

COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

**LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE
DANS LES PAYS DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE**

1962

**LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE
DANS LES PAYS DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE**

PREFACE

La présente étude, consacrée aux instruments de la politique monétaire dans les Etats membres de la Communauté économique européenne, est le résultat d'un travail commun des autorités monétaires nationales et de la direction générale responsable des problèmes monétaires et financiers dans la Commission de la Communauté économique européenne.

Cette étude a été conçue à l'origine pour les besoins propres du Comité monétaire et de la Commission. Le Comité monétaire l'a utilisée, au cours de ses travaux de l'année passée, comme document de base pour des délibérations consacrées à un examen détaillé des instruments de la politique monétaire, notamment aux points de vue de leur conception générale, de leurs modalités d'utilisation et de leur efficacité. C'est au cours de ces délibérations qu'il a été suggéré de publier ces études et de les rendre ainsi accessibles à un cercle plus large de personnes intéressées par les problèmes de politique monétaire au sein du Marché commun.

Il y a lieu de remercier la Commission de la Communauté économique européenne, qui a retenu la suggestion du Comité monétaire et a rendu possible la publication de cette enquête.

Bruxelles, août 1962.

JONKHEER MR. E. VAN LENNEP

*Président du Comité monétaire de la
Communauté économique européenne*

SOMMAIRE GENERAL

Première partie	
VUE D'ENSEMBLE SUR LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LES PAYS DE LA COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE	7
Deuxième partie	
LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE DANS LA REPUBLIQUE FEDERALE D'ALLEMAGNE	55
Troisième partie	
LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN FRANCE	105
Quatrième partie	
LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN ITALIE	159
Cinquième partie	
LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN BELGIQUE	189
Sixième partie	
LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE AUX PAYS-BAS	223
Septième partie	
LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE AU LUXEMBOURG	261

Première partie

**VUE D'ENSEMBLE SUR LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
DANS LES PAYS DE LA
COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE**

SOMMAIRE

Remarques préliminaires	11
I. Les données de base de la politique monétaire	
Chapitre 1 : Le cadre institutionnel	13
Chapitre 2 : Les conditions structurelles	22
II. Les principaux instruments de la politique monétaire	
Chapitre 3 : La politique du réescompte	30
Chapitre 4 : Les opérations d'open-market	37
Chapitre 5 : La politique des réserves obligatoires	42
III. Le financement du secteur public et son influence sur la liquidité de l'économie et des banques	50

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. Les études périodiques du Comité monétaire sur la situation monétaire et financière des Etats membres ont fait apparaître dès l'origine la nécessité d'analyser de manière approfondie les moyens d'action des banques centrales et des autres autorités monétaires, c'est-à-dire en particulier les politiques d'escompte et des réserves obligatoires, les opérations d'open-market et aussi les possibilités qu'offre le financement du secteur public pour agir sur la liquidité des banques et de l'économie. L'importance de ces instruments dans chacun des six pays n'apparaissait pas toujours clairement et, surtout, les conditions de leur utilisation n'étaient pas suffisamment connues.

2. Or, une parfaite compréhension de la politique monétaire dans les Etats membres exige une connaissance aussi exacte que possible de ces instruments — souvent conçus de façon très différente —, de leur emploi dans des cadres institutionnels et structurels plus ou moins dissemblables et enfin, de leur efficacité. Cette connaissance est particulièrement importante pour le Comité monétaire, dans la mesure où le Traité le charge de formuler des avis au Conseil ou à la Commission de la Communauté économique européenne. En général, ces avis contiennent déjà les éléments essentiels des recommandations éventuelles de ces organes communautaires aux divers Etats membres ; ces recommandations ont d'autant plus de portée pratique qu'ils tiennent compte davantage des données et des possibilités spécifiques de la politique monétaire de l'Etat membre intéressé.

3. Au cours de ses travaux, le Comité monétaire a ressenti de plus en plus le besoin de disposer d'une description systématique des instruments de la politique monétaire dans les Etats membres, de leurs conditions d'utilisation et de leur efficacité. Les autorités monétaires responsables des six pays et les services de la Commission ont entrepris, en étroite coopération, des études sur les instruments de la politique monétaire dans les différents Etats membres, et ont complété ces études individuelles par une synthèse comparative. Ces études et leur synthèse ont fait l'objet de discussions approfondies au sein du Comité monétaire.

La connaissance plus approfondie des instruments de politique monétaire acquise au cours de ces travaux contribuera à rapprocher les moyens et les méthodes de la politique monétaire. Les discussions au sein du Comité permettent à ses membres, en prenant connaissance de l'expérience acquise par les divers pays dans l'utilisation de ces instruments, de perfectionner leurs propres moyens d'action dans le domaine de la politique monétaire. Les mesures adoptées en Belgique au début de 1962 pour la création d'un système de réserves obligatoires

ainsi que le perfectionnement de cet instrument en France peuvent, dans cette optique, être considérés comme un progrès à la réalisation duquel les travaux du Comité n'ont pas été étrangers.

4. Il apparaît dans l'ensemble que les instruments de la politique monétaire sont plus comparables maintenant qu'au début du Marché commun. Certes ces instruments ne sont pas utilisés dans des conditions similaires, du fait même des différences de comportement des personnes, des groupes et des institutions qui participent aux mouvements monétaires, des structures bancaires qui ne sont pas non plus entièrement comparables, et des différences de structure économique qui se traduisent par exemple par une interdépendance plus ou moins étroite des divers pays membres avec le reste du monde. Aussi n'y a-t-il pas lieu de s'attendre à une harmonisation complète des politiques monétaires, même en tenant compte de l'amélioration de la comparabilité des instruments actuellement en cours. La coordination des politiques monétaires prévue par le traité de Rome dans toute la mesure nécessaire pour le bon fonctionnement du Marché commun n'implique d'ailleurs pas une telle harmonisation. Il est néanmoins nécessaire de perfectionner les instruments et d'élaborer les modalités de leur application de façon à pouvoir atteindre l'objectif commun d'une politique monétaire coordonnée : une expansion compatible avec la stabilité interne et externe des monnaies.

I. LES DONNEES DE BASE DE LA POLITIQUE MONETAIRE

CHAPITRE I

LE CADRE INSTITUTIONNEL

5. Dans la présente étude, les moyens de la politique monétaire seront entendus comme les possibilités d'intervention dont disposent les autorités monétaires pour influencer la liquidité de l'économie, notamment par l'action sur la liquidité bancaire.

La responsabilité en matière de politique monétaire incombe – sauf au Luxembourg qui ne possède pas de banque centrale propre et constitue un cas particulier par son appartenance à l'Union économique belgo-luxembourgeoise – à la banque centrale de chaque pays, dans une mesure d'ailleurs variable d'un Etat à l'autre.

Dans certains pays membres, l'Etat a réservé à d'autres organes, ou au gouvernement lui-même, la responsabilité en dernier ressort dans le domaine de la politique monétaire, on a prévu au moins leur participation aux décisions prises en cette matière.

Il existe aussi une limitation de fait des compétences des banques centrales dans le domaine de la politique monétaire : les gouvernements influent en effet sur l'évolution monétaire par leur politique de « debt-management » et l'emploi de leurs liquidités de caisse. En fait, la politique monétaire gouvernementale recouvre généralement une coordination – plus ou moins étroite selon les Etats membres – entre les différents services publics compétents et la banque centrale.

6. Peut-être ne sera-t-il pas toujours possible de déterminer avec précision l'ampleur de l'intervention gouvernementale dans la politique monétaire ou, corrélativement, le degré d'autonomie des banques centrales. Les dispositions législatives qui règlent les rapports entre gouvernement et banque centrale ne donnent de ces relations souvent très complexes qu'un aperçu incomplet. Les possibilités ouvertes par ces dispositions ne sont pas toujours utilisées en fait par le gouvernement lorsqu'elles lui donnent la faculté de participer à l'élaboration de la politique de la banque centrale ou d'intervenir dans ce domaine ; à l'inverse, une très large autonomie de la banque centrale n'exclut pas la possibilité pour le gouvernement de faire prendre ses vues en considération. Les dispositions légis-

latives et réglementaires ne deviennent essentielles que dans les cas de conflits extrêmes, tandis que dans la pratique courante de la politique monétaire, le degré de collaboration entre gouvernement et banque centrale dépend plutôt des personnalités en présence.

Dans la mesure où les rapports entre gouvernement et banque centrale sont définis par des dispositions législatives et réglementaires, celles-ci sont brièvement décrites ci-dessous :

7. *Dans la république fédérale d'Allemagne*, la loi de 1957 sur la Bundesbank habilite cet institut à fixer le taux d'escompte, le taux des avances et les taux de cession et de rachat des valeurs du marché monétaire, à établir, dans les limites fixées par la loi, les taux des réserves obligatoires, et à déterminer les principes régissant ses opérations de crédit et d'open-market. Si dans l'exercice de ces responsabilités, la Bundesbank n'est pas soumise aux directives du gouvernement fédéral, elle est cependant tenue d'appuyer la politique économique gouvernementale dans la mesure du moins où cette obligation est compatible avec sa tâche propre qui consiste, selon la brève définition qu'en donne la loi, à « sauvegarder la monnaie » (die « Währung zu sichern »).

Cette loi contient aussi quelques précisions au sujet de la collaboration entre gouvernement et banque centrale.

a) La Bundesbank doit conseiller le gouvernement fédéral sur toutes les questions essentielles en matière de politique monétaire et lui fournir les informations qu'il lui demande.

b) Les membres du gouvernement fédéral ont le droit de participer aux délibérations de l'organe exécutif de la Bundesbank, le Conseil de la banque centrale (Zentralbankrat). Ils ne jouissent pas du droit de vote, mais peuvent déposer des motions. A leur demande, la décision peut être différée de deux semaines au maximum.

c) Le gouvernement fédéral doit inviter le président de la Bundesbank à participer à ses délibérations sur les questions relevant de la politique monétaire.

La loi de 1957 ne contient pas d'autres dispositions. Elle ne prévoit en particulier aucune instance d'appel ou d'arbitrage en cas de litige.

La large autonomie institutionnelle de la Bundesbank est complétée par l'indépendance personnelle des membres du Conseil de la banque centrale (Zentralbankrat) organe supérieur de la banque centrale. Celui-ci est composé du président et du vice-président de la Deutsche Bundesbank, des autres membres (actuellement au nombre de sept) du directoire de la Bundesbank, et des onze présidents des banques centrales des Länder (Landeszentralbanken, celles-ci constituant les administrations principales (Hauptstellen) de la Bundesbank dans les Länder dans les villes hanséatiques et à Berlin-Ouest). Les membres du directoire (Direktorium) sont proposés par le gouvernement fédéral; les présidents des

banques centrales des Länder le sont par le Bundesrat (deuxième chambre du Parlement composée des représentants des gouvernements des Länder) sur la base de propositions des autorités compétentes des Länder; les uns et les autres sont nommés pour une durée de huit ans par le président de la République fédérale, après consultation du Conseil de la banque. Le président de la Deutsche Bundesbank, qui est aussi le président du directoire, préside également le Zentralbankrat qui se réunit en général tous les quinze jours.

8. En France, le cadre institutionnel de la politique monétaire se trouve déterminé par la loi du 2 décembre 1945 relative à la nationalisation de la Banque de France et des grandes banques et à l'organisation du crédit. Ce texte s'est superposé aux lois, décrets et conventions qui fixaient auparavant le statut de la Banque de France. Il a créé un Conseil national du crédit dont le rôle est essentiellement de fixer l'orientation de la politique du crédit et de rechercher comment elle doit s'adapter à l'évolution économique de la nation.

Le gouvernement, le Conseil national du crédit et la Banque de France se trouvent ainsi intimement associés dans les responsabilités monétaires.

Le gouverneur de la Banque de France est nommé, pour une durée non précisée, par décret du président de la République pris en Conseil des ministres. Assisté de deux sous-gouverneurs désignés dans les mêmes conditions, il préside le conseil général de la Banque qui est composé comme suit :

- sept conseillers sont nommés par le ministre des finances pour représenter les intérêts généraux (travail – industrie – agriculture etc.);
- quatre sont membres de droit en qualité de directeurs généraux des principaux établissements de crédit spécialisés du secteur public;
- un conseiller est élu par le personnel de la Banque. Deux censeurs, hauts fonctionnaires du ministère des finances, participent avec voix consultative aux séances du conseil général.

C'est la Banque de France qui fixe notamment les taux et les conditions applicables aux opérations de réescompte et d'open-market; depuis le début de 1961, il lui incombe également de fixer, à l'intérieur des limites autorisées par le Conseil national du crédit, le taux du coefficient de trésorerie.

Le Conseil national du crédit est présidé par le ministre des finances et des affaires économiques, le gouverneur de la Banque de France étant vice-président de droit. Les quarante-trois membres de ce Conseil groupent onze représentants des usagers du crédit, huit représentants des organisations ouvrières, huit représentants des ministères à compétence économique, huit représentants des milieux financiers et bancaires, enfin huit membres exerçant ou ayant exercé des fonctions de direction dans les établissements publics et semi-publics de crédit. Le secrétariat du Conseil est assuré par un service particulier de la Banque de France, et c'est en fait le gouverneur qui préside presque toujours

les séances. Le Conseil national du crédit émet des propositions, donne des avis ou formule des recommandations à l'intention des ministres compétents. Mais l'essentiel de ses attributions consiste à prendre des « décisions de caractère général » en ce qui concerne la réglementation de l'activité bancaire (coefficients de trésorerie, tarifs bancaires, réglementation des ventes à tempérament, etc.).

Le contrôle de la profession bancaire et des professions assimilées est exercé par la Commission de contrôle des banques, présidée elle aussi par le gouverneur de la Banque de France. Si l'on ajoute que ce dernier préside également le Comité des Bourses de valeurs, dont la compétence s'exerce sur le marché financier, on aperçoit l'importance de son rôle et les impulsions qu'il est en mesure de donner dans des domaines fort divers, en liaison étroite avec le ministre des finances, qui est d'ailleurs lui-même représenté dans tous les rouages qui viennent d'être mentionnés.

9. En *Italie*, les pouvoirs de décision en matière de politique monétaire ont pour l'essentiel été confiés au comité interministériel du crédit et de l'épargne (*comitato interministeriale per il credito e il risparmio*). Les compétences de la banque centrale dans ce domaine doivent être considérées comme des fonctions dérivées ou déléguées.

Le comité interministériel – créé en 1947 – est composé, sous la présidence du ministre du Trésor, des ministres des travaux publics, de l'agriculture, de l'industrie et du commerce, du commerce extérieur et du budget. Le gouverneur de la Banca d'Italia participe aux délibérations du Comité.

Ce comité définit la politique monétaire et exerce des fonctions étendues en matière de contrôle des banques. Ses décisions sont exécutées par le ministère du Trésor et par la Banca d'Italia qui est soumise au contrôle du ministère du Trésor. Celui-ci est habilité à modifier le taux d'escompte, par décret, ce qu'il fait en pratique sur proposition du gouverneur de la banque centrale.

La Banca d'Italia est gérée par un conseil supérieur (*consiglio superiore*) dont le rôle est analogue à celui d'un conseil d'administration et qui se compose du gouverneur, et de douze conseillers nommés par l'assemblée générale des actionnaires, ceux-ci étant des caisses d'épargne – qui détiennent 59% du capital de la Banque – d'autres établissements de crédit et des instituts de prévoyance et d'assurances. Le conseil supérieur nomme le gouverneur, le directeur général adjoint, qui forment le directoire de la Banque; ces nominations doivent être approuvées par un décret du président de la République. Le conseil supérieur n'a pas de compétence dans le domaine de la politique monétaire, celle-ci étant exercée par le comité interministériel auquel participe le gouverneur de la Banca d'Italia. Il y a une nette séparation entre l'administration de la Banque et l'exercice des compétences monétaires.

10. Aux *Pays-Bas*, la *Nederlandsche Bank* (qui est une société par actions qui appartient en totalité à l'Etat) « a pour mission, en vertu de la loi bancaire de 1948, de fixer et maintenir la valeur de l'unité monétaire néerlandaise de la façon la plus adéquate à assurer la prospérité du pays ».

Les prérogatives en matière de politique monétaire appartiennent au directoire de la Banque, qui se compose du président, du secrétaire ainsi que de directeurs dont le nombre ne peut être inférieur à trois, ni supérieur à cinq. Les membres du directoire sont nommés pour sept ans par la Couronne sur proposition d'une assemblée commune réunissant le directoire et le conseil de surveillance; ils sont suspendus ou révoqués par la Couronne également (cf. aussi le dernier alinéa du paragraphe 10). Le conseil de la Banque (*Bankraad*) est un autre organe chargé de la politique monétaire. Composé de dix-sept membres, il est présidé par le commissaire royal, qui exerce le contrôle de l'Etat sur la Banque et peut participer avec voix délibérative aux réunions du conseil de surveillance et de l'assemblée commune. Quatre des membres du Conseil de la Banque doivent être désignés par le conseil de surveillance parmi ses propres membres. Douze de ses membres sont nommés pour quatre ans par la Couronne sur proposition des organisations d'entrepreneurs et de travailleurs, de telle sorte que le commerce (y compris les transports), l'industrie et l'agriculture soient représentés chacun par deux membres, la catégorie des travailleurs ainsi que les milieux financiers et bancaires par trois membres chacun.

Aux réunions du conseil de la Banque, qui ont lieu au moins six fois par an, participent à titre consultatif le directoire de la Banque, le trésorier général ainsi que des représentants des ministères de l'économie, de l'agriculture et des affaires sociales. Au cours des réunions, le président de la Banque fait un rapport sur l'évolution économique et financière du pays et sur la politique suivie par la Banque. Le conseil de la Banque peut prendre l'initiative de donner au ministre des finances des avis sur les problèmes importants de la politique de la Banque; de même, le ministre des finances, peut, après consultation du directoire, solliciter ces avis.

Lorsqu'il le juge nécessaire pour la coordination de la politique monétaire et financière, le ministre des finances peut, après avoir consulté le Conseil de la Banque, donner des instructions au directoire. Celui-ci a toutefois trois jours pour présenter des objections à la Couronne qui examine alors les directives ministérielles. Si ces dernières sont confirmées, les décisions de la Couronne et les objections du directoire sont publiées au « *Nederlandse Staatscourant* », dans la mesure où l'intérêt de l'Etat ne s'y oppose pas. Les membres du directoire qui n'appliqueraient pas les directives du ministre des finances, n'ayant soulevé aucune objection ou confirmées par la Couronne, peuvent, après consultation du Conseil d'Etat, être démis de leurs fonctions.

11. La *Belgique* connaît une certaine décentralisation des pouvoirs en matière de politique monétaire. La Banque nationale de Belgique qui est une société

par actions dont la moitié du capital appartient à l'Etat, est surtout compétente en ce qui concerne la politique des taux, la fixation des conditions de réescompte et la politique des réserves obligatoires (système du « coefficient de réserve monétaire »). Ce coefficient est fixé par la Commission bancaire, mais sur proposition de la Banque nationale de Belgique. Les opérations d'open-market sont assurées par un organisme spécial, le Fonds des rentes.

La Banque nationale est administrée par le gouverneur qui préside à la fois le conseil de régence et le comité de direction. Il est nommé par le roi pour cinq ans. Les directeurs – dont le nombre ne peut être inférieur à trois ni supérieur à six – sont nommés, également par le roi, sur proposition du conseil de régence, pour une durée de six ans.

Le comité de direction examine et règle toutes les affaires qui ne sont pas réservées expressément au conseil de régence. En cas d'urgence, il peut modifier les taux de l'escompte et des avances, mais doit en référer au conseil de régence lors de sa plus prochaine réunion.

Le conseil de régence se réunit au moins une fois par semaine. Il se compose du gouverneur, des directeurs et de dix régents. Les régents sont élus par l'assemblée générale des actionnaires pour trois ans. Deux d'entre eux sont choisis sur proposition des organisations les plus représentatives des travailleurs, trois sur proposition des organisations les plus représentatives de l'industrie, du commerce et de l'agriculture. Deux régents sont choisis parmi les personnalités dirigeantes des institutions financières d'intérêt public. Les trois autres régents sont présentés par le ministre des finances. Le conseil de régence délibère sur les questions générales relatives à la Banque, à la monnaie, au crédit et au développement économique du pays. Il fixe les taux et les conditions de l'escompte, des avances et des prêts. Toutefois, le gouverneur de la Banque peut surseoir à l'exécution des décisions du conseil de régence pour les soumettre au conseil général qui est alors convoqué d'urgence et qui réunit, sous la présidence du gouverneur, les membres du conseil de régence, et ceux du collège des censeurs, organe de contrôle composé de huit à dix membres.

Enfin, le ministre des finances exerce un contrôle de toutes les opérations de la Banque par l'intermédiaire d'un commissaire du gouvernement – nommé par le roi – qui dispose d'un droit de veto suspensif à l'encontre de toute mesure contraire aux lois ou aux « intérêts de l'Etat », et qui peut participer, avec voix consultative, aux réunions des différents organes de la Banque.

D'autres institutions que la Banque nationale de Belgique jouissent de prérogatives en matière de politique monétaire. Le Fonds des rentes a déjà été mentionné. De son côté, l'Institut de réescompte et de garantie exerce une influence sur l'évolution du marché monétaire. Enfin, en dehors de ses fonctions de contrôle des banques et des émissions de valeurs sur le marché financier, la

des coefficients bancaires. Mais ce mécanisme a été remplacé à partir de 1962 par un système de réserves obligatoires de forme classique.

