSI) a estimé le législateur dans la loi de modernisation des activités financières la transposant : il n'y a pas d'entreprise de marché en charge de son fonctionnement et de l'établissement des règles qui le régissent (accès au marché, admission à la cotation, organisation des transactions, suspension des négociations, enregistrement et publicité) ni obligation d'intermédiation.

Les TCN ne sont pas des valeurs mobilières car ils sont émis au gré de l'émetteur, librement, bilatéralement et souvent en continu, et ils ne sont pas fongibles, chacun représentant un droit de créance pour une durée déterminée. Les émissions sont le plus souvent déclenchées par l'investisseur qui en définit avec les émetteurs les caractéristiques.

Les TCN ne font pas l'objet d'une cotation. Néanmoins, la Banque de France publie quotidiennement des relevés de prix. Ils sont éligibles à l'ensemble des opérations de politique monétaire du SEBC. Le marché secondaire est faiblement développé.

2.2.2.4 L'évolution du marché des TCN

Globalement, le marché des TCN s'est continûment développé depuis sa création jusqu'en 1992, à un rythme cependant très modéré, puis il s'est ensuite replié sous l'effet de la baisse des taux à court terme et de l'amélioration de la situation financière des entreprises.

Les modifications réglementaires intervenues en 1999 ont relancé les CDN et les BT, notamment celle qui a réduit la durée minimale des titres, une part importante des émissions consistant en titres d'une durée de moins de 10 jours.

À la fin de 1998, les encours de CDN, BISF, BT et BMTN s'élevaient respectivement à 98,7 milliards, 61 milliards, 37,3 milliards et 63,9 milliards d'euros.

Les émetteurs de billets de trésorerie sont peu nombreux (une centaine), d'une grande taille et dotés d'un grand crédit financier. Les dix premiers émetteurs représentent 40 % de l'encours total. Le marché français est le premier des marchés européens qui lui sont comparables (*euro commercial papers* et *medium term notes*).

**Encours des marchés domestiques européens
de papier commercial
(en milliards d'euros)**

PAYS	30/06/1999
France	45,9
Suède	18,3
Royaume-Uni	18,1
Irlande	7,3
Espagne	6,9
Allemagne	6,3
Belgique	5,9
Portugal	3,2
Finlande	3,1
Norvège	2,0
Pays-Bas	1,3

Source : Banque des règlements internationaux

Le marché des certificats de dépôts est aussi très concentré, les dix plus importants établissements de crédit représentent 39 % du total de l'encours.

La répartition des souscripteurs est stable et très concentrée autour des établissements financiers à l'émission et des établissements financiers et des SICAV au final.

**Détenteurs de billets de trésorerie
Moyenne annuelle des encours en fin de mois
(en %)**

ÉMETTEURS	1998
Établissements de crédit	63
OPCVM	28
Assurances	3
Sociétés, entreprises individuelles, Ménages, associations	6
Administrations	0
Non-résidents	0
TOTAL	100

Source : Banque de France

Les CDN et le BT sont en fait des titres de très court terme concentrés jusqu'en 1999 sur le segment de 20 à 40 jours. Sur le marché des BMTN, les émissions ont une durée en général inférieure à 5 ans.

Les TCN à court terme sont en général rémunérés à des taux faiblement inférieurs au taux interbancaire. Depuis le 1^{er} janvier 1999, l'émission de titres à taux variables est autorisée.