La décentralisation des pouvoirs en matière de politique monétaire est atténuée par le fait que la Banque nationale de Belgique est, en tant que principale instance responsable de la politique monétaire, représentée dans toutes ces institutions, au sein desquelles elle peut exprimer son avis. C'est ainsi que le Fonds des rentes est administré conjointement par le Trésor et la Banque. L'Institut de réescompte et de garantie est administré par un comité de direction, composé d'un président et de sept membres, nommés et révocables par le roi; quatre de ces membres sont choisis sur une liste comprenant notamment trois candidats présentés par l'assemblée générale des détenteurs de parts (banques et institutions financières), pour chacun des mandats auxquels il y a lieu de pourvoir; il est d'usage que le président et deux membres du comité appartiennent à la Banque nationale. Les opérations de l'Institut sont contrôlées par un commissaire du gouvernement qui peut participer à toutes les réunions du comité de direction avec droit de veto.

Les décisions les plus importantes de la Commission bancaire – notamment celles relatives à l'ancienne réglementation du coefficient bancaire – sont soumises à l'approbation ministérielle. Dans le nouveau système des réserves obligatoires, cette approbation est requise lorsque le relèvement des taux de réserves dépasse trois points au cours d'une même période de trente jours.

12. Le *Luxembourg* ne possède pas de banque centrale. En vertu d'accords passés entre l'Etat luxembourgeois et l'Etat belge, la circulation fiduciaire luxembourgeoise est limitée au montant symbolique de trois cent millions de francs, et se trouve complétée par des billets et jetons belges ayant, au même titre que le franc luxembourgeois, cours légal dans le Grand-Duché.

Sa souveraineté monétaire se réduit à la seule fixation de la parité de sa monnaie. Un établissement public, la Caisse d'épargne de l'Etat, exerce une influence considérable sur l'évolution du crédit au Luxembourg. La Caisse d'épargne de l'Etat fait fonction de banque d'Etat, et ses dépôts sont exprimés en francs luxembourgeois et sont employés, pour autant que faire se peut, dans le Grand-Duché, l'excédent de trésorerie étant placé de préférence en Belgique dans des valeurs facilement mobilisables. Son importance égale celle de toutes les autres banques, établies au Grand-Duché.

Les dépôts auprès de la Caisse d'épargne de l'Etat sont garantis par l'Etat, qui d'ailleurs contrôle les opérations de cet établissement. La Caisse d'épargne de l'Etat est contrôlée par un commissaire, nommé par arrêté ministériel, qui peut assister aux réunions tant du conseil d'administration que du comité de direction; elle est également surveillée par le commissariat au contrôle des banques.

La Caisse d'épargne de l'Etat est gérée par un conseil d'administration composé du directeur, du sous-directeur, nommés par arrêté grand-ducal, et de cinq administrateurs au plus, nommés par arrêté ministériel, parmi lesquels on compte le directeur honoraire de l'établissement, un représentant de la Chambre de commerce, un de la Chambre des métiers et un de l'Office national du travail. Le conseil d'administration fixe le taux d'intérêt et les conditions des prêts, et assume la responsabilité de la politique des placements de la Caisse. Enfin, il surveille la gestion de la direction.

Il convient de souligner que les décisions du conseil d'administration soumises à l'approbation ministérielle deviennent exécutoires nonobstant l'opposition de l'autorité de tutelle, si le conseil confirme par une nouvelle délibération la position adoptée antérieurement. Le gouvernement a cependant le droit de dissoudre le conseil d'administration.

Le comité de direction, qui se compose actuellement, en dehors du directeur et du sous-directeur, de trois conseillers de direction nommés par arrêté ministériel, statue sur l'admission ou le rejet des demandes individuelles de prêts et de crédits, et possède dans ses attributions tous les actes de gestion qui ne sont pas spécialement réservés au conseil d'administration.

En définitive :

- les prérogatives de la Caisse d'épargne de l'Etat en matière de politique monétaire portent exclusivement sur la monnaie scripturale ;
- la politique monétaire pratiquée par cet établissement public autonome est déterminée, sous réserve des observations qui précèdent, par le gouvernement ;
- les opérations de la Caisse d'épargne de l'Etat sont sous le contrôle direct du gouvernement représenté par un commissaire de surveillance.

13. En dehors de leurs attributions en matière de politique monétaire, au sens étroit du terme, les banques centrales des Etats membres ont, toutes, de très larges compétences dans le domaine de la politique, de la *surveillance* et du *contrôle bancaires*. Du point de vue monétaire, ces responsabilités dépassent, par leur importance, le cadre de la simple surveillance de la liquidité et de la solvabilité, notamment dans les pays où la politique monétaire recourt à des méthodes sélectives et où il incombe également aux autorités de contrôle bancaire de fixer les taux des intérêts débiteurs et créditeurs.

Ces compétences sont particulièrement étendues dans le cas de la Banca d'Italia et de la Banque de France. En *Italie*, la banque centrale, qui dispose à cette fin d'un appareil important et qui exerce en fait des responsabilités très étendues en ce domaine, veille seule à l'exécution des décisions prises par les instances de contrôle des banques, c'est-à-dire le comité interministériel du crédit et de l'épargne ainsi que par le ministre du Trésor. De même, la *Banque de France* rend exécutoires les décisions prises par le Conseil national du crédit,

qu'elles soient de caractère général ou de nature individuelle, et participe à la mise en oeuvre de ces décisions aussi bien que de celles de la Commission de contrôle des banques qui est, comme il a été indiqué, présidée par le gouverneur de la Banque de France. En Italie, les compétences des instances chargées de la politique monétaire et de la surveillance bancaire s'étendent également aux établissements de crédit à long terme. En France, ces établissements spécialisés sont soumis à la surveillance directe de l'Etat. Mais il va de soi que cette différence de structure ne saurait aller à l'encontre de la nécessité, pour ces établissements, d'adapter leurs opérations aux exigences de la politique économique générale.

En République fédérale d'Allemagne, la loi sur l'organisation de la profession bancaire (« Gesetz über das Kreditwesen »), entrée en vigueur au début de 1962, prévoit expressément une coopération entre l'Office fédéral de contrôle des banques (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen) et la Bundesbank qui a des attributions propres dans certains domaines du contrôle bancaire, notamment en ce qui concerne l'octroi des crédits importants. Lorsqu'il présente au président de la République fédérale ses propositions en vue de nommer le président de cet organisme, le gouvernement fédéral doit consulter la banque centrale. Cet Office ne peut publier de dispositions concernant la solvabilité et la liquidité des banques qu'en accord avec l'institut d'émission; lorsque le ministère fédéral de l'économie ou l'Office fédéral de surveillance bancaire fixe les conditions d'octroi des crédits et d'acceptation des dépôts, cette réglementation ne peut être promulguée sans que la Banque fédérale y ait participé. Ces conditions doivent être déterminées de manière à renforcer l'effet des mesures prises par la Banque en matière de politique du crédit.

En Belgique, la Banque nationale dispose d'un représentant au sein de la Commission bancaire qui est l'organe de surveillance des banques. Elle met par ailleurs son appareil technique à la disposition de cette Commission agissant ainsi comme la Banque de France vis-à-vis du Conseil national du crédit ou comme la Banca d'Italia vis-à-vis du comité interministériel pour le crédit et l'épargne. A la demande de la Commission bancaire, elle effectue des enquêtes; son avis est nécessaire si la Commission bancaire voulait fixer des taux d'intérêt maxima pour certaines catégories de crédit.

Aux Pays-Bas, la surveillance et le contrôle des banques sont assurés par la banque centrale elle-même. Dans le système néerlandais, en effet, la loi de 1956 sur le régime des crédits confère à la Nederlandsche Bank des compétences assez larges dont elle peut faire usage pour remplir la mission qui lui est dévolue dans ses statuts. Ces compétences comportent pour la banque centrale la faculté de consulter les associations professionnelles de banques et de passer avec elles des conventions lorsque la situation évolue d'une manière pouvant, à son sens, nuire à l'accomplissement de sa mission. C'est sur cette base, par exemple, que la Nederlandsche Bank a mis en oeuvre son système des réserves obligatoires, qui n'est pas prévu par la loi relative à la banque centrale.

CHAPITRE 2

LES CONDITIONS STRUCTURELLES

14. Les méthodes et l'efficacité de la politique monétaire sont déterminées à des degrés différents dans les Etats membres par les conditions structurelles de l'économie nationale en général et du système bancaire en particulier. On n'indiquera ici que les principales données structurelles.

15. *L'importance des transactions financières avec l'étranger* est une première donnée importante de la politique monétaire. Si l'on prend pour référence - à vrai dire très grossière - la relation entre les exportations et les services fournis, d'une part, et le produit national brut, d'autre part, on obtient pour les différents Etats de la C.E.E., au titre de l'année 1960, les chiffres suivants (en pourcentage du produit national brut):

Luxembourg ¹	80
Pays-Bas	50
Belgique	34
R.F. d'Allemagne ²	25
Italie	16
France	15

Des différences aussi considérables ne sont pas sans influence sur le degré de dépendance des économies nationales à l'égard de la conjoncture mondiale. Avec la libération quasi complète des échanges de biens et services, le rétablissement de la convertibilité et l'élimination très poussée des restrictions aux mouvements des capitaux, les relations avec l'étranger ont eu tendance à s'accroître dans tous les Etats de la C.E.E. notamment l'Italie et la France, c'est-à-dire les deux pays autrefois le plus fortement protégés contre les fluctuations de la situation économique à l'étranger.

Sans doute, les échanges de la France et de l'Italie avec l'étranger demeurent-ils relativement peu importants par rapport à ceux des Pays-Bas, de la Belgique et du Luxembourg et leurs gouvernements n'ont pas besoin, lorsqu'ils veulent agir sur l'évolution de leur économie en recourant à des mesures de politique monétaire, de tenir compte au même degré des rapides répercussions de ces mesures sur leurs échanges extérieurs. En outre, le maintien de certaines restrictions, notamment dans le domaine des mouvements de capitaux à court

¹ Année 1959

² Sans Berlin ni la Sarre.

terme, rend l'Italie et la France moins sensibles aux mouvements internationaux de capitaux de cette catégorie que l'Allemagne fédérale, les Pays-Bas, la Belgique et le Luxembourg. La politique des taux d'intérêt dispose dans ces deux pays d'une marge plus large pour pouvoir s'exercer d'une manière autonome ; il semble cependant que les derniers temps cette autonomie relative vis-à-vis de l'évolution des taux d'intérêt à l'étranger ait tendu à disparaître, d'autant plus que les banques des différents pays membres, sauf en France, ont la possibilité – qu'ils utilisent largement – de détenir des avoirs en devises et d'effectuer des placements sur les marchés monétaires étrangers.

16. Par leurs caractéristiques générales, les *habitudes du public en matière de placements et surtout de liquidité* font également partie des données structurelles dont la politique monétaire doit tenir compte. Ici encore, les bases de comparaison sont très grossières. On peut avoir une certaine idée de la grande diversité des structures en comparant les relations existant dans les divers Etats membres entre les actifs liquides des ménages, des entreprises non bancaires et des collectivités publiques d'une part, et le produit national brut d'autre part. La composition de ces actifs liquides varie d'un pays à l'autre ; elle est également en soi un élément structurel important de la politique monétaire.

Tableau 1

LA LIQUIDITE DE L'ECONOMIE DANS LES PAYS MEMBRES
EN 1960

	Liquidités primaires en % du produit national brut	Circulation fiduciaire en % des liquidités primaires	Liquidités secondaires en % du produit national brut
Allemagne (R.F.)	18	41	25
Belgique	36	56	25
France	34	42	21
Italie	37	36	30
Luxembourg	43 ¹	41 ¹	41
Pays-Bas	27	45	38

¹ Y compris les billets et monnaies divisionnaires belges circulant sur le territoire luxembourgeois (évaluation).

Si l'on considère la fraction la plus liquide de cette « liquidité de l'économie », c'est-à-dire la circulation fiduciaire et les dépôts à vue (*liquidité primaire*), la situation se présente de la manière suivante dans les différents pays.

En *Allemagne fédérale*, le rapport de la liquidité primaire au produit national brut est très faible (18%) et il est demeuré remarquablement stable dans l'ensemble depuis 1950. Aux Pays-Bas, il a atteint 27% en 1960, après avoir connu depuis 1950 d'amples fluctuations caractérisées cependant par une tendance à la baisse. En France, en Belgique, en Italie et au Luxembourg, ce même rapport s'établit respectivement à 34, 36, 37 et 43% en 1960, après s'être relevé depuis 1950 tant en France qu'en Italie et au Luxembourg — avec des oscillations plus marquées dans le premier de ces trois pays — et avoir au contraire fléchi en Belgique depuis cette même date.

La part de la *circulation fiduciaire* dans la « liquidité primaire » (qui est un indice de besoin croissant des banques en liquidités pour financer l'augmentation de la circulation fiduciaire dans une économie en expansion) est également très variable d'un pays à l'autre. La république fédérale d'Allemagne, le Luxembourg, la France et les Pays-Bas accusent, avec 41, 41, 42 et 45% (en 1960) des taux sensiblement égaux, tandis que ce taux est nettement inférieur (36%) en Italie, et nettement supérieur en Belgique, où il a atteint 56%.

L'importance et la composition de la « *liquidité secondaire* » — appelée aussi « épargne liquide » en France — présentent également des différences très grandes dans les divers Etats membres. En France, aux Pays-Bas et, dans une plus faible mesure, en Italie et au Luxembourg, les ménages et les entreprises détiennent, en dehors de leurs dépôts d'épargne et de leurs dépôts à terme, des titres à court terme émis par l'Etat et les autres collectivités publiques (en France, ces titres représentent le tiers du volume de la liquidité secondaire). En Allemagne fédérale et en Belgique, les épargnes des ménages et les fonds disponibles des entreprises ne trouvent guère cette possibilité de emploi liquide; c'est pourquoi, dans ces pays, la liquidité secondaire consiste presque exclusivement en dépôts à terme et en dépôts d'épargne auprès des banques et des caisses d'épargne.

Pour des raisons d'ordre statistique et de terminologie, on ne peut procéder qu'avec certaines réserves à une comparaison du rapport de la liquidité secondaire au produit national brut dans les Etats membres, où la liquidité secondaire n'est pas définie de la même manière. Aux Pays-Bas, par exemple, les statistiques de la liquidité secondaire ne comprennent pas, pour des raisons institutionnelles, les dépôts d'épargne gérés par les caisses d'épargne. Si on ajoute ces dépôts, pour faciliter les comparaisons et pour tenir compte du caractère de placement liquide inhérent aux capitaux constituant les dépôts d'épargne, la comparaison entre les pays de la C.E.E. se présente de la façon suivante.

En 1960, la France, l'Allemagne fédérale et la Belgique étaient les pays où le rapport entre la liquidité secondaire — de structure d'ailleurs différente — et le produit national brut était le plus faible, avec respectivement 21, 25 et 25%. En Italie, ce rapport s'élevait en revanche à 30%, aux Pays-Bas à 38%, et au Luxembourg à 51%. Dans les dernières années, sa progression continue a

été commune à tous les Etats membres; c'est en Allemagne fédérale qu'elle a été la plus forte, car la réforme monétaire de 1948 y avait radicalement fait disparaître les liquidités, et les disponibilités s'étaient d'abord reconstituées sous une forme aussi liquide que possible.

Sans aborder l'analyse des causes des différences structurelles constatées et de l'évolution de la situation dans les divers Etats membres, on observera que ces différences représentent pour la politique monétaire des données non négligeables.

17. La *structure du système bancaire* est un autre élément important pour la politique monétaire. Elle est également très différente dans les divers Etats membres.

En *Allemagne fédérale* prédomine le type de la banque universelle, qui peut se livrer à toutes les catégories d'opérations bancaires. En dehors des dépôts à vue, à terme et d'épargne, ce type d'établissement peut accepter des fonds à long terme et, corrélativement, en dehors des crédits à court terme, il peut accorder des crédits à moyen et à long terme. Même les caisses d'épargne, qui se limitaient généralement dans le passé aux opérations d'épargne et de crédit à long terme, interviennent de plus en plus dans les opérations de dépôts et de crédit à court terme. Bien qu'elles se consacrent en premier lieu au financement des classes moyennes, les plus grandes d'entre elles, et notamment les centrales de virement (*Girozentralen*), qui sont placées à la tête de leurs réseaux, participent très largement aux opérations importantes de crédit, au financement de l'industrie ainsi qu'aux consortiums d'émission. Une autre catégorie importante de banques comprend les instituts de crédit hypothécaire et les organismes publics de crédit foncier, qui financent leurs opérations à long terme presque exclusivement par des émissions d'obligations et par des emprunts directs.

Au *Luxembourg*, également les banques peuvent aussi effectuer toutes les catégories d'opérations. Elles acceptent des dépôts à vue, à terme et d'épargne et, corrélativement, en dehors des crédits à court terme, accordent des crédits à moyen et long terme. Même la Caisse d'épargne de l'Etat, qui se limitait avant la dernière guerre mondiale aux opérations d'épargne et de crédit à long terme, se livre actuellement dans une large mesure aux opérations de crédit à court terme.

Aux *Pays-Bas*, les banques commerciales effectuent traditionnellement les opérations de dépôt et de crédit à court terme; toutefois, au cours des dernières années, la participation croissante de ces banques à la collecte de l'épargne a donné lieu à une certaine extension des opérations de crédit à plus long terme. D'autre part, les caisses d'épargne néerlandaises acceptent presque exclusivement les dépôts sur compte d'épargne, comme les y oblige d'ailleurs la loi de 1956 sur le système bancaire; les opérations de crédit à moyen et à long termes y prédominent. Les coopératives de crédit agricole ont les mêmes attributions

que les banques commerciales et les caisses d'épargne. La plus grande partie de leurs dépôts vient de l'épargne; l'octroi de crédits à court terme, notamment à l'agriculture, ne revêt pas l'importance du crédit à moyen et à long terme. Pour les opérations de crédit à long terme avec les collectivités locales, un établissement de crédit spécial, la Bank voor Nederlandsche Gemeenten, joue un rôle particulier.

En *Belgique*, les banques de dépôts acceptent aussi bien les dépôts à vue et à terme que les dépôts sur compte d'épargne. Bien qu'il ne leur soit pas interdit d'effectuer des opérations à long terme, ces banques pratiquent essentiellement le crédit à court et à moyen terme, peut-être parce qu'une partie de leur actif est bloqué sous forme de fonds d'Etat qu'elles sont tenues de conserver en application des coefficients bancaires. Les caisses d'épargne privées peuvent accepter des dépôts de toute nature, mais en se consacrant surtout aux opérations de dépôt sur carnets d'épargne, et la plupart de leurs opérations d'actif portent sur des crédits à long terme, la part des crédits à court terme étant faible. En face des caisses d'épargne privées, c'est la Caisse générale d'épargne et de retraite qui joue en Belgique le rôle le plus important dans le domaine de l'épargne. Cet établissement semi-public, qui n'accepte que des dépôts sur carnets d'épargne, est le principal organisme de crédit à moyen et à long terme. Elle affecte ses ressources principalement à des placements en fonds publics, à des crédits à la construction et, dans une moindre mesure, à des prêts à l'industrie et à l'agriculture; elle contribue aussi au financement des exportations. La Caisse générale intervient largement aussi sur le marché monétaire, notamment par des prêts au jour le jour, par la souscription de certificats de trésorerie à court terme, ainsi que par des achats d'acceptations. Des établissements spécialisés accordent à l'industrie et aux collectivités locales des crédits à moyen et à long terme, qu'ils financent surtout grâce à leurs propres émissions d'obligations.

18. Les systèmes bancaires de la France et de l'Italie se distinguent très nettement de ceux des pays indiqués ci-dessus. Dans les deux pays, la loi établit une distinction très marquée entre les établissements de crédit qui font des opérations à court terme d'une part et ceux qui font des opérations à moyen et long terme d'autre part.

En *France*, la première catégorie comprend les banques de dépôts, qui représentent à elles seules près de 90% des comptes créditeurs détenus par les établissements bancaires proprement dits. Ces banques ne peuvent recevoir du public des fonds à plus de deux ans d'échéance; depuis mars 1957, elles sont, en outre, autorisées à accueillir, sous la dénomination de « comptes spéciaux », des dépôts d'épargne qui font d'ailleurs l'objet de règles strictes.

26 Les banques d'affaires sont habilitées à effectuer toutes les opérations de crédit pratiquées par les banques de dépôts, mais ne sont pas soumises, pour

leurs emplois, aux dispositions restrictives dont celles-ci sont l'objet en matière de participations. Elles sont autorisées à gérer des dépôts à plus de deux ans de terme ou de préavis ; elles peuvent également recevoir des dépôts à moins de deux ans de la part des commerçants et des particuliers avec lesquels elles sont en relations financières.

Dans le domaine du court et du moyen terme interviennent aussi les banques populaires et les caisses de crédit agricole qui ne dépendent pas du Conseil national du crédit, mais traitent dans leurs secteurs propres des opérations comparables à celles des banques.

La distribution de crédit à long terme est surtout le fait d'un certain nombre d'établissements spécialisés collecteurs d'épargne qui entretiennent avec le Trésor d'étroites relations financières et dont l'activité est soumise à la surveillance de l'Etat. Les « banques de crédit à long et moyen terme », soumises quant à elles à l'autorité du Conseil national du crédit, ne jouent en ce domaine qu'un rôle très limité.

Il convient de faire une place à part aux caisses d'épargne qui, en France, ne font pas partie du système bancaire. En vertu de leurs statuts, les caisses d'épargne confient les fonds collectés par elles à la Caisse des dépôts et consignations, établissement du secteur public, qui finance, à l'aide de ces fonds, d'importantes opérations de prêts à moyen et à long terme, notamment au profit des collectivités locales et de la construction de logements.

Dans le *système bancaire italien*, une distinction est établie depuis les années 1930 entre les établissements de crédit à court terme et les établissements de crédit à moyen et long terme. Mais cette distinction n'est pas très stricte, et l'on observe des chevauchements. Dans certaines limites, plus étroites d'ailleurs, pour les banques que pour les caisses d'épargne, ces établissements appelés « *aziende di credito* » peuvent aussi effectuer des opérations à moyen terme. L'acceptation de dépôts à vue, à terme et d'épargne par ces établissements n'est soumise à aucune limitation. Il existe une relation étroite entre ces établissements et les organismes de crédit spécialisés dont une partie du capital est détenue par les premiers.

Ces organismes spécialisés (pour les crédits industriels à long terme, pour le financement des travaux publics et pour les crédits agricoles) tirent leurs ressources à concurrence de 60% environ en émettant des bons de caisse et en plaçant des obligations sur le marché financier, de 25% en recourant au système bancaire, et 15% en faisant appel au Trésor. Ils accordent uniquement des crédits à moyen et à long terme.

19. La *structure du marché financier* et la politique suivie sur ce marché par les organes responsables revêtent de l'importance pour la politique monétaire. Le facteur essentiel est à cet égard l'ampleur plus ou moins grande des

portefeuilles bancaires en valeurs à long terme; ce facteur détermine dans une certaine mesure les relations existant entre le marché monétaire et le marché financier, ainsi que le degré de dépendance des taux d'intérêt du marché financier à l'égard de la politique monétaire de la banque centrale. Il importe enfin de connaître le degré de contrôle exercé par l'Etat sur les émissions.

Dans la *république fédérale d'Allemagne*, les établissements de crédit (banques commerciales et centrales de virement des caisses d'épargne (Girozentralen der Sparkassen) constituent les syndicats pour l'émission d'obligations et d'actions. Groupés au sein d'un comité créé par elles, le Comité du marché des capitaux (Kapitalmarktausschuss), ils s'efforcent de doser l'accès des émetteurs au marché financier de façon à assurer une certaine continuité dans le domaine des conditions offertes; des représentants de la Bundesbank ont la possibilité d'y exprimer leurs avis sur la situation du marché des capitaux. Il n'est pas sans intérêt, du point de vue de la politique monétaire, d'observer que les banques et les caisses d'épargne détiennent un volume croissant de valeurs mobilières – notamment des obligations communales, – en rapport d'ailleurs avec l'accroissement très marqué du volume de leurs opérations, et que leurs souscriptions ont parfois compté pour près de moitié dans le montant de certaines émissions. Les mesures adoptées par la Banque fédérale en matière de politique de liquidité ont donc généralement des répercussions directes et sensibles sur le marché financier et influencent par conséquent aussi les investissements financés au moyen de capitaux provenant du marché financier.

Du point de vue des banques, il existe aux *Pays-Bas* une situation analogue à celle de la République fédérale. Les banques commerciales néerlandaises peuvent acheter et vendre des valeurs mobilières sans limitation, mais leur portefeuille a généralement été dans le passé moins important et plus stable que celui des banques allemandes. Les changements de la politique monétaire et le resserrement des liquidités bancaires provoqué par les mesures de la banque centrale n'ont pas – en raison des traditions – donné lieu à une intensification des ventes ou des achats de valeurs mobilières. Un changement de politique de la banque centrale ne se répercute donc pas aussi rapidement sur le marché financier que dans la République fédérale. Ce phénomène est également dû au fait que les organismes collecteurs d'épargne, y compris les caisses d'épargne privées, et la caisse d'épargne postale, achètent en grandes quantités les valeurs mobilières traitées dans les bourses locales, bien qu'ils soient autorisés à consacrer leurs fonds à l'achat d'immeubles et à l'octroi de prêts hypothécaires. De plus, la Nederlandsche Bank exerce une certaine influence sur le volume des émissions sur le marché financier et dose les autorisations d'émissions qu'elle accorde aux entreprises étrangères en fonction de la capacité d'absorption du marché financier néerlandais.

En *Italie*, les banques (aziende di credito) peuvent acheter des titres à revenu fixe, notamment les titres émis ou garantis par l'Etat, et les obligations émises par les organismes de crédit spécialisés; elles détiennent un portefeuille

relativement important, puisque celui-ci représentait à la fin de 1960 environ 20% du volume de leurs crédits commerciaux. Mais les banques ne revendent pas ces titres en Bourse; elles s'en servent lorsqu'elles ont besoin de liquidités pour les mettre en gage auprès de la banque centrale.

20. En *Belgique* et en *France*, les banques de dépôts ne détiennent guère — soit par suite de la réglementation, soit par tradition — de titres à long terme. Les banques belges ne peuvent détenir que des titres émis ou garantis par l'Etat, titres qui leur permettaient de compléter leur « couverture » en fonction des dispositions relatives aux coefficients bancaires. Toutefois, après l'instauration d'un système de réserves obligatoires, d'après lequel les banques ne détiennent en principe de réserves qu'auprès de la banque centrale, cette obligation de « couverture » est remplacée par un plancher d'effets publics qui est calculé d'après une moyenne des dépôts de la période janvier à octobre 1961. Quant aux banques de dépôts françaises, leurs placements en valeurs mobilières sont relativement insignifiants par rapport à leurs autres emplois.

II. LES PRINCIPAUX INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE

CHAPITRE 3

LA POLITIQUE DU REESCOMPTE

21. La politique du réescompte englobe les différents concours directs qu'en vertu de ses statuts, la banque centrale peut accorder aux banques ¹, soit en leur achetant des effets publics ou privés (réescompte proprement dit), soit en leur consentant des avances (avances sur titres). Dans cette acception large de la notion de politique de réescompte, on parle parfois aussi de « politique de refinancement ».

Influençant le coût du crédit, les changements du taux de l'escompte peuvent modifier la demande de crédits de l'économie. Mais les banques centrales ont aussi, depuis la guerre surtout, recouru, dans le cadre de la politique de réescompte, à la limitation quantitative de leurs crédits aux banques.

Mais qu'elle s'exerce par le maniement du taux d'intérêt ou des limites quantitatives, la politique de réescompte présente, à l'intérieur de la Communauté, une importance et une efficacité différentes, en fonction des traditions du système bancaire et des habitudes de la banque centrale.

22. Dans tous les pays du Marché commun, la banque centrale impose certaines conditions et certaines limites au concours qu'elle accorde aux banques par la voie du réescompte d'effets et d'avances sur titres.

L'action de la banque centrale en ce domaine a d'ailleurs plus de chances d'être une pièce essentielle de l'arsenal de la politique monétaire dans un pays comme la France, par exemple, où les quatre cinquièmes des crédits bancaires à l'économie sont distribués sous forme d'escompte d'effets de commerce, qu'aux Pays-Bas où les banques consentent leurs concours aux entreprises et aux particuliers surtout par l'ouverture de crédits en compte-courant. L'Allemagne fédérale, la Belgique et l'Italie occupent à cet égard une position intermédiaire, puisque les crédits bancaires par escompte d'effets du commerce, y représentent à la fin de 1960, respectivement 42%, 40% et 33% du total des crédits à court terme des banques à l'économie.

¹ Aux Pays-Bas, ces concours de la banque centrale s'effectuent également par l'intermédiaire des courtiers de change (wisselmakelaars).

L'importance relative du crédit bancaire par escompte dépend dans une certaine mesure de la politique suivie par la banque centrale elle-même pour favoriser ou freiner certaines formes de crédit, et aussi des habitudes des banques, notamment de leur tendance plus ou moins marquée à emprunter à la banque centrale. Aux Pays-Bas, les concours de celle-ci sont considérés seulement comme le moyen d'aider les banques à surmonter des difficultés passagères ; de tels concours ne doivent pas contribuer à provoquer un endettement permanent des banques envers la banque centrale. Les systèmes bancaires français et belges se caractérisent au contraire, au moins jusqu'à ces dernières années, par l'importance de cet endettement : une large fraction de l'actif de la Banque de France (40% à la fin de 1960) se compose d'effets réescomptés.

L'importance des concours directs de la banque centrale dépend naturellement de l'abondance ou de l'insuffisance des liquidités que les banques reçoivent d'autres sources, mais aussi, dans une certaine mesure, de la répartition des liquidités de l'économie entre les institutions qui les gèrent (banques, organismes de crédit spécialisé, Trésor). C'est ainsi qu'aux Pays-Bas encore, l'aisance de leur trésorerie dispense généralement les banques de recourir dans de fortes proportions, et pour de longues périodes, à l'aide de la Nederlandsche Bank, alors qu'en France, l'insuffisance de leurs liquidités a contraint les banques, dans les années d'après-guerre et jusqu'en 1958, à solliciter presque en permanence de nouveaux concours de la Banque de France.

La place des concours directs – réescompte d'effets et avances sur titres – de la banque centrale aux banques ne diffère pas seulement d'un pays à l'autre en fonction de la structure du système bancaire et des habitudes en matière de crédit, elle varie aussi dans la mesure où sont davantage utilisés les autres instruments de la politique monétaire créés ou développés depuis la guerre, comme la politique d'open-market et celle des réserves obligatoires.

23. Si en France, en Belgique et en Allemagne fédérale, les appels des banques à la banque centrale s'effectuent principalement par la voie du réescompte, aux Pays-Bas et surtout en Italie, ils prennent plutôt la forme d'avances sur titres. En Italie, malgré l'importance relative des crédits bancaires accordés à l'économie par la voie de l'escompte d'effets de commerce, les besoins des banques en liquidités ne sont que très accessoirement couverts grâce au réescompte, exception faite du financement des effets de stockage des produits agricoles. Les banques italiennes préfèrent recourir aux avances sur titres qui leur coûtent moins cher que le réescompte, malgré un taux nominal identique depuis plusieurs années, parce que l'intérêt du réescompte est prélevé par anticipation. En Allemagne fédérale, en Belgique et en France, les avances sur titres consenties par la banque centrale sont plutôt l'exception et sont d'ailleurs calculées à un taux généralement supérieur au taux de l'escompte.

24. Le lien entre le taux d'escompte de la banque centrale et les *taux d'intérêt créateur et débiteur* des banques, qui sont calculés par celles-ci pour leur clientèle, est plus ou moins étroit d'un pays à l'autre. Les *taux débiteurs*, qui

peuvent avoir une influence sur la demande de crédits par l'économie, sont en relation particulièrement étroite avec le taux d'escompte en Allemagne fédérale, en France et en Italie. Ce rapport est fondé en République fédérale et en Italie, sur un accord entre les banques, sanctionné par l'Etat, et en France, sur les décisions du Conseil national du crédit. En république fédérale d'Allemagne, les taux des intérêts débiteurs liés au taux d'escompte sont des taux maxima, et les banques ont la possibilité de rester en-deçà de ces taux. En France et en Italie, au contraire, ce sont les taux minima qui sont modifiés et les banques peuvent pratiquer des taux plus élevés. Les intérêts effectifs calculés pour la clientèle ne suivent pas nécessairement les fluctuations du taux d'escompte, mais il existe, selon la situation de la liquidité bancaire, une tendance plus ou moins marquée dans ce sens. En France, la liaison entre le taux de la banque centrale et les taux débiteurs des banques a été assouplie récemment: il n'y a identité entre le taux d'escompte et le taux de base, qui sert à définir les conditions minima applicables à la clientèle, que lorsque le taux d'escompte est compris entre $3\frac{1}{2}$ et $4\frac{1}{2}$ %. Les variations du taux d'escompte en-deçà ou au-delà de ces limites ne sont répercutées sur le taux de base qu'à concurrence de la moitié de l'écart avec ces mêmes limites. En Belgique, et aux Pays-Bas, les banques ont l'habitude, malgré l'absence de liens réglementaires, de suivre le taux d'escompte; au Luxembourg, elles suivent le taux d'intérêt fixé par la Caisse d'épargne de l'Etat.

25. *Les taux des intérêts créditeurs* des banques sont, en règle générale, moins directement liés au taux de l'escompte que les taux débiteurs. En Allemagne, l'Office fédéral de contrôle des banques (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen), instauré en janvier 1962, décide par décret, en accord avec la Deutsche Bundesbank, si, et dans quelle mesure, les taux des intérêts créditeurs doivent suivre les modifications du taux d'escompte. En France, il n'y a pas de lien direct entre les taux de la Banque de France et les taux d'intérêts créditeurs (taux maxima) que le Conseil national du crédit fixe pour les dépôts à vue et pour les dépôts à terme dans les banques. Cependant, le Conseil national du crédit fixe les taux d'intérêt pour les dépôts à terme auprès des banques légèrement en dessous des taux qui sont servis pour les effets publics à échéances comparables; les taux d'intérêt pour les dépôts dans les caisses d'épargne suivent les mêmes règles.

En Belgique, depuis le début de l'année 1962, les taux d'intérêt créditeur pour les dépôts à terme en francs belges sont fixés, d'un commun accord entre la Banque nationale de Belgique et l'Association belge des banques, compte tenu de la situation du marché monétaire, de la balance des paiements et de l'évolution conjoncturelle. Auparavant, les taux maxima des intérêts créditeurs étaient liés au taux d'escompte. En Italie, les taux maxima des intérêts créditeurs, fixés par un accord interbancaire, ne sont pas liés au taux d'escompte officiel; lors des modifications de ce dernier, les taux d'intérêts des dépôts sont cependant examinés et éventuellement modifiés par le comité interministériel pour le crédit et l'épargne. Aux Pays-Bas par contre, il n'existe aucun accord entre les banques, et l'Etat n'intervient pas en matière de taux d'intérêt créditeurs.

Ceux-ci s'établissent selon les conditions du marché et les taux d'intérêts pour les dépôts à terme suivent en général les taux du marché pour les bons du Trésor.

26. Dans le cadre de la politique monétaire, la manoeuvre du taux d'escompte a revêtu au cours des dernières années une importance variable dans les pays membres. Depuis la fin de la guerre jusqu'à la fin de l'année 1961, ce taux a été modifié vingt-quatre fois en Allemagne fédérale, vingt-deux fois en Belgique, dix-sept fois en France, seize fois aux Pays-Bas et quatre fois seulement en Italie.

En général, les modifications du taux d'escompte sont considérées comme un moyen d'influencer le recours de l'économie au crédit; en raison des liens plus ou moins étroits qui existent entre le taux d'escompte de la banque centrale et les taux d'intérêt que les banques demandent à leur clientèle, ce taux détermine en effet, dans une large mesure, le coût des crédits. Dans la mesure où les changements du taux d'escompte agissent également sur les taux créditeurs des banques, ces modifications peuvent aussi influencer directement ou indirectement l'évolution des taux du marché des capitaux.

Cependant, l'influence exercée par les modifications du taux d'escompte sur l'économie dépend considérablement de l'évolution de la conjoncture. Lorsque la demande globale dans l'économie nationale est très forte, et que les entreprises peuvent s'attendre à ce que cette tendance se maintienne plus ou moins longtemps, le seul relèvement du taux d'escompte peut rester sans répercussion sensible sur les décisions des entreprises. Dans une telle situation conjoncturelle, l'utilisation isolée de cet instrument ne suffirait pas pour diminuer sensiblement la demande de crédit de l'économie. Toutefois, si les entreprises – peut-être sous l'impression de certaines mesures de politique de crédit de la banque centrale – supposent que cette forte demande ne subsistera pas ou même sera suivie de la tendance contraire, le relèvement du coût des crédits consécutif au relèvement du taux d'escompte peut vraiment agir sur leurs calculs et influencer par conséquent leurs décisions. Cette influence jouera également, dans le cas inverse, lorsque, pour maintenir un certain niveau de l'activité économique ou pour stimuler cette activité, en période de récession, le taux d'escompte est abaissé, ce qui réduit ainsi le coût des crédits de l'économie. Ici encore, la demande additionnelle de crédit semble dépendre plutôt des perspectives des entreprises – influencées peut-être par l'abaissement du taux d'escompte – que de la réduction du coût des crédits.

D'une façon générale, les banques centrales des pays membres estiment que les modifications du taux d'escompte n'influencent pas tellement la demande des crédits en agissant sur leur coût, mais que les banques et l'économie les considèrent plutôt comme des indices de l'orientation générale de la politique monétaire pour le proche avenir. Les changements du taux d'escompte ont surtout une valeur de « signal » et c'est cet aspect qui influence les décisions des entreprises, notamment en matière d'investissements et de stockage.

27. Depuis que l'on est revenu à la convertibilité monétaire, et que les paiements internationaux et les mouvements de capitaux ont été, dans une large mesure, libérés, l'aspect externe de la politique d'escompte, négligé durant de longues années, a pris de plus en plus d'importance. Les banques centrales sont maintenant plus tenues que par le passé de mener leur politique monétaire, et en particulier leur politique de taux, en tenant compte de l'évolution dans les autres pays. Ceci exige également une coordination aussi étroite que possible de la politique économique dans un sens plus large. Inversement, comme l'a montré à plusieurs reprises l'évolution récente, une banque centrale peut être placée en face du dilemme suivant: poursuivre, pour des raisons de politique économique extérieure, une politique de taux que ne justifie pas la situation de l'économie nationale, ou vice versa.

28. Les modifications du taux de l'escompte exercent nécessairement un effet global et indifférencié dans les différents secteurs de l'économie. Aussi certains pays membres pratiquent une *politique sélective* du crédit au moyen de taux différenciés. Une telle politique joue cependant aujourd'hui un rôle moins important que dans le passé. Actuellement, seules la Banque nationale de Belgique et la Banque de France pratiquent une certaine différenciation de taux.

La Banque nationale de Belgique applique des taux différents selon les garanties offertes par les effets qui sont présentés à son réescompte (acceptation, domiciliation en banque, etc.) et selon qu'il s'agit d'acceptations bancaires concernant les importations ou les exportations. La Banque de France, qui avait temporairement adopté en 1947 un système de taux différents pour le papier commercial et le papier financier, applique depuis 1957 un taux préférentiel à l'escompte des effets représentatifs de crédits à l'exportation.

En fait, dans les pays où elle est pratiquée, la politique sélective du crédit s'exerce moins par la différenciation des taux, que par un contrôle direct de la distribution des crédits, au moyen soit de directives et de recommandations des autorités monétaires, soit d'autorisations préalables ou d'accords de réescompte consentis par la banque centrale. C'est ainsi qu'en France, par exemple, la limitation des encours de crédits à moyen terme est assurée grâce au contrôle exercé par les autorités monétaires, et notamment la Banque de France, au moment de l'octroi du crédit bancaire. La distribution de cette catégorie de crédits est contrôlée à sa source même. Une fois approuvés, ces crédits peuvent être réescomptés de façon automatique par les banques (dans la mesure où elles respectent leur coefficient de trésorerie) auprès de la Banque de France, par l'intermédiaire des organismes spécialisés. Quant à la Banque nationale de Belgique, elle influence aussi la distribution des crédits bancaires, en accordant son visa pour les acceptations bancaires, visa qui vaut accord de réescompte.

29. L'insuffisante efficacité, dans certaines circonstances, de la manoeuvre du taux de l'escompte pour contrôler le volume du crédit distribué par les banques, notamment pour limiter l'offre du crédit en période de demande excessive et d'abondantes liquidités bancaires, a conduit les autorités monétaires de certains
34 pays de la C.E.E. à instituer des *plafonds de réescompte* pour les banques.

C'est principalement en France et en Allemagne fédérale que le plafonnement du réescompte est utilisé comme instrument de politique monétaire. Aux Pays-Bas, où les banques ne sont pas endettées à l'égard de la banque centrale – ou le sont exceptionnellement – et au Luxembourg, cet instrument n'est pas du tout employé. En Belgique, les contingents de réescompte imposés aux banques servent plutôt à contrôler leur gestion. En Italie, il n'y a pas à proprement parler de plafonds de réescompte ; lorsqu'elle accorde des crédits « de refinancement » aux banques, la Banca d'Italia prend en considération les nécessités de la politique monétaire, et fait dépendre aussi l'octroi de ces concours de l'observation d'un certain rapport entre les crédits des banques et leurs dépôts.

30. En France, où les règles relatives au réescompte de certains crédits favorisés (exportation, stockage de céréales, effets à moyen terme) sont fixées et modifiées par la banque centrale dans le cadre d'une politique sélective de crédit, le plafonnement du réescompte des effets ordinaires est un élément essentiel du contrôle de la liquidité bancaire. Depuis la guerre, les banques ont été contraintes de s'endetter largement auprès de la Banque de France, si bien qu'elles sont demeurées presque en permanence tout près de leurs plafonds, ne disposant ainsi que de marges très faibles d'appel à la Banque. Elles sont parfois conduites à utiliser la possibilité qui leur est ouverte de demander à dépasser momentanément leurs plafonds ; mais elles supportent alors des taux de pénalité – parfois fort élevés – qu'elles ne peuvent répercuter sur leur clientèle. Lorsqu'elles disposent d'excédents de liquidité, comme au cours des trois dernières années, les banques les utilisent d'abord à reprendre, surtout pour des raisons de rentabilité, non pas des effets à court terme, mais des effets représentatifs de crédits à moyen terme. Cette tendance s'est trouvée renforcée en 1961, par l'obligation de respecter le coefficient de trésorerie, en liaison avec l'abaissement des planchers d'effets publics.