Nombre de comptes et répartition en pourcentage à fin 1997

(en millions)

	Banques commerciales		Caisses d'épargne		Banques coopératives		La Poste		Ensemble des établissements	
	Nombre	%	nombre	%	nombre	%	nombre	%	nombre	%
Europe (UEM)										
Allemagne.....	20,5	25,4	37,9	46,9	22,4	27,7	-	-	80,8	100,0
Autriche.....	5,8		-	-	-	-	ND	ND	ND	
Belgique.....	(1) 11,2	89,6	-	-	-	-	1,3	10,4	12,5	100,0
Danemark.....	ND		ND		ND		ND		ND	
Espagne.....	27,6	39,3	37,7	53,6	5,0	7,1	-	-	70,3	100,0
Finlande.....	7,9	66,4	0,6	5,0	3,4	28,6	-	-	11,9	100,0
France.....	19,0	30,5	9,3	14,9	24,2	38,9	9,8	15,7	62,3	100,0
Grèce.....	1,3		-	-	3,9		ND		ND	
Irlande.....	5,5	87,3	0,8	12,7	-	-	-	-	6,3	100,0
Italie.....	22,2	80,7	-	-	4,8	17,5	0,5	1,8	27,5	100,0
Luxembourg....	1,5		-	-	ND		0,1		ND	
Pays-Bas.....	ND		ND		ND		ND		ND	
Portugal.....	18,5	93,0	1,3	6,5	-	-	0,1	0,5	19,9	100,0
Royaume-Uni..	107,5	74,8	16,0	11,1	20,2	14,1	-	-	143,7	100,0
Suède.....	ND		ND		ND		ND		ND	
Hors Europe (UEM)										
Canada.....	100,8	-	1,8	-	20,7	-	-	-	123,3	100,0
États-Unis.....	763,1	-	46,7	-	36,7	-	-	-	846,5	100,0
Japon.....	1 172,2	-	-	-	348,4	-	211,7	-	1 732,3	100,0
Suisse.....	46,1	-	-	-	-	-	12,0	-	58,1	100,0

(1) Ensemble des établissements de crédit.

(2) Montant des comptes en milliards de USD et % du montant total.

Source : Banque de France – Les moyens de paiement et les systèmes d'échange et de règlement – 1998.

2.3 Les agrégats monétaires

Les autorités monétaires, pour définir et mettre en œuvre la politique monétaire, ont besoin de suivre continûment l'évolution de la masse monétaire, même si l'influence de cette évolution sur la situation économique peut être ni directe ni constante.

Les agrégats de monnaie sont des indicateurs statistiques¹ de la capacité de dépense des agents non financiers résidents (sociétés, ménages, administrations publiques hors État, assurances, caisses de retraite et administrations privées). Ils regroupent tous les moyens de paiement de ces agents auxquels s'ajoutent les placements financiers qui peuvent être convertis en moyens de paiement rapidement, facilement et avec un risque de perte en capital faible.

La difficulté constante à laquelle se heurte la définition des agrégats monétaires est la forte substituabilité des actifs monétaires entre eux, en sorte que les frontières entre les agrégats présentent toujours un degré élevé d'arbitraire. Comme les innovations financières ont tendu à constituer un continuum entre tous les actifs monétaires et financiers afin de présenter aux épargnants et aux investisseurs une gamme complète d'instruments de placement, elles ont du même coup accru la fragilité des partitions au sein de ces actifs.

La définition des agrégats monétaires français a été modifiée à de nombreuses reprises (1986, 1991, 1996 pour la période récente). Avec la mise en circulation de l'euro, une harmonisation est intervenue au niveau européen. Le tableau ci-après établit une correspondance entre les agrégats monétaires tels qu'ils étaient en vigueur en France jusqu'en décembre 1998 et les agrégats monétaires européens appliqués au cas français.

Les agrégats monétaires s'emboîtent, ils sont construits par intégration successive de produits, du plus étroit au plus large.

Jusqu'en décembre 1998, le système de statistiques monétaires français comptait quatre agrégats monétaires (de M1 à M4) et trois agrégats de placements (de P1 à P3), de liquidité décroissante dont on trouvera dans le tableau « Les agrégats monétaires français avant l'euro » la dernière évaluation disponible (1998) avant l'intégration de l'euro.

Les nouveaux agrégats monétaires définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro et pour la France figurent dans le tableau « Les agrégats monétaires de la zone euro ».