* En république fédérale d'Allemagne, les « contingents » de réescompte sont fixés pour chaque banque à un multiple du montant de leurs fonds propres, ce qui implique des ajustements périodiques des plafonds au fur et à mesure de l'accroissement des ressources propres des banques. En dehors de ces augmentations périodiques, les contingents de réescompte ont été maintes fois modifiés au cours des dernières années, pour des raisons de politique monétaire : c'est ainsi qu'ils ont été réduits dans le cadre de la politique restrictive de crédit des années 1957 et 1959 ; puis, relevés à partir de mars 1961 lorsque la Banque fédérale a assoupli cette politique. Mais d'une façon générale, les crédits de refinancement sont très inférieurs aux plafonds eux-mêmes. Aussi l'influence de cet instrument de politique monétaire est-elle liée aux modifications des marges inutilisées, parce que le montant de ces marges peut influencer sensiblement la politique de crédit des banques. C'est surtout en liaison avec les modifications des taux de réserves obligatoires – qui déterminent entre autres choses le volume du « refinancement » des banques – que ces contingents sont un moyen efficace, notamment lorsque la banque centrale mène une politique restrictive.

Mais comme en France, l'efficacité du plafonnement du réescompte comme moyen de contrôle de la liquidité bancaire dépend en Allemagne fédérale de l'existence de réserves de liquidités dont disposent les banques par exemple, sous forme d'un portefeuille de titres d'open-market ou d'avoirs en devises étrangères.

31. En définitive, même dans les pays où les concours directs de la banque centrale par la voie du réescompte contribuent dans une mesure non négligeable au financement des trésoreries bancaires, l'efficacité de la politique de « refinancement », c'est-à-dire les modifications du taux d'escompte et des plafonds de réescompte, apparaît souvent assez limitée si elle n'est pas complétée par d'autres mesures affectant directement les disponibilités bancaires.

L'évolution constatée dans les pays membres en matière de politique monétaire le montre bien. En Allemagne fédérale par exemple, le système des contingents de réescompte est utilisé notamment pour renforcer le contrôle exercé sur la liquidité des banques par la politique des réserves obligatoires et par les interventions de la banque centrale à l'open-market.

En France, l'institution de plafonds de réescompte en 1948 a nécessité la création simultanée d'un système destiné à bloquer la partie de l'actif des banques composée d'effets publics à court terme (« planchers » de bons du Trésor) et sa généralisation en 1960 dans le cadre du mécanisme du coefficient de trésorerie.

Mais à l'inverse, le maniement du taux et des plafonds de réescompte s'est souvent révélé utile pour renforcer l'efficacité des autres moyens d'action. C'est ainsi que dans le cadre d'une politique de restrictions de la liquidité des banques, un abaissement des plafonds de réescompte peut, comme il a été dit plus haut, renforcer l'efficacité de la politique des réserves obligatoires.

CHAPITRE 4

LES OPERATIONS D'OPEN-MARKET

32. D'une façon générale, leurs statuts confèrent aux différentes banques centrales des Etats membres la faculté de procéder à des opérations d'open-market. Mais leurs interventions sur le marché jouent dans la pratique de la politique monétaire des six pays un rôle moindre que dans les pays anglo-saxons. Depuis la guerre, toutefois, les interventions d'open-market tendent à prendre une place croissante parmi les instruments de la politique monétaire.

33. Jusqu'à maintenant, cependant, seules les banques centrales des Pays-Bas et de l'Allemagne fédérale ont utilisé de façon systématique la technique des opérations d'open-market pour agir sur les liquidités de caisse des banques. Dans les autres pays membres, les transactions d'open-market (ou ce qui peut leur être assimilé) ne se pratiquent que de façon occasionnelle ou sur une très petite échelle.

En *France*, les possibilités pour la banque centrale d'effectuer des opérations d'open-market sont limitées pour deux raisons. Tout d'abord la Banque de France ne peut, en vertu de ses statuts, pratiquer de telles opérations que sur des effets à court terme; mais à cet égard, les banques centrales des autres pays membres s'abstiennent en pratique de se livrer à des achats et des ventes de titres à long terme, bien que leurs statuts ne le leur interdisent pas. D'autre part, le portefeuille d'open-market de la Banque de France se maintient à un niveau peu élevé. Dans ses interventions, la Banque de France se borne généralement à prendre en pension des effets privés présentés par les banques et à leur acheter des bons du Trésor, pour les aider à faire face à des tensions passagères de leurs trésoreries; elle s'abstient en général de vendre des effets aux banques, celles-ci étant amenées à employer leurs excédents éventuels de liquidités pour augmenter leur portefeuille d'effets à moyen terme mobilisables, — pour des raisons de rendement — et à se désendetter à l'égard de la Banque de France.

En *Italie*, il n'existe guère de marché monétaire développé sur lequel les offres et les demandes puissent se confronter. On ne peut donc pas parler véritablement d'open-market. Cependant dans les dernières années, le Trésor a effectué occasionnellement, pour atteindre des objectifs d'open-market, des émissions de titres à terme relativement long (*buoni del Tesoro poliennali*, à 7 et à 9 ans) dont il a stérilisé le produit, pour en retirer les liquidités à l'économie comme aux banques. Récemment un fonds a été créé, qui recevra annuellement des versements du Trésor, et qui achètera les titres d'Etat cotés au-dessous du pair, en vue d'approvisionner en liquidité le marché, si c'est nécessaire. Enfin,

peuvent être assimilées dans une certaine mesure à des opérations d'open-market, par les effets qu'elles déterminent, les opérations de « swap », dont il sera parlé plus loin et qui s'analysent en des échanges de devises contre liras, effectuées par l'Office italien des changes avec les banques. C'est ainsi que ces ventes de devises par l'Office italien des changes, qui est en liaison étroite avec la banque centrale, ont eu pour effet de déplacer des liquidités bancaires vers les marchés monétaires étrangers.

En *Belgique*, les opérations d'open-market ne sont pas effectuées par la banque centrale elle-même, mais par un organisme spécial – le Fonds des rentes – géré à la fois par la Banque nationale de Belgique et le Trésor. A la suite de plusieurs réformes, cet organisme est en mesure d'acheter et vendre des titres à court, à moyen et à long terme sur le marché monétaire ou financier. Des moyens assez considérables ont été mis à sa disposition; en outre, il peut, dans une certaine mesure, avoir recours au crédit de la banque centrale et émettre ses propres certificats à court terme. De par ses statuts, cet organisme dispose de moyens assez étendus pour influencer, par ses opérations, non seulement la liquidité des banques, mais aussi celle de l'économie.

34. Aux *Pays-Bas* et en *République fédérale d'Allemagne*, les deux seuls pays où les banques centrales effectuent de manière systématique des opérations d'open-market afin d'agir sur la liquidité des banques, la *Nederlandsche Bank* ainsi que la *Deutsche Bundesbank* disposent d'un fonds de manoeuvre en titre d'open-market à court terme qui leur permet d'intervenir sur le marché monétaire, seul domaine où se pratique la politique d'open-market.

La politique d'open-market pratiquée dans ces deux pays présente toutefois certaines différences. En République fédérale, le marché sur lequel s'effectuent les transactions d'open-market de la banque centrale, est à un double point de vue plus restreint qu'aux Pays-Bas. D'une part, le cercle des participants au marché, qui achètent ou vendent des titres d'open-market, se limite en Allemagne fédérale aux institutions de crédit (c'est-à-dire aux banques) et à un nombre restreint d'institutions publiques; aux Pays-Bas, par contre, à côté des banques et des « courtiers de change » (*wisselmakelaars*) figurent également en tant qu'acheteurs et vendeurs de titres d'open-market les organismes collecteurs d'épargne, et les entreprises. Cela ne signifie pas que tous les participants du marché puissent être parties contractantes avec la *Nederlandsche Bank*: celle-ci n'effectue des transactions d'open-market qu'avec les banques et les « courtiers de change ». D'autre part – et c'est la seconde différence essentielle – le marché est plus large aux Pays-Bas où les transactions d'open-market s'opèrent également entre les différents participants. En République fédérale, au contraire, un tel marché entre les banques en tant que participants principaux à l'open-market ne s'est pas développé jusqu'à maintenant; les transactions ne s'effectuent qu'entre les banques intéressées, d'une part, et la *Deutsche Bundesbank*, d'autre part. Aux Pays-Bas, un « prix de marché » peut s'établir pour les titres d'open-market, tandis qu'en République fédérale ce « prix » est largement déterminé par la banque centrale qui peut cependant se laisser guider, – ce qui lui

arrive très souvent – par l'action naturelle résultant de l'évolution des liquidités des banques.

Les différences observées dans la structure de l'open-market en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas entraînent d'autres dans la technique des transactions d'open-market pratiquées dans ces deux pays. Faute d'un marché suffisamment large, en République fédérale, la Bundesbank fixe elle-même les taux de cession et de rachat pour les effets d'open-market. En modifiant le niveau de ces taux, la Bundesbank incite les banques à acheter des titres d'open-market à court terme (effets et bons du Trésor) ou à les mobiliser auprès d'elle. Elle laisse donc l'initiative aux banques et de ce fait reste passive. Elle fixera ces taux de cession et de rachat en maintenant, tout en tenant compte des conditions du marché, une certaine relation entre ces taux et celui de l'escompte. Ceci s'explique par le fait que les banques peuvent à tout moment avoir recours au crédit de réescompte et que la plupart d'entre elles sont presque toujours endettées envers la banque centrale, ne serait-ce que pour être à même de remplir leurs obligations en matière de réserves obligatoires. En cas d'excédent de liquidité, les banques ont donc la possibilité de choisir entre une réduction de leurs engagements de réescompte ou un placement en effets d'open-market ; dans le cas contraire, entre une augmentation de leur réescompte ou une mobilisation d'effets d'open-market. Par conséquent, les taux de cession pour les titres d'open-market à court terme (jusqu'à 90 jours) ne dépassent pas, en pratique, le taux d'escompte de la Bundesbank. On peut donc dire que la politique d'open-market de la Deutsche Bundesbank est aussi bien un instrument de politique de taux qu'un instrument de politique des liquidités.

Aux Pays-Bas, en revanche, les taux du marché pour les effets d'open-market ont un lien plus lâche avec le taux de l'escompte, parce que les banques néerlandaises ne recourent qu'exceptionnellement au réescompte de la banque centrale. L'écart entre les taux de cession et les taux de l'escompte est donc généralement plus large que dans le système allemand. Tandis que la Deutsche Bundesbank fixe elle-même les taux de cession et les taux de rachat – tout en tenant compte dans ses décisions de l'évolution des taux sur le marché monétaire – la Nederlandsche Bank par contre n'effectue en règle générale ses ventes ou ses achats de titres d'open-market qu'aux taux du marché et selon les besoins de celui-ci. Pour atténuer les tensions à très court terme, elle achète également des titres d'open-market pour une courte période limitée d'avance, dans le cadre des « accords de reprise ».

Comme en Italie, le Trésor néerlandais, en marge de la politique d'open-market de la Nederlandsche Bank, a épongé des liquidités des banques et de l'économie en émettant des emprunts à long terme que n'imposait guère la situation budgétaire et en stérilisant le produit des émissions, par exemple, en procédant à l'amortissement anticipé des dettes extérieures.

35. Lorsque l'on prend en considération la liquidité totale du système bancaire, les transactions d'open-market du type de celles pratiquées aux Pays-Bas et dans la république fédérale d'Allemagne ont plutôt une importance qualitative que

quantitative. Ce qui revient à dire qu'en général ces transactions n'influencent nullement le volume de l'ensemble des liquidités mises à la disposition du système bancaire (liquidité de caisse et liquidité potentielle), mais uniquement sa composition. L'intérêt de ces transactions réside surtout dans le fait qu'elles constituent un instrument souple, propre à équilibrer les fluctuations passagères de la liquidité de caisse du système bancaire. A l'exception des Pays-Bas et de la République fédérale, on se heurte dans les différents pays à des limitations qui freinent l'utilisation de cet instrument. Pour compléter utilement la gamme des instruments de la politique monétaire, il serait souhaitable de créer les conditions nécessaires à un égal développement des transactions d'open-market, telles qu'elles sont décrites ci-dessus, dans les pays où elles n'existent pas ou sont insuffisantes. Ceci nécessiterait entre autres choses l'existence et l'extension d'un marché monétaire mettant les autorités responsables de la politique monétaire en mesure d'acheter ou de vendre des effets d'open-market.

36. En outre, la politique monétaire pourrait peut-être tirer profit d'une utilisation plus large de la technique d'open-market. Si les milieux non bancaires avaient la possibilité de participer au marché des effets d'open-market, — comme ils le font déjà aux Pays-Bas, parfois par des transactions directes avec la Nederlandsche Bank — les opérations d'open-market n'auraient plus pour seul effet d'influencer la composition de la liquidité bancaire, mais également son volume. Dans la mesure où des effets d'open-market seront négociés avec d'autres partenaires que les banques, la banque centrale aura la possibilité de resserrer et d'élargir la liquidité des banques, même contre leur gré, et d'exercer en même temps une certaine influence sur la composition de la liquidité de l'économie. Sans doute, si l'on voulait, comme ce serait souhaitable dans certaines situations conjoncturelles, restreindre ou accroître non seulement la liquidité de l'économie, mais aussi la liquidité des banques, ce but ne pourrait être atteint qu'en étendant les transactions d'open-market aux valeurs à long terme. Il semble néanmoins qu'une utilisation systématique de l'instrument d'open-market en collaboration étroite entre le Trésor et la banque centrale, peut-être par l'intermédiaire d'institutions spéciales, devrait cependant offrir des possibilités dans le sens d'un développement des instruments de la politique monétaire. Comme on l'a vu précédemment, ceci se pratique déjà, jusqu'à un certain degré, en Belgique, où le Fonds des rentes peut également acheter et vendre des titres à long terme, tout en ayant la possibilité de stériliser le produit des ventes en le déposant à son compte auprès de la banque centrale, et de financer ses achats en se servant de son avoir en compte. Aux Pays-Bas et en Italie, le Trésor a, à plusieurs reprises, restreint la liquidité de l'économie et des banques par l'émission d'emprunts à long terme que la situation budgétaire n'imposait pas, et par la stérilisation du produit des émissions.

37. La Deutsche Bundesbank, en république fédérale d'Allemagne, et l'Office des changes (Ufficio italiano dei cambi, institution étroitement liée à la Banca d'Italia), en Italie, ont exercé sur la liquidité bancaire des actions comparables à celles de l'open-market en pratiquant des *opérations de change à terme* avec les banques. Au fur et à mesure de l'abolition des restrictions en matière de

change, les banques (dans les Etats membres, sauf en France) ont eu de plus en plus la possibilité de placer aussi à l'étranger leurs liquidités. De tels placements dépendent des relations existant entre les taux pratiqués sur le marché intérieur et sur le marché étranger, ainsi que des frais résultant de la garantie de pertes de change. En effectuant des opérations de garantie de change ou de « swap » avec les banques, la banque centrale peut, dans une certaine mesure, agir sur les mouvements des liquidités bancaires vers l'étranger, et notamment lorsque la comparaison du niveau des taux sur le marché intérieur et à l'extérieur, compte tenu des frais courants de couverture de change à terme, ne stimule pas les placements à l'étranger.

C'est surtout la *Deutsche Bundesbank* qui, depuis le début de l'année 1959, a effectué de façon systématique des opérations de « swap », appliquant parfois un « déport » plus bas que le taux du marché, renonçant parfois totalement à l'application d'un « déport » ou même accordant un « report ». De même, l'*Office italien des changes* s'est livré à des opérations de « swap » avec les banques italiennes pour leur permettre d'accorder des crédits en devises aux résidents et aux non-résidents ou d'accroître leurs placements sur les marchés monétaires à l'étranger. Bien que ces opérations de « swap » de l'Office des changes aient pour but principal de réduire l'endettement net considérable des banques italiennes envers l'étranger, elles ont néanmoins contribué à réduire la liquidité interne des banques et à la transférer à l'étranger.

Aux Pays-Bas, la *Nederlandsche Bank* n'a effectué des opérations de change à terme avec les banques qu'une seule fois, en 1957, pour diverses raisons, notamment pour éviter une tension éventuelle du marché monétaire occasionnée par une spéculation en devises de la clientèle non bancaire. Au cours des dernières années, la politique des taux suivie par la *Nederlandsche Bank* ayant eu pour but de stimuler le placement des liquidités des banques à l'étranger, il n'y avait aucune raison d'effectuer des opérations de change à terme.

Des opérations de change à terme du genre de celles pratiquées par la *Deutsche Bundesbank*, et jusqu'à un certain point par les autorités monétaires italiennes, peuvent être considérées comme le complément ou le substitut d'une politique interne d'open-market, dans la mesure où les banques centrales s'en servent pour restreindre ou élargir la liquidité interne des banques sans avoir à recourir à des opérations d'open-market. Elles pourraient, dans ces conditions, avoir de l'importance si la masse de manœuvre dont dispose la banque centrale pour ses opérations d'open-market était insuffisante. Des opérations de change à terme offrent en outre à la banque centrale la possibilité de laisser l'évolution des taux sur le marché monétaire indépendante de celle des taux à l'étranger, dans les limites très étroites d'ailleurs. L'interdépendance des marchés monétaires nationaux qui s'établit par l'intermédiaire du marché international des changes est devenue en effet tellement étroite depuis que les banques des Etats membres – surtout en Allemagne fédérale et au Benelux – ne sont plus soumises à des restrictions pour le placement de leurs liquidités à l'étranger, qu'elle nécessite la coordination des politiques des taux des banques centrales.

CHAPITRE 5

LA POLITIQUE DES RESERVES OBLIGATOIRES

38. La politique monétaire de la plupart des pays membres s'est enrichie dans l'après-guerre d'un instrument supplémentaire: la politique des réserves obligatoires. Le système des réserves obligatoires donne aux autorités monétaires la possibilité d'agir directement sur la liquidité des banques, donc sur leurs possibilités de crédit. La politique des réserves obligatoires complète ainsi utilement les politiques de l'escompte et de l'open-market qui tendent seulement à modifier la composition de la liquidité globale des banques.

39. On distingue dans les pays membres de la C.E.E. deux systèmes de réserves obligatoires: le premier, qui n'existe sous sa forme pure qu'en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas, oblige les banques à détenir des avoirs minima auprès de la banque centrale tandis que le second, qui a fonctionné sous sa forme pure en France et en Belgique, jusqu'à une époque récente, leur impose de détenir un portefeuille minimum d'effets publics.

Depuis la réforme de début 1962, ce système tend en Belgique, dans une très large mesure, au système classique de réserves obligatoires, les banques devant en principe constituer leurs réserves sous forme de dépôts auprès de la banque centrale. Les autorités monétaires chargées d'appliquer la nouvelle réglementation ont cependant la possibilité de fixer la quote-part des réserves que les banques peuvent ou doivent détenir sous forme d'avoirs auprès du Fonds des rentes ou sous forme d'effets publics d'un type spécial déposés auprès de la banque centrale. Dans le cadre de dispositions transitoires, les banques doivent en outre continuer de détenir le portefeuille minimum d'effets publics prescrit par l'ancien coefficient de couverture, mais seulement sur la base du montant moyen de leurs dépôts durant une période de référence, de sorte que ce portefeuille minimum ne suivra plus les variations du volume des dépôts.

En France, la réglementation des « planchers » d'effets publics établie en 1948 a été complétée en 1960 par le système du « coefficient de trésorerie », selon lequel les réserves obligatoires comprennent, à côté des bons du Trésor, des liquidités de caisse et des effets privés que les banques peuvent mobiliser en dehors de leur plafond de réescompte (il s'agit surtout d'effets représentatifs de crédits à moyen terme mobilisables, d'effets destinés au financement des exportations et d'effets de stockage de céréales).

L'Italie occupe une position intermédiaire, les banques ayant la possibilité de constituer les réserves obligatoires qu'elles doivent entretenir auprès de la banque centrale, soit en avoirs en compte, soit en effets publics.

En république fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas, les réserves obligatoires ont constitué dès le début un instrument souple de la politique monétaire. En France, en Belgique et en Italie, leur création au lendemain de la guerre, a répondu au souci d'empêcher les banques de procéder à la liquidation des portefeuilles importants d'effets publics détenus par elles. Sans le blocage des portefeuilles d'effets publics, les mesures de politique d'escompte n'auraient eu pratiquement aucun effet, en raison de la mobilisation possible de ces titres ou de leur non-renouvellement à l'échéance.

En France et en Belgique les réformes récentes mentionnées plus haut permettent une utilisation plus souple et plus efficace de l'instrument des réserves obligatoires dans le cadre de la politique monétaire. En Italie, le système actuel permet également, si cela s'avère nécessaire, un maniement souple de cet instrument de politique monétaire ; toutefois, les autorités monétaires ne l'ont utilisé dans ce sens que tout récemment (en janvier 1962), ayant jusque-là estimé suffisamment efficaces d'autres moyens d'action.

40. En règle générale, les *réserves obligatoires* des banques sont calculées *sur la base d'engagements déterminés* ; aux Pays-Bas, les banques peuvent, depuis un certain temps, être astreintes, en outre, à détenir des réserves obligatoires additionnelles, dont le montant est calculé en fonction de l'évolution du volume de leur crédit.

Dans certains pays membres, les diverses catégories d'engagements ne sont pas soumis de la même manière à l'obligation de réserves minima qui, par ailleurs, a un champ d'application également différent d'un pays à l'autre.

En *république fédérale d'Allemagne*, l'obligation des réserves s'impose, à quelques exceptions près, à tous les établissements de crédit, sur la base des dépôts à vue, à terme et d'épargne qui leur sont confiés par des résidents autres que des banques, ainsi que des fonds empruntés, à quatre ans d'échéance au maximum, auprès du secteur non bancaire. La réglementation des réserves s'applique aussi aux engagements de même nature envers les non-résidents, y compris les banques étrangères. Mais, depuis quelque temps, les banques sont autorisées, pour le calcul des réserves obligatoires relatives aux engagements envers les non-résidents, à déduire de ces engagements le montant de leurs avoirs auprès des banques étrangères et de leurs placements sur le marché monétaire à l'étranger.

Aux *Pays-Bas*, où la réglementation des réserves obligatoires est fondée sur un gentlemen's agreement entre la banque centrale et les établissements de crédit les plus importants, l'obligation des réserves minima s'étend à trente-neuf institutions de crédit parties à cet accord (y compris les deux caisses centrales

de crédit agricole) et au service des chèques postaux ; les engagements soumis à l'obligation des réserves sont essentiellement les dépôts à vue et à terme, en florins, du secteur non bancaire (y compris l'étranger), des banques qui ne sont pas parties à l'accord avec la Nederlandsche Bank, enfin les banques étrangères. Les dépôts d'épargne ne sont donc pas retenus dans le calcul des réserves obligatoires.

En *France*, la réglementation du coefficient de trésorerie ne s'applique qu'aux banques de dépôts, aux banques populaires et aux caisses de crédit agricole. Pour ces établissements, tous les dépôts reçus du public sont soumis à la réglementation, qu'il s'agisse des dépôts à vue, des dépôts à terme et bons de caisse ou des comptes spéciaux.

En *Italie*, l'obligation des réserves s'étend à l'ensemble des établissements de crédit, à l'exception toutefois des organismes de crédit spécialisés. Tous les dépôts à vue, à terme et d'épargne du secteur non bancaire sont soumis à cette réglementation.

En *Belgique*, le système du coefficient bancaire s'applique uniquement aux banques (c'est-à-dire aux établissements acceptant des dépôts à échéance de deux ans au plus). Dans la nouvelle réglementation du « coefficient de réserve monétaire » mis en vigueur à partir de 1962, les trois catégories suivantes d'engagements bancaires sont, comme dans le système précédent du coefficient de couverture, soumis à l'obligation des réserves :

- engagements à vue et engagements dont le terme contractuel ne dépasse pas un mois ;
- engagements dont le terme contractuel dépasse un mois sans excéder deux ans ;
- engagements sous forme de carnets de dépôts.

41. Jusqu'en 1961, le taux des coefficients bancaires ou des *réserves obligatoires* est resté longtemps inchangé en Belgique et en Italie, bien que leur modification eût été légalement possible. En *Italie*, le taux d'environ 25%, applicable indifféremment aux dépôts à vue, à terme et d'épargne, est demeuré en vigueur depuis 1947 ; il a été pour la première fois modifié à la fin de janvier 1962, pour être fixé à 22,5%.

En *Belgique*, le coefficient de couverture était également fixé au même niveau pour les dépôts à vue et à terme, mais à un montant différent selon les catégories de banques (50 à 65%). Dans la nouvelle réglementation, le portefeuille minimum d'effets publics prévu par les dispositions transitoires est calculé, selon les mêmes taux, d'après le montant moyen des dépôts de janvier à octobre 1961. Quant au « coefficient de réserve monétaire », les autorités monétaires chargées de l'appliquer peuvent le fixer et le faire varier entre 0 et 20% pour les engagements à vue et à un mois au plus, et de 0 à 7% pour les engagements compris entre un mois et deux ans. Sauf approbation du ministre des finances et du ministre des affaires économiques, ces taux ne peuvent être augmentés de plus de trois points par période de trente jours.

En France, où le taux des planchers n'avait été modifié qu'une seule fois depuis 1948, une plus grande souplesse a été introduite, à la fin de 1960, dans le cadre du système du coefficient de trésorerie. L'institution de ce système a en effet permis au ministre des finances, en 1961, d'abaisser en quelques mois de 25 à 20, puis à 15% le taux des planchers d'effets publics, sans que cette mesure entraîne un accroissement de la liquidité bancaire. Cette liquidité peut elle-même se trouver accrue ou resserrée par la Banque de France, qui a la possibilité de modifier le taux du coefficient de trésorerie dans les limites fixées par le Conseil national du crédit (la limite supérieure est actuellement de 35%).

Aux Pays-Bas, où les taux des réserves obligatoires sont également applicables indifféremment à tous les engagements soumis à l'obligation des réserves, le taux maximum s'établit à 15%; la Nederlandsche Bank a cependant stipulé dans un accord avec les banques qu'elle ne dépasserait le taux de 10% que sous certaines conditions et après consultation préalable des banques.

En république fédérale d'Allemagne, par contre, les taux des réserves obligatoires sont différenciés selon la nature des engagements. La loi régissant la Deutsche Bundesbank prévoit un taux maximum de 30% pour les engagements à vue, un taux maximum de 20% pour les engagements à terme, et un taux maximum de 10% sur les dépôts d'épargne. En utilisant les possibilités offertes par ce texte, la Deutsche Bundesbank a appliqué aussi des taux différents selon l'importance de l'établissement de crédit, selon qu'il se trouve sur une place bancaire ou non, enfin selon l'origine des dépôts (résidents ou non-résidents); en outre, elle a occasionnellement appliqué aux nouveaux dépôts des non-résidents un taux supérieur à celui fixé pour les autres engagements.

42. Alors qu'en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas les réserves obligatoires constituent des avoirs improductifs (les dépôts à la banque centrale ne sont pas productifs d'intérêts), en France comme en Belgique, les banques bénéficient au contraire d'un intérêt sur leurs effets bloqués. En Italie, les réserves obligatoires constituées sous forme de dépôts auprès de la banque centrale rapportent aux banques un intérêt presque égal à celui des bons du Trésor qu'elles peuvent aussi déposer à la Banca d'Italia au titre de réserves obligatoires.

43. En Allemagne fédérale et aux Pays-Bas, le montant des réserves obligatoires auquel les banques sont assujetties ne doit être respecté qu'en moyenne mensuelle, ce qui leur permet, dans l'intervalle, d'utiliser les réserves pour la couverture de déficits passagers de trésorerie, quitte à compenser leurs dépôts par des réserves excédentaires les autres jours du mois. Mais si la moyenne mensuelle requise n'est pas atteinte, les banques allemandes, à la différence des banques néerlandaises, supportent un intérêt de pénalité sur la différence (calculé au taux des avances sur titres majoré de trois points). Les banques françaises, italiennes et belges doivent au contraire respecter au jour le jour leurs obligations.

44. L'utilisation du mécanisme des réserves obligatoires suppose, pour être efficace sur le plan de la politique monétaire, que le taux des réserves puisse être modifié, le cas échéant, en fonction de la conjoncture et de l'évolution de la liquidité bancaire.

Depuis la mise en vigueur de ce mécanisme, le taux des réserves a été modifié plus de vingt fois en république fédérale d'Allemagne et aux Pays-Bas. L'utilisation de l'instrument des réserves obligatoires était moins souple dans les autres Etats membres. Mais depuis l'institution du coefficient de trésorerie en France à la fin de 1960, les autorités monétaires françaises disposent désormais d'un moyen d'action plus flexible, qu'elles ont déjà utilisé en modifiant – à l'intérieur du coefficient global – le pourcentage respectif des différents éléments d'actif admis comme réserves et en portant, en février 1962, le coefficient de 30 à 32%. En Belgique, la réforme récente permet aussi d'agir sur le taux des réserves obligatoires. Enfin, les autorités monétaires italiennes ont montré, en modifiant pour la première fois en janvier 1962 le taux de réserves en vigueur depuis 1947, qu'elles entendaient utiliser aussi cet instrument de politique monétaire. La politique des réserves obligatoires agit cependant globalement et affecte de façon plus ou moins uniforme les divers établissements de crédits, même si la situation de leurs liquidités et leur orientation sont différentes. C'est pour cette raison que la Nederlandsche Bank, qui a modifié fréquemment le taux des réserves depuis 1954, ne l'a fait chaque fois que pour quelques points et quand il s'est agi d'augmentation, le changement a été en général de l'ordre de 1% seulement. En Allemagne fédérale, la banque centrale a procédé à des modifications beaucoup plus importantes des taux de réserves, mais en différenciant les taux selon certains critères, comme on l'a vu ci-dessus.

45. A cause de ces *effets globaux*, l'instrument de la politique des réserves obligatoires n'est généralement appliqué en *Allemagne fédérale* et aux *Pays-Bas* qu'au moment précis où il s'avère indispensable d'exercer une influence sur les tendances persistantes de la liquidité des banques. Les banques centrales atténuent les fluctuations passagères de la liquidité bancaire au moyen de transactions adéquates d'open-market, de crédits de réescompte ou d'avances sur titres.

Dans le *système allemand* qui se caractérise par un endettement des banques envers la Deutsche Bundesbank, au titre du réescompte, les modifications des taux des réserves obligatoires se reflètent généralement dans une augmentation ou une diminution de cet endettement. Utilisée conjointement avec le maniement des plafonds de réescompte, la politique des réserves obligatoires constituée par conséquent en Allemagne fédérale un moyen particulièrement efficace pour agir sur la marge de recours des banques envers la banque centrale. Bien entendu, les banques peuvent aussi utiliser leurs autres avoirs mobilisables, comme par exemple les titres d'open-market ou bien des placements sur le marché monétaire à l'étranger, pour faire face à leurs obligations en matière de réserves obligatoires. En Allemagne fédérale, cette possibilité a été largement utilisée au cours de la période de politique restrictive du crédit des années 1959 et 1960,

lorsqu'a été abaissée la marge de refinancement par une réduction des contingents de réescompte. Ultérieurement, la Deutsche Bundesbank a d'ailleurs exercé une influence en sens contraire sur les placements bancaires sur les marchés monétaires à l'étranger, en permettant aux banques de les déduire des engagements envers les non-résidents, pour le calcul des réserves obligatoires. De cette façon, elle a stimulé les sorties de fonds bancaires que l'on souhaitait alors.

Les objectifs de la *politique néerlandaise des réserves obligatoires* sont plus limités. L'évolution des réserves en or et en devises guide jusqu'à un certain point les modifications des taux de réserves par la Nederlandsche Bank, qui fait ainsi participer les banques au financement des réserves en or et devises. C'est ainsi que dans le passé, en cas de déficit en devises, la Nederlandsche Bank abaissait le taux des réserves obligatoires, bien que dans une telle situation il aurait été tout à fait normal de restreindre la liquidité des banques, même en recourant à une augmentation du taux des réserves obligatoires. Toutefois, la situation de ce pays est différente, à cause de sa forte dépendance vis-à-vis de l'étranger. Des excédents ou des déficits en devises peuvent y être ressentis de façon plus sensible et la liquidité du marché monétaire influencée plus fortement. Il peut, par conséquent, apparaître souhaitable d'atténuer le resserrement des liquidités dû à de fortes sorties de devises par l'abaissement du taux des réserves obligatoires, en particulier lorsque ces sorties de devises résultent, non d'une expansion excessive des crédits bancaires, mais de la transformation de dépôts bancaires en devises étrangères.

Outre la réglementation existante des réserves obligatoires de 1954, la Nederlandsche Bank a conclu (cf. paragraphe 40) en mai 1960, avec les établissements de crédit ayant participé à l'ancien accord, un nouveau « gentlemen's agreement » sur le maintien de réserves obligatoires, afin de prévenir une expansion excessive des crédits bancaires. Dans le cadre de cet accord, la banque centrale peut obliger certains établissements de crédit à entretenir auprès d'elle des dépôts additionnels au cas où les crédits à court terme au secteur privé dépassent une limite fixée. Cet accord a été appliqué pour la première fois en juin 1961. Pour l'année 1961, on a fixé à 15% l'accroissement admis pour les crédits à court terme de l'ensemble du système bancaire ; cette limite, qui n'a d'ailleurs pas été dépassée en cours d'année, a été fixée en fonction du financement, par des crédits bancaires à court terme, jugé nécessaire pour l'accroissement de la production 1961.

46. *L'efficacité de l'instrument des réserves obligatoires peut être diversement appréciée selon la nature des actifs composant les réserves : avoirs obligatoires en compte à la banque centrale ou portefeuilles minimums de titres.*

Le système des réserves constituées par des avoirs à la banque centrale est évidemment celui qui, tout en assurant une stérilisation de liquidités bancaires, exerce le plus sûrement un effet en matière de politique de crédit. Les incidences du système de portefeuilles minima d'effets sont plus controversées.

Les réserves obligatoires en effets publics peuvent cependant être considérées comme exerçant — dans une certaine mesure et dans certaines conditions — sur la liquidité des banques, et par là sur le volume des crédits, une influence comparable à celle des réserves « classiques ». En fait, le blocage de ces titres a contribué au lendemain de la guerre, en Italie, en France et en Belgique, à restreindre les facultés de crédits des banques qui auraient pu être tentées de liquider leurs importants portefeuilles d'effets publics constitués au cours des années précédentes. L'essentiel du système du « coefficient » (en Belgique) ou du « plancher » (en France) réside dans le fait que chaque banque ne peut employer qu'une partie des liquidités provenant des dépôts supplémentaires à octroyer des crédits à l'économie. Il en résulte pour les banques le même effet que si chacune d'entre elles avait dû consacrer le même montant de ses ressources à augmenter ses avoirs auprès de la banque centrale.

Mais l'incidence des réserves obligatoires en effets publics sur la liquidité du système bancaire pris dans son ensemble est plus incertaine : dans la mesure où le Trésor stérilise les ressources qui affluent auprès de lui par ce système de réserves obligatoires, en les employant à réduire son endettement vis-à-vis de la banque centrale ou bien à effectuer des transferts au profit de l'étranger, ce système aboutit à un épongeage des liquidités bancaires analogue à celui qui résulte du système des réserves obligatoires classiques. Cela a été, par exemple, le cas en France, au cours de ces trois dernières années. Lorsqu'en revanche la situation de la trésorerie publique est difficile, à la suite par exemple de l'aggravation de déficits budgétaires, le mécanisme du portefeuille minimum d'effets publics, considéré alors comme un moyen de financement plus souvent avantageux des déficits publics, aboutit à canaliser vers le Trésor les liquidités transférées aux banques par la voie du déficit. Mais comme celui-ci a de toute façon pour effet de transférer des liquidités du secteur public vers les banques, le problème se résume, dans une certaine mesure, en un choix entre les divers moyens de financement des charges du Trésor : emprunt aux banques, au public, ou à la banque centrale.

En définitive, le système du portefeuille minimum d'effets publics semble ne pas exercer sur le volume du crédit des effets aussi sûrs que celui des réserves classiques. Par ailleurs, l'obligation d'un portefeuille d'effets publics en proportion des dépôts bancaires paraît être un instrument de contrôle du crédit moins souple que le mécanisme des réserves obligatoires entretenues à la banque centrale. On peut se demander si les taux de réserves peuvent toujours être modifiés en fonction des seules exigences de la politique de crédit : dans un tel système, en effet, les considérations de contrôle du crédit interfèrent avec celles de la politique financière gouvernementale, ne serait-ce que parce qu'une modification du taux de ces réserves retentit directement — et de façon très sensible si elle est importante — sur la situation de la trésorerie.

47. Les Etats membres où existaient des systèmes de portefeuilles minima de titres publics (« plancher » en France et « coefficient bancaire » en Belgique),

ont récemment entrepris, on l'a vu précédemment, une réforme de leurs systèmes qui leur permettra d'utiliser cet instrument de façon plus souple en fonction des impératifs de politique monétaire.

En *France*, le système du « coefficient de trésorerie » instauré en 1960 a englobé l'ancien système des « planchers » et doit permettre aux autorités monétaires une plus grande souplesse d'action. Les banques peuvent maintenant détenir une partie de leurs « réserves » en des effets autres que les bons du Trésor et, particulièrement, en effets représentatifs de crédit à moyen terme. L'aisance de la situation du Trésor a permis, dans le cadre du coefficient de trésorerie (fixé à 30% à partir du 31 janvier 1961 et porté à 32% à compter du 28 février 1962, le maximum autorisé étant établi à 35%), d'abaisser à 15% (en mars 1962) le « plancher » des bons du Trésor primitivement fixé à 25%. Mais cet abaissement a eu pour conséquence d'obliger les banques à nourrir désormais elles-mêmes un certain montant d'effets de crédit à moyen terme au lieu de les mobiliser sans limitation auprès de la Banque de France. Les autorités monétaires françaises disposent donc maintenant d'un instrument leur permettant d'influencer le volume de ces effets.

En *Belgique*, la réforme du système du « coefficient de couverture » entreprise en 1957 a assoupli les liens étroits qui existaient antérieurement avec le financement du déficit budgétaire. Depuis lors, les banques doivent compléter leur couverture en certificats du Fonds des rentes, au lieu de certificats du Trésor; le Fonds des rentes peut, depuis cette réforme, utiliser le produit des ventes de ses certificats davantage dans l'optique d'une politique de liquidité. L'institution d'un coefficient de « réserve monétaire » variable, en 1962, donne aux autorités monétaires belges le moyen d'agir directement sur la liquidité des banques.

III. LE FINANCEMENT DU SECTEUR PUBLIC ET SON INFLUENCE SUR LA LIQUIDITE DE L'ECONOMIE ET DES BANQUES

48. Depuis la dernière guerre, les opérations des pouvoirs publics – et en particulier des pouvoirs centraux – revêtent la plus grande importance pour l'évolution des liquidités des banques et de l'ensemble de l'économie nationale. Il s'est établi en conséquence une liaison de plus en plus étroite entre la politique financière de l'Etat et la politique monétaire de la banque centrale, ce qui rend nécessaire un renforcement de la coopération entre les pouvoirs publics et la banque centrale. Pour apprécier l'efficacité des instruments monétaires auxquels recourt la banque centrale, il faut évidemment prendre en considération la *politique financière des pouvoirs publics*.

49. A cet égard, il importe d'abord de se rendre compte de *quelle façon l'Etat gère ses encaisses*. En effet, l'incidence sur l'évolution des liquidités bancaires peut varier considérablement selon la solution suivie en ce domaine par le Trésor : concentrer ses avoirs à la banque centrale ou les répartir en quelque sorte sur l'ensemble du système bancaire.

Dans tous les pays de la C.E.E., on observe une certaine centralisation des avoirs publics – au moins ceux du pouvoir central – à la banque centrale. Dans la *république fédérale d'Allemagne*, par exemple, le Bund (y compris le fonds spécial ERP et le fonds spécial de péréquation) et les Länder sont tenus de déposer leurs encaisses à la Deutsche Bundesbank. Toutefois, dans le cadre de sa politique en matière de liquidité, cette dernière est habilitée à autoriser les pouvoirs publics à conserver des dépôts dans les banques. La pratique a toutefois révélé qu'il était extrêmement difficile d'utiliser cette possibilité de la banque centrale pour en faire un instrument flexible de la politique monétaire. Cependant, la Bundesbank a parfois autorisé des dépôts importants dans les banques. L'influence que peut exercer l'accumulation de réserves de trésorerie auprès de la banque centrale sur la situation de liquidité des banques a été particulièrement mise en lumière, en Allemagne fédérale, lorsqu'au cours des années 1953 à 1956 (« Juliusturm »), des excédents budgétaires considérables ont été stérilisés auprès de la banque centrale.

En *France*, il existe une concentration quasi totale des fonds publics, puisque toutes les collectivités locales et presque toutes les institutions du secteur public ou semi-public sont obligées de déposer leurs avoirs au Trésor, dont elles peuvent recevoir des avances et des prêts. Le Trésor exerce ainsi le

rôle d'une banque pour le secteur public. Par ailleurs, il joue aussi le rôle d'une banque de dépôts en recueillant les dépôts du public par l'intermédiaire des bureaux de poste (comptes chèques postaux) et aux guichets de ses propres comptables (« fonds particuliers »). C'est exclusivement à la banque centrale que le Trésor dépose ses disponibilités.

50. Le *financement des charges publiques* exerce sur la liquidité des banques et de l'économie une influence qui varie en fonction de l'endettement des pouvoirs publics auprès de la banque centrale, des banques ou du public par l'émission de titres à court ou long terme.

Il existe dans tous les Etats membres des règles précises pour *l'octroi de crédits par la banque centrale*, mais la portée en varie notablement d'un pays à l'autre.

Sauf en Italie et aux Pays-Bas, les avances de la banque centrale à l'Etat sont plafonnées en valeur absolue. Ces limites sont, en République fédérale de 3 milliards de DM pour le Bund et de 850 millions de DM pour les fonds spéciaux et, pour les Länder, un montant qui est calculé sur la base du nombre d'habitants, et qui s'élève actuellement à un milliard de DM environ. La Banque nationale de Belgique ne peut accorder d'avances que dans la limite de 10 milliards de FB en ce qui concerne l'Etat belge, et 333 millions de FB pour l'Etat luxembourgeois. En France, les avances de la banque centrale à l'Etat sont limitées par un « plafond » légal, actuellement fixé à 4,8 milliards de NF.

En Italie, les avances de la Banca d'Italia sont limitées, en valeur relative, à 15% du montant des dépenses budgétaires courantes. Aux Pays-Bas, seules les avances sans intérêt de la Nederlandsche Bank au Trésor sont soumises à un maximum fixé par loi à 150 millions de florins, mais la banque centrale est libre d'accorder d'autres crédits au Trésor.

En Allemagne, la marge du recours des pouvoirs publics à la banque centrale est fixée par la loi sur la Deutsche Bundesbank ; une modification de ce plafond nécessiterait donc une modification de la loi. En France, le plafond de la Banque de France est fixé par des conventions passées entre le gouverneur de la Banque de France et le ministre des finances, et ratifiées par le Parlement. En Belgique, le plafond est également fixé par convention entre le gouverneur de la Banque nationale de Belgique et le ministre des finances, sur avis conforme du conseil de régence de la Banque nationale; cette convention ne requiert que l'accord du Conseil des ministres. En Italie, le plafond est fixé par simple décret.