- *Le secteur des émetteurs de monnaie* regroupe l'ensemble des institutions financières monétaires résidentes (IFM) de la zone euro dont les exigibilités vis-à-vis des agents non financiers présentent un certain degré de liquidité, un caractère monétaire marqué. Pour la France, il s'agit de la Banque de France, des établissements de crédit au sens de la loi bancaire, de la Caisse des dépôts et consignations, des OPCVM monétaires du Trésor public et de La Poste, en tant que collecteur de dépôts (comptes chèques postaux, comptes courants auprès des Caisses nationales d'Épargne et Comptes du Trésor).
- *Le secteur des détenteurs de monnaie* correspond à l'ensemble des agents non financiers (non-institutions financières monétaires, non-IFM) résidentes de la zone euro, c'est-à-dire les ménages, les sociétés non financières, l'État central (hors les administrations incluses dans les IFM comme les CCP, les Caisses d'Épargne). Les collectivités locales, les administrations de sécurité sociale et les institutions financières non monétaires (en France, par exemple, la Caisse nationale des autoroutes, la Caisse des télécommunications ou le Fonds commun de créances).
- Les trois agrégats européens sont ainsi définis :
 - M1 regroupe les billets, les pièces et les dépôts à vue. Le nouvel agrégat M1 correspond à l'ancien agrégat M1, mais à partir de 2002 il sera difficile d'évaluer précisément la part d'euro sous forme de pièces et de billets circulant dans chaque État membre de la zone euro ;
 - M2 regroupe M1, les dépôts à terme inférieur à deux ans et les dépôts avec préavis inférieur ou égal à trois mois.
 - Les dépôts avec préavis inférieur ou égal à trois mois, correspondent en France à l'ancien agrégat M2-M1, c'est-à-dire :
 - les livrets A et bleu ;
 - les CODEVI ;

¹ Banque de France-DESM, *La monnaie en 1998*.

- les comptes d'épargne logement ;
- les livrets d'épargne populaire ;
- les livrets jeune ;
- les livrets soumis à l'impôt.
- Les dépôts à terme d'une durée à terme inférieure ou égale à deux ans correspondent aux dépôts à terme (antérieurement comptabilisés dans M3-M2).

Ces actifs sont ceux qui sont détenus par les résidents qu'ils soient libellés en euros ou en devises.

- M3 regroupe M2 augmenté des encours nets (différence entre les encours émis et les encours détenus) de titres d'une durée inférieure ou égale à deux ans. En France, il s'agit :
 - des titres d'OPCVM monétaires ;
 - des titres de créances d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans, essentiellement les obligations et les BMTN d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans ;
 - des instruments du marché monétaire, c'est-à-dire des titres d'une durée inférieure ou égale à un an négociables sur le marché monétaire, soit, pour la France, les certificats de dépôts et les bons des institutions et sociétés financières ;
 - les pensions, c'est-à-dire des espèces perçues en contrepartie de titres vendus aux IFM à un prix donné avec engagement de rachat à un prix et à une date donnés.

Les agrégats monétaires sont utilisés par les autorités monétaires pour suivre l'évolution de la masse monétaire et, à travers elle, la dépense future et les prix. Mais ce sont des indices très approximatifs de l'évolution des ressources disponibles des ménages à cause de leur forte substituabilité avec les actifs non monétaires.

Certaines autorités monétaires les complètent par des indicateurs de crédit qui se situent en amont des arbitrages de placement. En France, la Banque de France calcule l'endettement intérieur total (EIT) qui regroupe l'endettement des agents résidents non financiers et de l'État, en crédit auprès des établissements de crédit résidents et à l'étranger, et en titres sur les marchés monétaire et obligataire internes et externes.

Il permet de suivre l'évolution des ressources d'emprunt total des agents non financiers résidents susceptibles, en alimentant la demande interne à l'excès, d'être la source de tensions inflationnistes.