51. Dans tous les Etats membres, le Trésor *recourt également au crédit des banques* pour financer ses besoins de trésorerie, notamment en plaçant auprès d'elles des titres à court et à moyen terme, parfois à long terme.

Comme on l'a déjà indiqué à propos de la politique des réserves obligatoires, il existe, ou tout au moins il existait dans plusieurs Etats membres, un certain automatisme dans la couverture des besoins de financement du Trésor : l'obligation faite aux banques de détenir, conformément à la règle des « coefficients bancaires » ou du « plancher », un certain pourcentage de leurs dépôts en effets publics, orientait automatiquement une partie de leurs disponibilités vers le Trésor.

Ce mode de financement de l'Etat par les banques existait depuis les premières années de l'après-guerre en Belgique et en France ; il a été récemment supprimé en Belgique, et freiné en France par des abaissements du taux des « planchers » de bons du Trésor.

En Italie, le Trésor a également la possibilité de placer des effets publics auprès des banques conformément à la réglementation des réserves obligatoires ; c'est toutefois aux banques elles-mêmes qu'il incombe de décider si elles veulent remplir leurs obligations en matière de réserves obligatoires par des avoirs ou par des bons du Trésor en dépôt à la banque centrale.

Dans les autres Etats membres, le Trésor ou d'autres pouvoirs publics offrent aux banques – soit directement, comme c'est le cas aux Pays-Bas, par leur propre fondé de pouvoirs sur le marché monétaire, soit indirectement par l'entremise de la banque centrale comme c'est le cas en Allemagne fédérale – des effets à court et à moyen terme pour le placement de leurs disponibilités liquides. Ces effets sont fréquemment réescomptables auprès de la banque centrale ou peuvent être mis en gage pour obtenir des avances sur titres. Ils constituent donc en général un placement assez liquide et sont partiellement mobilisables dans le cadre de la politique d'open-market.

52. Aux Pays-Bas, en France, en Italie et au Luxembourg (toutefois dans une mesure sensiblement moindre qu'avant la guerre), le Trésor offre également aux particuliers et aux entreprises du secteur non bancaire, des effets à court et à moyen terme pour le placement de leurs disponibilités liquides et de leurs épargnes. Aux Pays-Bas, l'intérêt rapporté par ces titres est étroitement lié à l'évolution du marché monétaire ; en France et en Italie par contre, les taux d'intérêt des effets à court et à moyen terme émis par le Trésor à guichet ouvert, sont relativement stables.

En France, les bons du Trésor sont un placement recherché pour l'épargne du secteur privé et constituent par conséquent un approvisionnement permanent et considérable pour la couverture des besoins du Trésor. Bien qu'il s'agisse d'effets à court terme et que leur taux d'intérêt ne fasse l'objet que de variations espacées, cette dette est en fait très stable. L'expérience a montré que, même pendant les périodes de crise, la circulation des bons du Trésor détenus par le public ne connaît pas de déclin important. Le Trésor s'est néanmoins efforcé d'allonger la durée moyenne de cette dette, en créant, en juin 1961, des bons à

En Italie, il semble toutefois que le placement de ces bons du Trésor à intérêt relativement stable ait subi dans le passé des fluctuations plus ou moins fortes. Le volume relativement élevé de ces bons a d'ailleurs permis au Trésor de réduire considérablement son endettement vis-à-vis de la Banca d'Italia grâce à la persistance de l'accroissement de la liquidité de l'économie et des banques, par suite de l'évolution du commerce extérieur.

Le placement de bons du Trésor dans le public ne réduit pas en soi la liquidité du secteur non bancaire; les souscriptions des entreprises et des particuliers amenuisent, en revanche, la liquidité des banques, dans la mesure où le Trésor, comme c'est le cas en Italie et, depuis quelques années, en France, stérilise le produit de ces placements. Dans quelques Etats membres, le Trésor a, en outre, procédé à l'émission d'emprunts à long terme, en vue de réduire la liquidité du secteur bancaire.

Une telle action a été menée sur une grande échelle en Italie en 1959, lorsque le Trésor a émis des bons à échéance de sept à neuf ans, dans le but précis d'éponger la liquidité résultant des excédents de devises. Aux Pays-Bas également, le Trésor a procédé à des opérations analogues et émis des emprunts à long terme, bien que la situation budgétaire ne l'exigeât pas. C'est également aux Pays-Bas que l'on a systématiquement stérilisé des actifs liquides des banques (par exemple dans le cadre du gentlemen's agreement relatif aux réserves obligatoires) et du secteur non bancaire, par des emprunts spéciaux de consolidation.

Deuxième partie

**LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
DANS LA REPUBLIQUE FEDERALE D'ALLEMAGNE**

SOMMAIRE

Remarques préliminaires	59
<i>La liquidité de l'économie – La liquidité du système bancaire</i>	
Chapitre 1 : La politique du réescompte (Refinanzierungspolitik)	67
<i>La politique du taux de l'escompte et des avances sur titres – Les plafonds de réescompte</i>	
Chapitre 2 : La politique des réserves obligatoires	72
<i>Fondements juridiques de la réglementation actuelle des réserves obligatoires – Etablissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires – Calcul des réserves obligatoires – Différenciation des taux des réserves obligatoires – Rémunération des réserves – Intérêt de pénalité – L'efficacité de la politique des réserves obligatoires</i>	
Chapitre 3 : La politique d'open-market et le contrôle du marché monétaire	81
<i>Bases juridiques – Autres opérations sur le marché monétaire – Caractéristiques, durée, taux de cession et de reprise des titres négociables sur le marché monétaire – Le « marché » des titres négociables sur le marché monétaire – L'efficacité de la politique d'open-market – Le marché privé de l'escompte (Privatdiskontmarkt)</i>	
Chapitre 4 : Les interventions de la Bundesbank sur le marché à terme des changes	94
Chapitre 5 : La gestion de la trésorerie publique et ses incidences sur la liquidité	99
Chapitre 6 : Les autres possibilités d'action de la Bundesbank sur la liquidité bancaire	102

TABLEAUX

1 – Circulation monétaire et dépôts bancaires	61
2 – Evolution des disponibilités monétaires	62
3 – Evolution de la liquidité bancaire	65
4 – Taux d'intérêt de la Deutsche Bundesbank – Taux d'escompte, taux des avances sur titres et taux spécial au cas où les réserves obligatoires ne sont pas atteintes	68
5 – Réserves obligatoires	75
6 – Bons du Trésor et autres effets du marché monétaire en circulation	83
7 – Taux d'intérêt de la Deutsche Bundesbank – Taux de cession des titres du marché monétaire à l'open-market	86
8 – Créances et engagements à court terme des banques à l'égard de l'étranger	95
9 – Directives en matière de crédit (situation à fin 1961)	103

GRAPHIQUES

1 – Evolution de la liquidité des banques	66
2 – Evolution des taux d'intérêt	89
3 – Données concernant la politique d'open-market	91
4 – Différence de niveau des taux vis-à-vis de l'étranger ainsi que afflux ou sorties de monnaie et de capitaux	97

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. La politique de toute banque centrale vise essentiellement à exercer une influence sur la demande de moyens de paiement. Mais, abstraction faite de certaines opérations d'open-market et d'escompte direct au bénéfice d'entreprises et de particuliers, la banque centrale ne peut en général agir directement sur la masse monétaire de l'économie, tout au moins dans le système allemand. Le plus souvent elle ne peut y parvenir que d'une manière indirecte, soit en cherchant à agir sur la liquidité du système bancaire et, par là, sur le volume du crédit distribué par les banques, soit en s'efforçant, par des modifications du taux de l'escompte et des conditions d'intérêt qui en découlent, d'agir sur les demandes de «refinancement» des banques et sur la demande de crédit de l'économie, ainsi que sur la formation de ressources d'épargne liquide («Geldkapitalbildung») auprès des banques.

2. La politique de la banque centrale est, dans une large mesure, une politique de liquidité. En matière de politique monétaire, deux formes de «liquidité» sont à prendre en considération: d'une part la *liquidité de l'économie*, c'est-à-dire la masse monétaire globale de l'économie, quelle que soit la définition précise que l'on en donne; d'autre part, la *liquidité du système bancaire*, c'est-à-dire l'ensemble des avoirs en billets de banque et en compte à la banque centrale («Zentralbankgeld»), ou en réserves convertibles à tout moment en cette «monnaie de la banque centrale», qui sont à la disposition du système bancaire. Lorsqu'on parle de «politique de liquidité» de la banque centrale, on entend toujours, en Allemagne fédérale, *l'action exercée sur la liquidité bancaire* par les mesures de politique de liquidité.

a) La liquidité de l'économie («masse monétaire»)

3. L'expression de «liquidité de l'économie» est peu usuelle en Allemagne fédérale. On emploie plutôt le terme de «masse monétaire» (ou «disponibilités monétaires»), en lui donnant selon le cas deux contenus différents. Au sens étroit, la «masse monétaire» se compose de :

— la circulation fiduciaire (déduction faite des encaisses des établissements de crédit);

— les dépôts à vue des résidents autres que les banques, y compris ceux des institutions publiques auprès des banques.

Au sens large, elle englobe également :

- les dépôts à vue des institutions publiques auprès de la Deutsche Bundesbank ;
- et éventuellement aussi les dépôts à terme des résidents, à préavis ou à moins de six mois (ou même à plus de six mois selon le point de vue adopté).

4. Comme il n'existe pas de définition de la « masse monétaire » qui soit parfaitement claire et qui convienne dans tous les cas, ce terme n'est pas employé dans les statistiques de la banque centrale. Dans le rapport mensuel de la Bundesbank, le tableau qui s'y réfère (cf. tableau 1, page 61) est simplement intitulé « circulation fiduciaire et dépôts bancaires », et laisse au lecteur le soin de rechercher, dans une ventilation très poussée, les postes à regrouper. Lorsque les termes « masse monétaire » ou « disponibilités monétaires » sont employés dans le texte, leur contenu est en général précisé.

Le tableau 1 ci-contre, emprunté au rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank, donne un aperçu de cette ventilation, où figurent tous les éléments qui, dans la terminologie utilisée aux Pays-Bas, sont groupés sous le nom de « liquidité primaire » et en outre, avec les dépôts à terme et les dépôts d'épargne, une partie des avoirs bancaires désignés sous le nom de « liquidité secondaire ». En revanche, cet ensemble de liquidités n'englobe pas les créances à court terme sur le secteur public détenues par les particuliers et les entreprises autres que les banques (bons du Trésor, certificats d'impôts (Steuergutscheine) qui, aux Pays-Bas, sont également considérés comme faisant partie de la liquidité secondaire, et par conséquent du « volume global des liquidités ». Ces créances ne jouent pas un rôle aussi grand en Allemagne fédérale (cf. par. 42), étant donné que jusqu'à présent les bons du Trésor et les valeurs assimilées n'ont été détenus qu'occasionnellement en quantités appréciables, et seulement par certaines collectivités publiques.

5. Les principales *sources d'approvisionnement* de l'économie en disponibilités monétaires sont les excédents de la balance des paiements et la distribution nette de crédit de l'ensemble du système bancaire, c'est-à-dire les crédits accordés aux résidents autres que les banques, déduction faite de la formation simultanée de ressources d'épargne (Geldkapitalbildung), auprès des établissements de crédit (augmentation des comptes d'épargne et des dépôts à terme, produit de la vente d'obligations bancaires, emprunts à long terme et prêts obtenus en dehors du secteur bancaire, ainsi que la formation de capital propre et de réserves dans les banques); (cf. tableau 2, page 62).

Pour analyser les variations de la masse monétaire en Allemagne, il est préférable de retrancher de celle-ci les dépôts à vue des collectivités publiques auprès de la Bundesbank, notamment pour certaines périodes du passé au cours desquelles ces dépôts ont été soumis au jeu de facteurs exceptionnels. Si l'on adopte cette définition plus étroite de la « masse monétaire », les variations des avoirs à vue des collectivités publiques auprès de la Bundesbank deviennent un autre facteur déterminant des variations de la « masse monétaire »: toute

Tableau 1
CIRCULATION MONETAIRE ET DEPOTS BANCAIRES ¹

(en millions de DM)

Situation en fin de période	Dépôts des milieux non bancaires intérieurs													Dépôts de non-résidents			
	Circulation monétaire sans les encaisses des banques 1-2	Dépôts à vue du secteur non bancaire intérieur									Dépôts à terme du secteur non bancaire intérieur			Dépôts d'épargne	total	clientèle non bancaire étrangère	banques étrangères
		total	total	total	entreprises et particuliers intérieurs		pouvoirs publics intérieurs		Dépôts des services des anciennes forces d'occupation	total	avec préavis ou à échéance de						
					après des banques (n.c. Deutsche Bundesbank)	après de la Deutsche Bundesbank	après des banques (n.c. Deutsche Bundesbank)	après de la Deutsche Bundesbank			jusqu'à 6 mois	de 6 mois et plus					
1951 déc.	9 309	24 854	14 032	9 916	9 644	272	3 119	1 704	1 415	997	5 764	3 648	2 116	5 058	559	364	195
1952 déc.	10 804	30 731	15 207	10 512	10 247	265	3 942	1 829	2 113	753	7 973	4 809	3 164	7 551	786	486	300
1953 déc.	11 955	39 190	17 486	11 443	11 198	245	5 404	1 849	3 555	639	10 183	5 125	5 058	11 521	1 057	584	473
1954 déc.	12 751	48 681	21 404	13 719	13 414	305	7 162	2 077	5 085	523	10 072	4 065	6 007	17 205	1 243	566	677
1955 déc.	14 041	55 406	23 928	15 109	14 867	242	8 554	2 330	6 224	265	10 125	4 363	5 762	21 353	1 352	622	730
1956 déc.	14 876	62 436	26 209	16 405	16 111	294	9 660	2 608	7 052	144	11 975	5 592	6 383	24 252	1 932	734	1 198
1957 déc.	16 461	70 783	25 936	18 656	18 316	340	7 139	2 690	4 449	141	15 498	7 197	8 301	29 349	2 495	915	1 580
1958 déc.	17 940	81 485	28 909	21 738	21 402	336	7 124	2 900	4 224	47	16 511	6 716	9 795	36 065	2 779	1 076	1 703
1959 déc.	19 369	91 845	29 486	24 545	24 323	222	4 941	3 103	1 838	—	18 189	6 845	11 344	44 170	3 537	1 613	1 924
1959 déc. 1	19 344	93 465	30 102	25 067	24 845	222	5 035	3 197	1 838	—	18 423	6 911	11 512	44 940	3 537	1 613	1 924
1960 déc.	20 772	105 890	33 564	26 580	26 361	219	6 984	3 664	3 320	—	19 463	7 157	12 306	52 863	3 691	1 895	1 796
1961 déc.	23 138	121 533	40 256	31 250	30 998	252	9 006	4 272	4 734	—	21 204	7 521	13 683	60 073	4 022	1 978	2 044
1957 mars	15 067	63 525	24 313	14 836	14 608	228	9 260	2 348	6 912	217	13 487	6 564	6 923	23 725	1 915	756	1 159
juin	15 825	65 115	24 731	15 688	15 476	212	8 684	2 328	6 356	359	13 849	6 452	7 397	26 535	2 085	829	1 256
sept.	16 300	67 647	25 069	17 062	16 752	310	7 506	2 279	5 227	501	15 199	7 219	7 980	27 379	2 687	891	1 796
déc.	16 461	70 783	25 936	18 656	18 316	340	7 139	2 690	4 449	141	15 498	7 197	8 301	29 349	2 495	915	1 580
1958 mars	16 950	71 828	24 190	17 561	17 302	359	6 515	2 618	3 897	114	16 370	7 220	9 150	31 268	2 716	941	1 775
juin	17 239	74 689	25 694	18 704	18 256	348	6 919	2 445	4 474	71	16 425	6 337	9 788	32 570	2 673	1 014	1 659
sept.	17 584	77 264	26 269	19 518	19 209	309	6 708	2 510	4 198	43	16 989	7 022	9 965	34 006	2 748	1 049	1 699
déc.	17 940	81 485	28 909	21 738	21 402	336 ²	7 124	2 900	4 224	47	16 511	6 716	9 795	36 065	2 779	1 076	1 703
1959 mars	18 027	81 179	26 260	21 110	20 893	217	5 150	2 863	2 287	—	16 630	6 499	10 131	38 289	2 651	1 380	1 271
juin	18 433	83 792	27 189	22 590	22 368	222	4 599	2 682	1 917	—	16 662	6 127	10 535	39 941	3 166	1 568	1 598
sept.	18 987	86 850	27 940	23 291	23 074	217	4 649	2 746	1 903	—	17 303	6 531	10 772	41 607	3 025	1 493	1 532
déc.	19 369	91 845	29 486	24 545	24 323	222	4 941	3 103	1 838	—	18 189	6 845	11 344	44 170	3 537	1 613	1 924
déc. 1	19 344	93 465	30 102	25 067	24 845	222	5 035	3 197	1 838	—	18 423	6 911	11 512	44 940	3 537	1 613	1 924
1960 janv. 1	18 958	93 920	29 041	23 702	23 490	212	5 339	2 878	2 461	—	19 159	7 406	11 753	45 720	3 262	1 551	1 711
févr.	19 220	95 192	29 038	23 520	23 490	218	5 454	3 078	2 376	—	19 581	7 436	12 145	46 516	3 225	1 580	1 645
mars	19 465	95 597	29 488	23 804	23 579	225	5 684	3 067	2 617	—	19 051	7 175	11 876	47 058	3 206	1 624	1 882
avril	19 797	95 783	29 020	24 213	23 989	224	4 807	2 884	1 923	—	19 201	7 144	12 057	47 562	3 821	1 739	2 082
mai	16 695	97 830	30 273	24 882	24 674	208	5 391	3 011	2 380	—	19 495	7 181	12 314	48 062	3 836	1 701	2 135
juin	19 971	98 407	31 125	24 634	24 413	221	6 491	3 080	3 411	—	18 863	6 617	12 246	48 419	3 578	1 680	1 898
juillet	20 500	98 335	30 255	24 729	24 496	235	5 526	2 738	2 788	—	19 205	6 935	12 270	48 875	3 451	1 694	1 757
août	20 256	99 581	30 564	24 985	24 777	208	5 579	2 982	2 597	—	19 570	7 046	12 524	49 447	3 225	1 656	1 569
sept.	20 946	100 610	31 516	24 407	24 196	211	7 109	2 971	4 138	—	19 215	6 758	12 457	49 879	3 414	1 678	1 736
oct.	20 549	102 726	32 618	25 279	25 060	219	7 339	2 896	4 443	—	19 525	7 003	12 522	50 583	3 221	1 715	1 506
nov.	21 050	102 769	32 174	25 487	25 269	218	6 687	3 215	3 472	—	19 656	7 182	12 474	50 939	3 181	1 710	1 471
déc.	20 772	105 890	33 564	26 580	26 361	219	6 984	3 664	3 320	—	19 463	7 157	12 306	52 863	3 691	1 895	1 796
1961 janv.	20 376	106 446	32 576	24 802	24 599	203	7 774	2 996	4 778	—	19 907	7 426	12 481	53 963	3 296	1 747	1 549
févr.	20 721	108 298	32 766	24 974	24 777	197	7 992	3 299	4 493	—	20 716	7 731	12 985	54 816	3 206	1 695	1 511
mars	21 581	109 736	33 998	24 713	24 490	223	9 285	3 098	6 187	—	20 457	7 125	13 332	55 281	3 577	1 749	1 828
avril	21 563	111 250	34 731	25 402	25 180	222	9 329	2 955	6 374	—	21 035	7 326	13 709	55 484	3 693	1 812	1 881
mai	21 274	113 888	36 205	26 270	26 050	220	9 935	3 352	6 583	—	21 687	7 609	14 078	55 996	3 889	1 807	1 982
juin	22 065	114 765	37 192	26 500	26 255	245	10 692	3 321	7 371	—	21 150	6 815	14 335	56 423	3 912	1 931	1 981
juillet	22 180	115 450	37 405	27 394	27 152	242	10 011	3 083	6 928	—	21 241	7 014	14 227	56 804	3 929	1 847	2 082
août	22 214	115 849	37 028	27 724	27 504	220	9 304	3 385	5 919	—	21 608	7 372	14 236	57 213	3 625	1 801	1 824
sept.	22 888	115 613	37 014	27 497	27 250	247	9 517	3 454	6 063	—	21 018	7 155	13 863	57 381	3 552	1 837	1 715
oct.	22 277	116 868	37 336	28 646	28 387	259	8 690	3 115	5 575	—	21 202	7 581	13 621	58 330	3 518	1 793	1 725
nov.	23 116	117 345	37 918	29 150	28 893	257	8 768	3 619	5 149	—	21 040	7 516	13 524	58 387	3 542	1 795	1 747
déc.	23 138	121 533	40 256	31 250	30 998	252	9 006	4 272	4 734	—	21 204	7 521	13 683	60 073	4 022	1 978	2 044

¹ Y compris, à partir de juillet 1959, les billets et monnaies divisionnaires en circulation en Sarre ainsi que les dépôts des milieux non bancaires saisis auprès de la Deutsche Bundesbank et, à partir de janvier 1960, les dépôts des milieux non bancaires détenus en Sarre auprès des établissements de crédit.

² Y compris les billets et monnaies divisionnaires en circulation à l'étranger.

Source: rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank.