Les agrégats monétaires français avant l'euro

Agrégat de monnaie (en décembre 1998)	Milliards de F	Milliards d'€
Billets et pièces	264,9	40,4
Dépôts à vue	1 727,8	263,4
Agrégat M₁	1 992,7	303,8
M₂ – M₁	1 787,9	272,6
Livrets A	706,8	107,8
Livrets Bleus	99,5	15,2
Comptes d'épargne logement	169,7	25,9
Codevi	230,4	35,1
Livrets d'épargne populaire	237,7	36,2
Livrets jeunes	31,8	4,9
Livrets soumis à l'impôt	312,0	47,6
Agrégat M₂	3 780,6	576,3
M₃ – M₂	1 750,9	266,9
Dépôts et titres négociables en devises	112,3	17,1
Dépôts à terme	317,1	48,3
Bons de caisse et d'épargne	135,8	20,7
Titres de créances négociables	275,4	42,0
Titres d'OPCVM monétaires	902,8	137,6
Parts de fonds communs de créances	7,5	1,1
Agrégat M₃	5 531,5	843,3
M₄ – M₃	90,7	13,3
Bons du Trésor négociables	78,3	11,9
Bons de trésorerie et BMTN	12,4	1,9
Agrégat M₄	5 622,2	857,1
Agrégat de placement (en décembre 1998)	Milliards de F	Milliards d'€
Plans d'épargne logement	1 181,5	180,1
Plans d'épargne populaire	681,0	103,8
Titres d'OPCVM garantis	171,8	26,2
Bons de capitalisation	311,0	47,4
Agrégat P₁	2 345,3	357,5
Obligations	811,5	123,7
Placements d'assurance-vie	2 908,0	443,3
Titres d'OPCVM obligations	563,3	85,9
Agrégat P₂	4 282,8	652,9
Actions	29 383,9	4 479,6
Titres d'OPCVM actions	332,9	50,8
Titre d'OPCVM diversifiés	330,8	4
Autres titres d'OPCVM	245,9	37,5
Agrégat P₃	30 293,5	4 168,2

Les agrégats monétaires de la zone euro

Exigibilités *	Zone euro (en milliards d'euros)	France (en milliards d'euro)**
Billets et pièces en circulation	319,9	40,9
+ Dépôts à vue	1 472,9	279,4
= Agrégat M₁	1 792,8	320,2
+ Dépôts à terme ≤ 2 ans	870,0	51,8
+ Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	1 254,0	279,0
= Agrégat M₂	3 916,8	651,0
+ Pensions	173,0	39,1
+ Titres de créances émis ≤ 2 ans	53,7	- 6,9
+ Instruments du marché monétaire et titres d'OPCVM monétaires	381,5	238,7
= Agrégat M₂	4 524,9	921,8

* Exigibilités du secteur émetteur de monnaie et exigibilités de l'Administration centrale (présentant un caractère monétaire) détenues par le secteur détenteur de monnaie.

** Les encours de la France (en euros ou en francs) correspondent aux exigibilités monétaires des IFM résidant en France vis-à-vis du secteur détenteur dans la zone euro.

Des agrégats monétaires de la Banque de France aux agrégats monétaires du SEBC

BANQUE DE FRANCE (en vigueur jusqu'en décembre 1998)	BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (en vigueur à partir de janvier 1999)
TERRITOIRE	
France métropolitaine et Monaco	Zone euro - dont : France métropolitaine, Monaco, départements d'outre-mer, Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon
SECTEUR ÉMETTEUR DE MONNAIE	
- Établissements de crédit et OPCVM	- Établissements de crédit et OPCVM monétaires (institutions financières monétaires)
- Trésor public et La Poste	- Trésor public et La Poste en tant que collecteurs de dépôts
- Fonds communs de créance	
- Caisse nationale des autoroutes et Caisse nationale des télécommunications	
SECTEUR DÉTENTEUR DE MONNAIE	
- Agents non financiers	- Agents non financiers - Autres intermédiaires financiers
CATÉGORIES D'INSTRUMENTS	
<i>En francs sauf mention contraire</i> Billets et pièces en circulation	<i>Toutes devises sauf mention contraire</i> Billets et pièces en circulation (dénominations nationales de l'euro jusqu'en 2002, puis euros)
+ Dépôts à vue = M1	+ Dépôts à vue = M1
+ Comptes d'épargne à vue à régime spécial	+ Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois
= M2	+ Dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans = M2
+ Titres d'OPCVM monétaires	+ Titres d'OPCVM monétaires
+ BMTN d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans	+ Titres de créance émis d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans
+ Certificats de dépôt et BISF	+ Titres du marché monétaire
+ BMTN à plus de 2 ans	+ Pensions
+ Parts de fonds communs de créances à moins de 5 ans	
+ Dépôts à terme	
+ Dépôts et titres de créance négociables en devises étrangères	
= M3	= M3