Tableau 2

EVOLUTION DES DISPONIBILITES MONETAIRES

augmentation (+) ou diminution (-)

(en millions de DM)

	1957	1958	1959	1960	1961
Crédits bancaires à des résidents non bancaires	+ 9 983	+ 12 542	+ 18 096	+ 17 307	+ 23 966
Formation d'épargne («Geldkapitalbildung») d'origine intérieure auprès des banques ¹	+ 13 557	+ 11 598	+ 15 187	+ 16 170	+ 18 457
I. Excédent des crédits aux résidents (+) ou de la formation des ressources d'épargne (-)	- 3 574	+ 944	+ 2 909	+ 1 137	+ 5 509
II. Variation des avoirs des collectivités publiques auprès de la banque centrale (augmentation -)	+ 2 606	+ 671	+ 2 686	- 2 304	- 1 293
III. Autres facteurs internes	- 180	- 1 062	- 649	- 1 694	+ 2 836
IV. = I + II + III (Facteurs internes)	- 1 148	+ 553	+ 4 946	- 2 861	+ 7 052
V. Variation des avoirs en devises étrangères (Bundesbank et banques de dépôt)	+ 5 066	+ 4 218	- 261	+ 6 269	+ 427
VI. Variation des disponibilités monétaires (circulation fiduciaire et dépôts à vue des résidents autres que les banques - sans les dépôts des collectivités publiques auprès de la banque centrale)	+ 3 918	+ 4 771	+ 4 685	+ 3 408	+ 7 479
VII. (Pour mémoire) Dépôts à terme des résidents à préavis ou à moins de 6 mois ²	+ 1 605	- 481	+ 129	+ 246	+ 326

¹ Y compris tous les dépôts à terme des résidents.

² Ces dépôts sont compris dans la rubrique ci-dessus « formation des ressources d'épargne » (Geldkapitalbildung); ces dépôts à court terme sont parfois considérés comme faisant partie des disponibilités monétaires.

augmentation de ces avoirs à la suite d'opérations de trésorerie à l'intérieur du territoire réduit, toutes choses égales d'ailleurs, la « masse monétaire active » de l'économie, tandis que toute réduction l'accroît.

b) La liquidité du système bancaire

6. Au sens étroit, la « liquidité du système bancaire », désigne l'ensemble des avoirs du système bancaire en « monnaie de la banque centrale » (billets de banque et avoirs en compte à la banque centrale). Dans une acception plus large, on considère également comme liquidité du système bancaire d'autres actifs, convertibles en cette monnaie, tels que les effets de commerce réescomptables, les devises, les effets à court et à moyen terme émis par l'Etat ou d'autres institutions publiques, et éventuellement aussi d'autres titres. Le caractère liquide de ces avoirs tient au fait que la banque centrale est disposée – quand elle n'y est pas tenue – à les acquérir en échange de sa propre monnaie. A cet égard, il convient de parler de liquidité « potentielle » ou de « réserves de liquidité » facilement mobilisables, et de réserver les termes de « liquidité effective » ou de « liquidité de caisse » aux liquidités de trésorerie détenues par les banques.

7. La « liquidité de caisse » des banques est presque entièrement immobilisée par l'obligation d'entretenir des réserves minima auprès de la Bundesbank, étant donné qu'il n'existe pas dans le système allemand d'importantes réserves excédentaires (cf. par. 32); d'autre part, les réserves obligatoires servent en même temps de fonds de roulement (working balances) aux banques en leur permettant de faire face à leurs décaissements (cf. par. 22). La liquidité « potentielle », c'est-à-dire les *réserves de liquidités* proprement dites des banques, comprend principalement :

- les effets d'open-market (y compris tous les titres de dette à court terme des organismes du secteur public);
- les avoirs dans les banques étrangères, et les placements sur les marchés monétaires étrangers;
- les effets de commerce réescomptables, dans la limite des plafonds individuels de réescompte attribués aux différentes banques.

8. Les notions définies ci-dessus se réfèrent au système bancaire considéré comme un tout. En revanche, pour une banque donnée ou pour certains secteurs du système bancaire, on peut considérer comme faisant partie de la liquidité certains actifs au moyen desquels un établissement donné, mais non l'ensemble du système bancaire, pourra se procurer des liquidités. Il s'agit par exemple d'avoirs auprès d'autres établissements de crédit, de titres négociables sur le marché financier, d'effets non réescomptables, mais pouvant être cédés à d'autres établissements de crédit. Si importants que puissent être ces actifs liquides pour une banque en particulier ou pour certaines catégories de banques, il n'ont qu'une importance secondaire pour la politique de liquidité de la banque centrale. Ils ne

sont en effet, de ce point de vue, que des instruments de compensations des liquidités entre les divers éléments du système bancaire, mais n'affectent pas la liquidité de ce dernier considéré dans son ensemble.

9. La liquidité de caisse du système bancaire est une résultante des opérations passées à l'actif et au passif de la banque centrale et de l'évolution de la circulation fiduciaire en dehors des banques. Les principaux facteurs déterminants sont (cf. graphique en annexe) :

- le solde des opérations sur devises entre la Bundesbank et les autres banques ;
- le solde des opérations de la Bundesbank avec le secteur public ;
- les variations de la circulation fiduciaire (ainsi que les « autres facteurs »).

Par comparaison avec ces facteurs, le montant net des opérations de la Bundesbank avec l'économie (à l'exception des banques) et avec le secteur public ne joue qu'un rôle insignifiant dans le système bancaire allemand (cf. par. 42 et 61).

Le tableau 3 (page 65) et le graphique 1 (page 66) retracent l'évolution des principaux facteurs de la liquidité bancaire au cours des années 1957 à 1961.

10. La *politique du crédit* agit sur la liquidité bancaire par l'utilisation des moyens suivants :

- a) Manipulation des réserves obligatoires,
- b) Opérations d'open-market (modifications des conditions d'acquisition et de cession d'effets négociables sur le marché monétaire) y compris quelques opérations tendant à régulariser le marché – complétées par des interventions sur le marché à terme des changes,
- c) Gestion des avoirs des collectivités publiques (Bund, Länder etc.), notamment leur répartition entre la banque centrale et les autres banques, ainsi que le mode de financement des déficits des trésoreries publiques,
- d) Fixation des conditions d'accès au réescompte de la banque centrale (conditions concernant la qualité du papier réescomptable, limitation quantitative par la fixation de plafonds de réescompte).

Les variations du taux de l'escompte agissent indirectement sur la liquidité bancaire en rendant plus difficile ou au contraire en facilitant le recours au réescompte. De plus elles représentent, pour la banque centrale allemande, le seul moyen d'agir directement sur la demande de crédit de l'économie auprès des banques exerçant leur activité sur le territoire.

Tableau 3

EVOLUTION DE LA LIQUIDITE BANCAIRE

(Chiffres calculés sur la base de moyennes constatées aux dates d'établissement des quatre situations hebdomadaires du mois de clôture de l'exercice)

(en millions de DM)

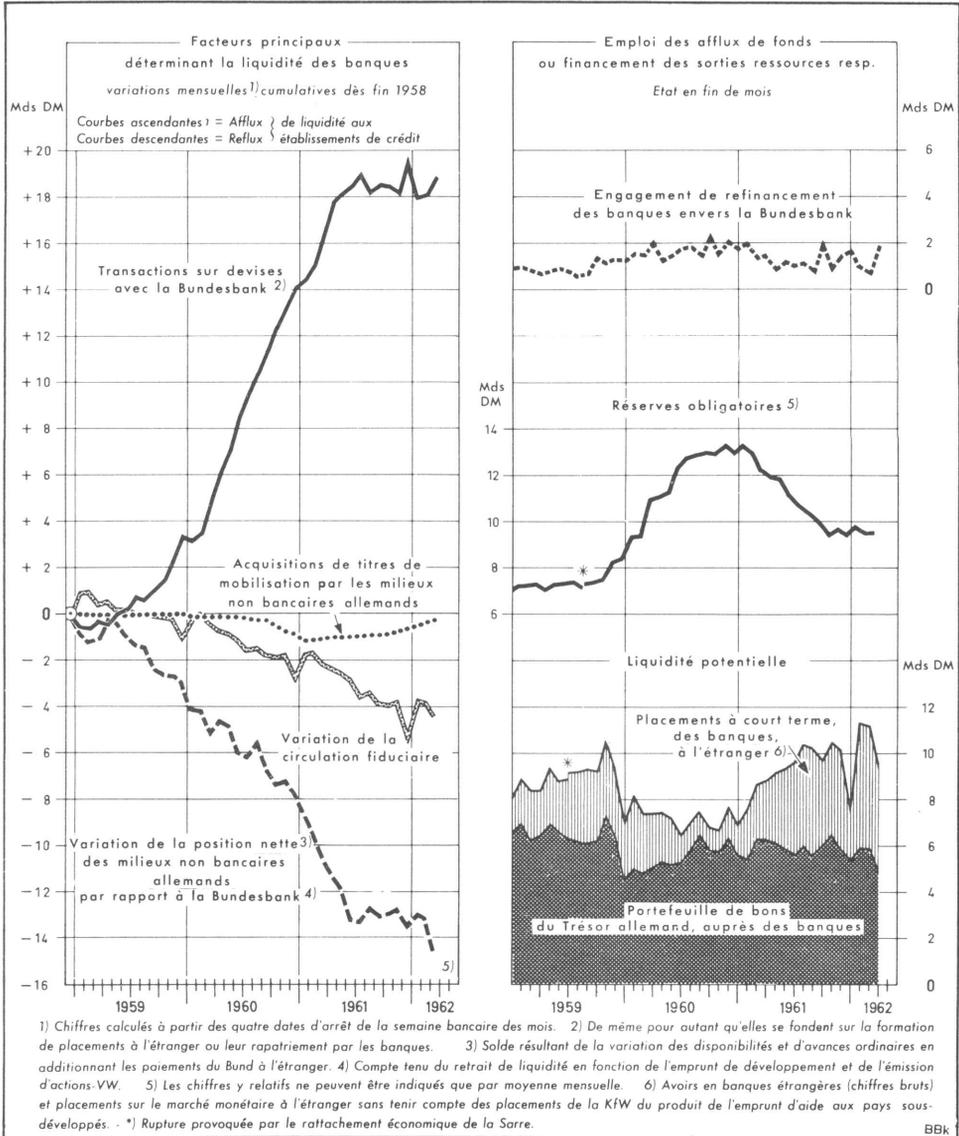
	1957	1958	1959	1960	1961
I. Variations de la liquidité bancaire imputables aux facteurs suivants :					
1. Variations de la circulation fiduciaire	- 1 531	- 1 482	- 937	- 1 684	- 2 524
2. Opérations de trésorerie du secteur public effectuées dans la République fédérale	- 232	- 2 139	- 3 185	- 5 550	- 6 748
3. Opérations sur devises de la Bundesbank ¹	+ 8 062	+ 5 503	+ 3 388	+ 10 748	+ 5 575
4. Autres facteurs	- 307	+ 481	+ 348	+ 1 025	+ 1 286
Incidence globale des facteurs 1 à 4 sur la liquidité bancaire	+ 5 992	+ 2 363	- 386	+ 4 539	- 2 411
II. Variations des avoirs des établissements de crédit auprès de la Bundesbank (Augmentation: -) ² (pour mémoire: variations du montant mensuel des réserves obligatoires)	- 1 694 (- 1 757)	- 927 (- 964)	- 1 344 (- 1 089)	- 4 001 (- 4 364)	+ 2 936 (+ 3 361)
III. 1. Remboursement (+) ou octroi (-) de crédits de réescompte à ou par la Bundesbank	+ 1 179	+ 627	- 293	+ 797	+ 480
2. Acquisition (+) ou cession (-) de titres négociables sur le marché monétaire intérieur ³	+ 3 119	+ 809	- 1 437	+ 1 355	+ 45
IV. (Pour mémoire): variation des créances à court terme des banques ordinaires sur l'étranger ⁴	+ 396	+ 265	+ 1 503	- 1 228	+ 1 463

¹ Dans la mesure où elles ont une incidence sur la liquidité bancaire.² Elles correspondent dans l'ensemble à la variation des réserves minima prescrites; les écarts tiennent à ce que les variations des avoirs sont calculées sur la base de moyennes constatées aux dates d'établissement des quatre situations hebdomadaires tandis que seule la moyenne mensuelle des avoirs journaliers doit correspondre aux réserves obligatoires; de plus, des réserves excédentaires existent parfois, pour des raisons purement techniques.³ Dans le cadre de la politique d'open-market de la Bundesbank.⁴ Avoirs et placements effectués sur les marchés financiers à l'étranger - contrairement à tous les autres, ce poste est calculé d'après les montants en fin d'exercice.

Source: rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank.

Graphique 1

EVOLUTION DE LA LIQUIDITE DES BANQUES



CHAPITRE 1

LA POLITIQUE DU REESCOMPTE (REFINANZIERUNGSPOLITIK)

a) La politique du taux de l'escompte et des avances sur titres

11. Aux termes du paragraphe 15 de la loi du 26 juillet 1957 relative à la Deutsche Bundesbank, celle-ci est habilitée, « afin d'agir sur la circulation monétaire et le volume du crédit... à fixer les taux d'intérêt et d'escompte applicables dans chaque cas aux opérations qu'elle effectue ». La Bundesbank peut en principe appliquer des taux d'escompte différents aux diverses catégories d'opérations; toutefois, elle ne fait pas actuellement usage de ce droit (cf. tableau 4, page 68). Le paragraphe 19 de cette même loi confère à la Bundesbank le droit d'acquérir et de céder au taux d'escompte fixé par elle-même des effets à trois mois au maximum, y compris les effets publics émis par l'Etat fédéral, les Länder et les fonds spéciaux de l'Etat fédéral (chemins de fer fédéraux, poste fédérale, fonds de péréquation des charges, fonds ERP), pour autant qu'ils répondent aux conditions précisées par la loi.

La Banque peut en outre, aux termes du même texte, accorder pour une durée de trois mois au plus, contre mise en gage de titres à échéances diverses (effets publics à trois mois au plus, bons du Trésor à échéance de six mois à deux ans, obligations figurant sur la liste des titres admis en garantie de telles avances) des prêts productifs d'intérêts, dits « Lombardkredite » (avances sur titres), dont le montant maximum est à un certain pourcentage de la valeur nominale, variable selon les catégories de titres. La Bundesbank applique à ces opérations le taux des avances sur titres (« Lombardsatz »), qui est en général supérieur d'un point au taux de l'escompte. Elle n'accorde en principe d'avances sur titres que lorsqu'il s'agit de faire face à une difficulté de trésorerie passagère et qu'elle n'a pas d'objections à formuler contre l'objet du crédit.

12. En général, la Bundesbank applique également le taux d'escompte aux crédits qu'elle accorde aux collectivités publiques dans le cadre du plafond légal (cf. chapitre VI).

13. Le taux d'escompte de la Bundesbank exerce également une influence sur les taux d'intérêt appliqués par les banques ordinaires à leur clientèle. En vertu de l'accord dit « accord sur les intérêts débiteurs » (Sollzinsabkommen), qui continue de s'appliquer depuis l'entrée en application de la nouvelle loi sur le crédit du 1er janvier 1962, les taux d'intérêt maxima que les banques sont

Tableau 4
TAUX D'INTERET DE LA DEUTSCHE BUNDESBANK ¹
Taux d'escompte, taux des avances sur titres et taux spécial
au cas où les réserves obligatoires ne sont pas atteintes

Valable à partir de	Taux d'escompte ²	Taux des avances sur titres	Taux spécial pour les instituts de crédit au cas où les réserves obligatoires ne sont pas atteintes
	% p. a.	% p. a.	% p. a. au-dessus du taux des avances sur titres
1948 1er juillet	5	6	1
1er décembre			3
1949 27 mai	4½	5½	
14 juillet	4	5	
1950 27 octobre	6 ³⁻⁴	7	
1er novembre			1
1951 1er janvier			3
1952 29 mai	5 ⁵	6	
21 août	4½	5½	
1953 8 janvier	4	5	
11 juin	3½	4½	
1954 20 mai	3	4	
1955 4 août	3½	4½	
1956 8 mars	4½	5½	
19 mai	5½ ⁶	6½	
6 septembre	5	6	
1957 11 janvier	4½	5½	
19 septembre	4	5	
1958 17 janvier	3½	4½	
27 juin	3	4	
1959 10 janvier	2¾	3¾	
4 septembre	3	4	
23 octobre	4	5	
1960 3 juin	5	6	
11 novembre	4	5	
1961 20 janvier	3½	4½	
5 mai	3	4	

¹ Jusqu'au 31-7-1957: taux de la Bank Deutscher Länder ou des Landeszentralbanken.

² Egalement taux d'intérêt pour les crédits de caisse aux pouvoirs publics et à la Kreditanstalt für Wiederaufbau (voir également notes 3 et 4). Selon décision du comité directeur de la Bank Deutscher Länder du 3 août 1948, le taux d'escompte pour effets libellés en monnaie étrangère à d'abord été fixé uniformément à 3%. Selon décision des 9-10 novembre 1949 le comité directeur a autorisé le conseil de direction à fixer pour ces effets des taux différenciés analogues aux taux d'escompte des banques d'émission étrangères. Ceci était également valable pour des effets libellés en DM et acceptés à l'étranger (décision des 22-23 mars 1950) et pour des traites d'exportation (décisions des 15-16 novembre 1950 et des 23-24 mai 1951) (voir également note 5).

³ Après le relèvement du taux d'escompte du 27 octobre 1950, les billets à ordre provenant de l'action d'encouragement des exportations de la Kreditanstalt für Wiederaufbau ont continué à être escomptés au taux préférentiel de 4% (décision des 29-30 novembre 1950); ce taux privilégié a été abrogé par décision des 7-8 novembre 1951 et n'était désormais applicable qu'aux billets à ordre résultant de crédits accordés ou utilisés jusqu'au 7 novembre 1951 inclus.

⁴ Selon décision du comité directeur du 20 décembre 1950, le taux d'intérêt applicable aux crédits de caisse à la Kreditanstalt für Wiederaufbau a été fixé, à partir du 27 octobre 1950, à 4% pour les crédits destinés à l'agriculture, à la navigation maritime et à la construction de logements, et à 5 1/2% pour les crédits destinés à d'autres buts.

⁵ Depuis le 29 mai 1952, ne restait en vigueur que la réglementation spéciale mentionnée sous 3 pour les crédits destinés au financement de l'agriculture, de la navigation maritime et de la construction de logements; le taux de 4% restait applicable à ces crédits jusqu'à leur règlement final.

⁶ A partir du 19 mai 1956 même taux pour l'escompte d'effets étrangers, de chèques étrangers, d'acceptations de non-résidents libellées en DM et de traites d'exportation.

autorisées à appliquer à leur clientèle au titre des opérations d'escompte ou des avances en compte courant sont fixés à un certain niveau au-dessus du taux d'escompte ou d'avances sur titres de la Bundesbank. Par conséquent, toute modification du taux d'escompte entraîne automatiquement une modification correspondante des taux d'intérêt maxima applicables aux crédits mentionnés ci-dessus. Il convient toutefois de considérer qu'en pratique, les banques appliquent souvent des taux inférieurs à ces taux maxima réglementaires.

Les taux d'intérêt créditeurs sont également liés au taux d'escompte, mais d'une façon moins directe. Avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur le crédit, le Conseil central du crédit, qui groupe les représentants de toutes les catégories de banques, transmettait, après chaque modification du taux de l'escompte, aux autorités de contrôle des banques des pays fédéraux, des recommandations sur l'opportunité et l'étendue d'un alignement des taux d'intérêt créditeurs sur les changements du taux d'escompte. Les autorités de contrôle décidaient alors, en accord avec les ministères fédéraux intéressés et la Bundesbank, des modifications à apporter aux taux d'intérêt créditeurs. Après l'entrée en vigueur de la nouvelle loi, les autorités fédérales de contrôle ont été habilitées, aux termes des pouvoirs qui leur ont été délégués par le ministère de l'économie, à fixer les conditions de banques par décret; mais elles ne peuvent prendre des décisions qu'avec l'accord de la Bundesbank. De même que pour les intérêts débiteurs, les taux d'intérêt créditeurs fixés par l'accord précité ne sont que des maxima, et les banques peuvent appliquer des taux inférieurs.

14. Il est malaisé d'apprécier l'efficacité de la politique de l'escompte dans l'Allemagne fédérale. Contrairement aux instruments de la politique de liquidité dont dispose la Bundesbank (notamment les politiques des réserves obligatoires et d'open-market) les modifications du taux d'escompte ne peuvent agir sur la liquidité bancaire qu'indirectement, dans la mesure où les banques sont plus ou moins disposées à s'endetter auprès de la banque centrale. D'un autre côté, la politique de l'escompte est le seul moyen pour la Bundesbank d'agir, par une modification du niveau général des taux d'intérêt, sur la demande de crédit de la clientèle des banques, c'est-à-dire de l'économie elle-même. Une modification du taux d'escompte entraîne souvent une modification des taux d'intérêt créditeurs et, étant donné la concurrence entre les placements de fonds en valeurs mobilières ou en comptes d'épargne et à terme, elle peut directement influencer les taux pratiqués sur le marché financier. Enfin, en Allemagne fédérale comme dans les autres pays, les modifications du taux de l'escompte ont la valeur d'un « signal » quant à l'orientation générale de la politique de la banque centrale en matière de crédit, et influent par là sur la politique générale des banques et des entreprises.

Le rétablissement de la liberté des paiements internationaux et l'étroite interdépendance qui en résulte entre les principales places financières du monde a accru largement l'importance des répercussions entraînées par les modifications du taux d'escompte (et par les modifications des taux d'intérêt dont elles s'accompagnent à l'intérieur du territoire) sur les mouvements internationaux de

capitaux à court terme. Les possibilités d'action et l'efficacité de la politique de l'escompte peuvent, dans certains cas, s'en trouver sensiblement restreintes ainsi que le montre clairement l'évolution constatée en Allemagne fédérale depuis 1960.