Source : Banque de France.

Organisation du marché
Tableau synoptique au 1^{er} janvier 1999

Instruments Caractéristiques	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables
Nature des émetteurs	- Établissements de crédit résidents et non-résidents - Caisse des dépôts et consignations	- Entreprises résidentes et non-résidentes autres que les établissements de crédit, ayant 2 an d'existence, constituées sous la forme de sociétés par actions, entreprises du secteur public, GIE ou sociétés en nom collectif composés uniquement d'émetteurs potentiels - Entreprises d'investissement - Institutions de la CEE et organisations internationales dont la France est membre	- Tous les émetteurs pouvant émettre des certificats de dépôt ou des billets de trésorerie
Durée à l'émission	de 1 jour à 1 an	de 1 jour à 1 an	de 1 jour sans limitation de durée
Montant minimal	1 million de francs ou contre-valeur de 1 million de francs exprimée en euros ou en devises étrangères		
Dématérialisation	Obligatoire depuis le 26 janvier 1993		
Notation	Facultative Les émetteurs notés bénéficient d'une procédure d'information allégée. La notation doit être effectuée par une agence spécialisée figurant sur une liste arrêtée par le ministre de l'Économie		
Prix d'émission	Les titres de créances négociables peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement. Si l'émission d'un titre de créance négociable ne garantit pas le remboursement de la totalité du capital, cette clause doit faire l'objet d'un avertissement dans le dossier de présentation financière ; la fraction du capital garantie par l'émetteur doit être, de plus, explicitement mentionnée lors de l'émission.		
Monnaie d'émission	Euro (y compris ses dénominations nationales) ou toute devise étrangère, sauf opposition temporaire de la Banque de France		
Rémunération	Libre Lorsque la rémunération varie en application d'une clause d'indexation qui ne porte pas sur un taux usuel du marché interbancaire, du marché monétaire ou du marché obligataire, cette clause doit être au préalable portée à la connaissance de la Banque de France		
Classement monétaire : titres d'une durée initiale inférieure à 2 ans	En cas de détention par des agents non financiers ou par la clientèle financière (entreprises d'investissement et OPCVM non monétaires) : M 3 – M 2		Titres émis par les établissements de crédit, en cas de détention par des agents non financiers ou par la clientèle financière (entreprises d'investissement et OPCVM non monétaires) : M 3 – M 2

Source : Banque de France.

Règlements en monnaie scripturale nombre d'opérations

Répartition en pourcentage à fin 1997

	Chèques		Cartes	Virements		Avis de prélèvement	Divers	Total
	Ensemble	(dont images-chèques) (1)		« papier »	automatisés			
Europe (UEM)								
Allemagne.....	5,7	(82)	4,1	4,8	43,4	42,0	-	100,0
Autriche.....	3,5		5,8	35,2	26,5	29,0	-	100,0
Belgique.....	8,1		23,6	NS	58,4	9,9	-	100,0
Danemark.....	ND	(100)	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Espagne.....	13,0		20,9	-	14,4	45,3	6,4	100,0
Finlande.....	0,4		38,2	12,2	45,8	3,4	NS	100,0
France.....	46,2	(10)	21,6	0,2	17,3	13,4	1,3	100,0
Grèce.....	12,1		63,7	3,0	18,2	3,0	-	100,0
Irlande.....	49,8		8,7	14,9	11,4	15,2	-	100,0
Italie (2).....	28,0	(42)	11,3	NS	41,5	8,6	10,6	100,0
Luxembourg.....	ND		ND	ND	ND	ND	-	ND
Pays-Bas.....	3,0		18,2	13,9	37,8	27,1	-	100,0
Portugal.....	41,3	(82)	38,9	0,6	6,7	10,5	2,0	100,0
Royaume-Uni....	30,5		31,1	5,0	14,7	18,7	-	100,0
Suède.....	ND		ND	ND	ND	ND	ND	ND
Hors Europe (UEM)								
Canada.....	45,2		35,9	-	10,6	8,3	-	100,0
États-Unis.....	76,5		19,5	-	2,6	1,4	-	100,0
Japon.....	ND		ND	ND	ND	ND	-	ND
Suisse.....	1,3		22,8	-	72,3	3,6	-	100,0

(1) Part des images-chèques dans les échanges de chèques.

(2) Pourcentages estimés à partir de l'ensemble des échanges.

Source : Banque de France – Les moyens de paiement et les systèmes d'échange et de règlement – 1998.

Répartition des échanges entre les différents systèmes d'échanges interbancaires

Pourcentage du nombre d'opérations échangées

	1994	1998
Chambres de compensation (1).	45,4	38,7
- Chèques.....	45,3	38,7
- <i>sur rayon</i>	35,3	30,0
- <i>hors rayon</i>	10,0	8,7
- Virements (2)	0,1	NS
- Effets de commerce (3)	NS	-
Virements Banque de France (4)	0,4	-
Ordinateur de compensation	7,9	-
- Virements.....	4,3	-
- LCR (5) et effets de commerce dématérialisés..	0,6	-
- Avis de prélèvement.....	1,9	-
- Titres Interbancaires de Paiement.....	0,3	-
- Paiements par cartes.....	NS	-
- Retraits.....	0,8	-
SIT (6)	22,2	58,1
- Virements.....	8,4	14,2
- <i>dont VSOT (7)</i>	-	NS
- LCR et effets de commerce dématérialisés..	1,1	1,3
- Avis de prélèvement.....	7,9	11,8
- Titres Interbancaires de Paiement.....	0,7	1,4
- Télépaiements (8).....	-	NS
- Paiements par cartes.....	-	23,3
- Retraits.....	4,1	6,1
CREIC (9)	3,3	3,2
SNPC (10)	20,8	-
- Paiements par cartes.....	20,7	-
- Retraits.....	0,1	-
Total	100,0	100,0

- (1) Les avis de prélèvement présentés sur support papier jusqu'au 5 mai 1994 (en nombre négligeable) et les avals de trésorerie sont exclus de cette rubrique.
- (2) Depuis 1997, les virements de gros montants circulent dans des systèmes particuliers : TBF et SNP.
- (3) L'échange des effets de commerce « papier » en chambre de compensation est prohibé depuis le 3 mai 1994. Depuis cette date, l'ensemble des échanges d'effets de commerce est automatisé.
- (4) Virements du Trésor et virements interbancaires - autres que de trésorerie - remis hors compensation.
- (5) LCR : Lettre de Change Relevé.
- (6) SIT : Système Interbancaire de Télécompensation. À compter de 1995, date de leur création, les chiffres du SIT incluent les VSOT et les télépaiements.
- (7) VSOT : Virement Spécialisé Orienté Trésorerie.
- (8) TEP ordinaires, TEP accélérés et virements référencés.
- (9) CREIC : Centre Régional d'Images-Chèques.
- (10) SNPC : Système National de Paiement par Carte. À partir de 1996, les autres opérations sont reprises dans les tableaux hors systèmes interbancaires.
- * Données corrigées.

Source : Banque de France – Les moyens de paiement et les systèmes d'échange et de règlement – 1998.