Si elle ne veut pas que l'effet d'une modification du taux d'escompte se borne au rôle de « signal » décrit ci-dessus, la banque centrale devra prendre des mesures complémentaires pour rendre effective sur le marché, grâce à une action appropriée sur la liquidité des banques, la modification des taux d'intérêt. La politique du taux d'intérêt et la politique de la liquidité réagissent également l'une sur l'autre, les modifications du taux d'escompte ayant fréquemment pour but d'accroître l'efficacité de certaines mesures de politique de la liquidité, en resserrant ou en élargissant simultanément les possibilités d'accès des banques au réescompte de la banque centrale.

b) Les plafonds de réescompte

15. Toutefois, la modification du taux de l'escompte n'est pas le seul moyen d'action dont dispose la Bundesbank pour faire varier ses concours aux banques. Elle peut également restreindre ou élargir les possibilités de recours au réescompte en fixant les conditions d'admission des effets au réescompte et en modifiant les plafonds de réescompte.

Le statut légal de la Bundesbank se borne à fixer les conditions minima auxquelles doivent satisfaire les effets réescomptables (effets pourvus de trois signatures notoirement solvables, à échéance maxima de trois mois). Dans le cadre de ces conditions générales, la Bundesbank a la possibilité de faire connaître les catégories d'effets qu'elle est prête à acquérir. Elle a par exemple exclu à plusieurs reprises du bénéfice du réescompte les effets correspondant à certaines transactions, comme les effets représentatifs de crédit à la consommation, les effets servant au financement intérimaire des projets de construction et les acceptations bancaires autres que celles destinées au financement à court terme d'opérations déterminées.

L'exclusion de ces effets du bénéfice du réescompte se répercute naturellement en premier lieu sur l'emprunteur final, puisque les banques ont tendance à refuser leurs concours si elles ne possèdent pas la garantie du réescompte auprès de la Bundesbank. Au point de vue de la politique du crédit, cette réglementation n'a en revanche qu'une importance secondaire ; les banques disposent le plus souvent d'un portefeuille suffisant d'autres effets qu'elles peuvent, en cas de nécessité, présenter au réescompte de la banque centrale.

16. Du point de vue de la politique de liquidité, il est plus important qu'en plus de la sélection des effets remis par les banques à la Bundesbank, le montant des crédits de réescompte dont peut disposer globalement chaque banque, soit limité par les plafonds de réescompte (Rediskontkontingente). Sur ce plafond sont

imputés tous les effets escomptés par la Bundesbank, à l'exception des acceptations bancaires de 45 jours au plus ainsi que des effets destinés au financement des exportations à moyen et long terme émis dans le cadre du plafond de réescompte consenti par la Bundesbank à l'Ausfuhr-Kredit AG (plafond B).

Le montant des plafonds de réescompte est en principe fixé – bien que ce ne soit nullement une règle stricte – en fonction des fonds propres des établissements de crédit (capital, réserves inscrites au bilan et « provisions forfaitaires » (« Sammelwertberichtigungen ») et d'un « coefficient » qui peut être fixé différemment pour certaines catégories de banques. Ces plafonds ne sont pas officiellement portés à la connaissance des établissements de crédit, mais ceux-ci peuvent en être informés sur leur demande.

17. Dans les dernières années, les contingents ont été abaissés à plusieurs reprises. Ainsi ils ont été amputés de 15 % à partir du 1er mai 1957. De ces plafonds déjà réduits ont été en outre retranchés les crédits obtenus de l'étranger autres que ceux destinés au financement direct d'une opération d'importation ou au financement d'une opération de transit. Les plafonds de réescompte ont subi de nouvelles réductions en raison de la politique restrictive de crédit poursuivie depuis l'automne 1959. Ces diminutions sont de toute manière nécessaires de temps à autre, étant donné que les fonds propres des banques s'accroissent constamment par suite des augmentations de capital et des affectations aux réserves ; si le coefficient servant au calcul des plafonds de réescompte restait au même niveau, les possibilités de financement augmenteraient constamment dans la même proportion.

C'est pourquoi, en même temps que leur mode de calcul était réformé, l'ensemble des plafonds a été abaissé, le 1er octobre 1959, d'environ 19 %. Ils ont été à nouveau réduits d'au moins 2 milliards de DM le 1er mars 1960. A cette occasion, les établissements de crédit moins importants ont bénéficié d'un traitement de faveur en ce sens que le plafond de réescompte de chaque banque n'a été diminué que de 10 % pour les cinq premiers millions de DM, mais de 30 % pour le reste. Comme, simultanément, les réserves obligatoires des banques ont été relevées et que, pour les compléter, les banques ont dû présenter davantage d'effets au réescompte, ces deux mesures se sont soldées pour les établissements de crédit par une réduction sensible de leurs liquidités. A compter du 1er juillet 1960, l'abaissement déjà mentionné du plafond d'escompte a été encore accentué, à savoir 15 % pour les cinq premiers millions de DM et 40 % pour le reste. En même temps, dans le cadre de l'assouplissement des restrictions de crédit, les mesures de réduction de plafonds décidées en 1959 et en 1960 ont été partiellement abolies à partir du 1er mars 1961 et dans leur totalité à partir du 1er novembre 1961.

CHAPITRE 2

LA POLITIQUE DES RESERVES OBLIGATOIRES

18. L'obligation des « réserves minima » a été instaurée pour la première fois en Allemagne en 1948 lors de la création de la Bank deutscher Länder. Certes, la loi sur le crédit de 1934 prévoyait déjà que les banques auraient à entretenir des avoirs auprès de la banque centrale pour couvrir leurs dépôts, à concurrence d'un pourcentage, que cette loi ne fixait d'ailleurs pas. Mais cette disposition s'inspirait moins de considérations de politique du crédit que du souci de garantir la liquidité des dépôts confiés aux banques par leur clientèle ; au surplus, elle n'avait jamais été complétée par des textes fixant les modalités d'application.

a) Fondements juridiques de la réglementation actuelle des réserves obligatoires

19. Lorsque l'ancienne loi sur la Bank deutscher Länder a été remplacée par la loi du 26 juillet 1957, créant la Deutsche Bundesbank, les prescriptions de la loi de 1948 relatives aux réserves obligatoires ont été reprises sous une forme modifiée. Le paragraphe 16, alinéa 1, dispose :

« Pour agir sur la circulation monétaire et le volume du crédit, la Deutsche Bundesbank peut exiger que les établissements de crédit entretiennent auprès d'elle des avoirs en compte (réserves obligatoires) représentant un certain pourcentage de leurs engagements sous forme de dépôts à vue, de dépôts à terme et de dépôts d'épargne ainsi que de « fonds empruntés »¹ à court et moyen terme, déduction faite de leurs engagements vis-à-vis des autres établissements de crédit également astreints à l'obligation des réserves. Les pourcentages fixés par la Deutsche Bundesbank ne peuvent dépasser 30 % pour les engagements à vue, 20 % pour les engagements à terme et 10 % pour les dépôts d'épargne. Dans ces limites, la Deutsche Bundesbank peut modifier ces pourcentages en fonction de considérations générales, notamment suivant les différentes catégories d'établissements, et exclure certains engagements des bases de calcul. »

Dans son instruction du 16 avril 1959 relative aux réserves obligatoires (Anweisung über Mindestreserven : AMR), la banque centrale a publié les modalités d'application de ce texte. Elle fait connaître par des « avis aux établissements de crédit » les taux de réserves applicables.

¹ L'expression « aufgenommene Gelder » désigne les ressources à court et moyen terme qui résultent d'une initiative des banques (par ex. fonds empruntés à une compagnie d'assurance) et non de dépôts spontanés de la clientèle.

b) Etablissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires

20. A de rares exceptions près, tous les établissements de crédit de la République fédérale sont soumis à la réglementation sur les réserves obligatoires, ce qui s'explique par le fait qu'en Allemagne presque tous ces établissements acceptent des dépôts à vue, à terme ou d'épargne, tous engagements retenus pour le calcul des réserves obligatoires. Il s'agit des catégories d'établissements suivantes :

Etablissements de crédit :

- grandes banques,
- banques d'Etat et régionales (Staats- und Regionalbanken),
- banques privées,
- banques spécialisées (Spezialbanken), banques d'entreprise (Hausbanken) et banques de secteurs économiques (Branchenbanken).

Centrales de virement (Girozentralen),

Caisses d'épargne,

Caisses centrales artisanales et rurales,

Coopératives de crédit artisanal et rural,

Banques hypothécaires privées,

Banques de crédit maritime,

Etablissements de crédit foncier de droit public,

Etablissements de crédit ayant une mission particulière (par ex. la Banque de la reconstruction (Kreditanstalt für Wiederaufbau),

Etablissements de crédit à la consommation,

Office des chèques postaux et caisses d'épargne postales.

L'instruction de la Bundesbank énumère expressément les catégories d'établissements qui ne sont pas soumis à l'obligation des réserves minima:

Entreprises de construction de logements d'intérêt public, qui ne se livrent pas, à titre principal, à des opérations de banque et de caisse d'épargne,

Etablissements de prêts sur gages,

Caisses d'épargne-construction,

Sociétés d'investissement,

Caisses de compensation de titres (Kassenvereine),

Etablissements de crédit en liquidation.

c) Calcul des réserves obligatoires

21. La base de calcul des avoirs à détenir auprès de la Bundesbank (réserves prescrites) « Reservesoll » est constituée par la totalité des engagements résultant des dépôts :

des particuliers et des entreprises non bancaires,

des établissements de crédit non tenus d'entretenir des réserves,

des banques établies à l'étranger,

ainsi que des « fonds empruntés » à terme fixe ou à préavis de moins de quatre ans.

En sont exclus les engagements vis-à-vis de la Bundesbank, ceux découlant des « fonds empruntés » à des fins déterminées ainsi que certains dépôts cités dans l'instruction de la Bundesbank, relative aux réserves obligatoires.

Parmi les engagements assujettis à l'obligation des réserves, on distingue :

- les engagements à vue (d'une durée ou à préavis de moins de 30 jours) ;
- les engagements à terme (d'au moins de 30 jours ou à préavis d'un mois au moins) ;
- les dépôts d'épargne.

Pour déterminer le montant des réserves prescrites, on calcule le montant mensuel moyen des engagements assujettis aux réserves. Les banques peuvent calculer cette moyenne mensuelle soit sur la base des montants en fin de journées, ouvrables et non ouvrables, du 16 du mois précédent au 15 du mois en cours, soit sur la base des mêmes engagements le 23 et le dernier jour du mois précédent et les 7 et 15 du mois en cours.

La réserve effective (« Ist-Reserve ») est obtenue par un simple calcul de la moyenne des avoirs détenus chaque jour auprès de la Bundesbank.

22. Ce mode de calcul permet aux banques de s'acquitter avec beaucoup de souplesse de leurs obligations. Comme seule la moyenne mensuelle doit atteindre le niveau prescrit, les banques peuvent utiliser leurs réserves obligatoires à des encaissements et en disposer largement en cas de nécessité, à la seule condition d'entretenir les autres jours du même mois un montant excédentaire approprié. La souplesse de cette réglementation permet aux banques de faire face à leurs paiements courants sans être obligées de détenir auprès de la banque centrale – sur l'ensemble de la période considérée – des avoirs supplémentaires en plus de leurs réserves obligatoires. Celles-ci ont donc, en quelque sorte, le caractère de fonds de roulement (working balances) même si la totalité de leur montant n'est pas toujours nécessaire à cette fin.

De toute façon, les excédents de réserves, c'est-à-dire les avoirs en compte à la Bundesbank dépassant le niveau prescrit, sont en général très faibles. Ils s'expliquent d'ailleurs en partie par les inévitables erreurs de prévision et ne représentent le plus souvent qu'un à deux pourcents des réserves prescrites.

d) Différenciation des taux des réserves obligatoires

23. Du 1er juillet 1948, date de leur instauration, à la fin de décembre 1961, les taux des réserves obligatoires ont été modifiés 29 fois par la Deutsche Bundesbank. Le tableau 5 ci-après indique ces modifications ainsi que le niveau actuel de ces taux.

Comme ce tableau le fait également apparaître, les taux sont très différenciés. Le paragraphe 16, 1er alinéa de la loi créant la Bundesbank lui donne

Tableau 5 (suite)

Applicable à partir de	Engagements à vue												Engagements à terme						Dépôts d'épargne		Taux de réserve pour l'accroissement d'engagements	
	Places bancables						Places non bancables						Catégories de réserve						Places bancables	Places non bancables	Engagements à vue	Engagements à terme
	Catégories de réserve												Catégories de réserve									
	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6	1	2	3	4	5	6				
1957 mai septembre	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	10	10	10	10	10	10				
	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	20	20	20	20	20	20				
1959 avril août novembre	13	13	12	12	11	11	11	10	10	10	9	9	9	8	8	7	7	7				
	13	12	11	10	9	9	8	7	7	8	8	9	8	7	6	6	5	5				
	14,30	13,20	12,10	11	9,90	8,80	7,70	7,70	8,80	9,90	8,80	7,70	8,80	7,70	6,60	6,60	5,50	5,50				
1960 janvier mars juin	15,60	14,40	13,20	12	10,80	9,60	8,40	8,40	9,60	10,80	9,60	8,40	8,40	7,20	7,20	6	6	10				
	18,20	16,80	15,40	14	12,60	11,20	9,80	9,80	11,20	12,60	11,20	9,80	9,80	8,40	8,40	7	7	10				
	20,15	18,60	17,05	15,50	13,95	12,40	10,85	10,85	12,40	13,95	12,40	10,85	10,85	9,30	9,30	9	9	10				
1961 mai	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	20	20	20	10	10	10				

(tous engagements)

jusqu'à avril 1957, mêmes ratios que pour les engagements envers les résidents

engagements jusqu'au niveau du 30 novembre 1959

tous engagements

¹ Depuis juillet 1960, ces taux s'appliquent aussi à l'accroissement — par rapport au niveau du 31 mai 1960 — des crédits de l'étranger.

b) Catégories de réserves ²

Catégories de réserves	mai 1952 à juillet 1959												depuis août 1959			
	Montant des engagements soumis à la réglementation des réserves (non compris les dépôts d'épargne)												Montant des engagements soumis à la réglementation des réserves (y compris les dépôts d'épargne)			
1	100 millions de DM et plus												300 millions de DM et plus			
2	de 50 millions de DM à 100 millions de DM non compris												de 30 à 300 millions de DM non compris			
3	de 10 millions de DM à 50 millions de DM non compris												de 3 à 30 millions de DM non compris			
4	de 5 millions de DM à 10 millions de DM non compris												inférieur à 3 millions de DM			
5	de 1 million de DM à 5 millions de DM non compris															
6	inférieur à 1 million de DM															

² La catégorie de réserves dans laquelle sont classées les institutions de crédit est déterminée par le montant des engagements, soumis à la réglementation des réserves, du mois précédent.

Source: rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank.

le droit de fixer des taux différents, dans la limite des maxima indiqués, notamment suivant les différentes catégories d'établissements.

24. Tout d'abord, en ce qui concerne les engagements à vue et les dépôts d'épargne, on distingue entre «places bancables» et «places non bancables». Aux termes de la réglementation des réserves obligatoires, sont considérées comme places bancables les localités où la Bundesbank possède un comptoir. Sur les autres places, les taux des réserves correspondant aux engagements à vue et aux dépôts d'épargne sont fixés à un niveau plus bas que pour les banques établies sur des places bancables. La raison en est que les banques situées dans les localités où la Bundesbank ne possède pas de comptoir doivent entretenir des encaisses plus élevées, en particulier pour assurer la gestion des comptes d'épargne, étant donné la faculté qu'ont les déposants de retirer sans préavis une part importante de leurs avoirs.

25. Ensuite, pour les taux de réserves obligatoires relatifs aux engagements à vue et à terme, les établissements de crédit sont classés en plusieurs catégories, en fonction du montant des engagements assujettis aux réserves (y compris les dépôts d'épargne). Les différences entre places bancables et non bancables d'une part, et entre catégories de réserves d'autre part, font que les établissements les moins importants sont plus favorablement traités.

26. Dans le cadre du renforcement de sa politique restrictive du crédit, la Bundesbank a institué en juillet 1960 une réserve obligatoire spéciale, en contrepartie de l'accroissement des engagements des banques envers les résidents. L'accroissement de ces dépôts (tels qu'ils sont retenus pour le calcul des réserves obligatoires ordinaires) était calculé par rapport à leur montant moyen, les quatre jours de référence du mois, pendant la période de mars à mai 1960. Cet accroissement avait été soumis au taux maximum fixé par la loi. Cette obligation spéciale a été supprimée à partir de décembre 1960; tous les engagements des résidents sont depuis lors soumis aux mêmes taux.

27. Enfin, du mois de mai 1957 au mois d'avril 1959, les engagements des banques envers les non-résidents ont été pour la première fois assujettis à des taux plus élevés que les engagements correspondants envers les résidents, et ce afin d'enrayer l'afflux de capitaux étrangers dans les banques allemandes. Depuis janvier 1960, la part de ces engagements envers les non-résidents qui excède le montant constaté au 30 novembre 1959 est assujettie aux taux maxima, alors que les engagements qui existaient antérieurement restent soumis au même taux que les engagements envers les résidents. Afin de combattre encore plus vigoureusement l'afflux de capitaux étrangers, les taux maxima prévus par la loi sont appliqués depuis le mois de mai 1961 à tous les engagements envers des non-résidents au titre desquels des réserves obligatoires doivent être constituées, à l'exclusion toutefois des crédits (tels qu'ils s'établissent à la fin du mois de mai 1960) utilisés auprès de tiers à l'étranger par la clientèle des banques. Pour le calcul des réserves obligatoires, le montant des dépôts (à vue et à terme) dans des banques étrangères et des placements sur des marchés monétaires étrangers,

rel qu'il est déterminé aux jours de référence, peut être déduit du montant des engagements envers les non-résidents, ce qui constitue un moyen de stimuler les exportations de capitaux.

e) Rémunération des réserves

28. Les réserves obligatoires en compte ne sont assorties d'aucun intérêt, conformément aux conditions générales régissant les opérations de la Bundesbank. Il en résulte, pour les établissements assujettis à l'obligation des réserves, une diminution de rentabilité qui devient très importante lorsque les taux des réserves obligatoires sont fortement relevés, pour des raisons de politique de crédit. La politique des réserves obligatoires n'a donc pas seulement une signification quantitative pour la liquidité du système bancaire. Elle a aussi des incidences sur les taux d'intérêt. Lorsque le taux des réserves est relevé, les banques se voient obligées, en raison de la diminution de leurs recettes d'exploitation, d'élever le coût des crédits qu'elles accordent. Sans doute, les intérêts débiteurs sont-ils liés au taux de l'escompte par l'« accord sur les intérêts débiteurs », mais cet accord fixe seulement des maxima qui, dans des cas d'espèce, ne doivent pas nécessairement être atteints et qui effectivement ne le sont pas toujours. En dernière analyse, l'augmentation du taux des réserves obligatoires encourage la suppression, infiniment souhaitable dans le cadre d'une politique restrictive du crédit, des conditions spéciales consenties aux emprunteurs.

f) Intérêt de pénalité

29. Lorsque les réserves effectives des banques auprès de la banque centrale sont inférieures à celles requises par la réglementation, la Bundesbank applique à la différence un intérêt de pénalité calculé au taux des avances sur titres, majoré de trois points, c'est-à-dire un intérêt supérieur de quatre points au taux d'escompte. (cf. tableau 4, page 68).

g) L'efficacité de la politique des réserves obligatoires

30. La Bundesbank utilise l'instrument des réserves obligatoires surtout lorsque la variation persistante de la liquidité bancaire dans un sens donné appelle une action corrective, ou lorsque, dans le cadre d'une politique à plus long terme, il convient d'agir dans un sens donné sur la liquidité bancaire. En revanche, elle fait face aux fluctuations à court terme de la liquidité bancaire plutôt par des interventions sur le marché monétaire, dans le cadre de sa politique d'open-market. L'usage différent de ces deux moyens d'action se reflète dans le fait déjà mentionné au début du présent chapitre que, de 1948 à 1961, les taux des réserves obligatoires ont été modifiés 29 fois en plus de treize ans – à plusieurs reprises d'ailleurs pour des raisons ne ressortant pas de la politique du crédit – tandis que les taux de cession des titres négociables sur le marché monétaire ont varié

26 fois en trois ans au cours de la période 1958-1960 (alors que, sur cette même période de trois années, le taux de l'escompte a été modifié 7 fois et que les taux des réserves obligatoires ont subi 6 changements motivés par des raisons de politique de crédit). La manipulation moins fréquente du taux des réserves obligatoires s'explique par le fait qu'en dépit de toute différenciation, cet instrument agit d'une manière très globale et affecte de façon à peu près identique les différents établissements de crédit, même lorsque leur situation de liquidité et leur politique d'octroi de crédits sont différents.

31. En raison de la forte augmentation — presque continue depuis 1948 — des engagements des établissements de crédit assujettis à l'obligation des réserves, d'importantes liquidités auraient été immobilisées même si les taux des réserves obligatoires n'avaient pas été modifiés. Mais la véritable importance des réserves obligatoires réside dans la variabilité des taux. Un relèvement moyen des taux des réserves, limité à 1% du montant des engagements des banques — qui à la fin de 1961 ont atteint près de 112 milliards de DM —, entraîne une stérilisation de fonds liquides d'environ 1 milliard de DM. Les taux en vigueur à cette même date permettaient d'immobiliser environ 9 milliards de DM de fonds bancaires auprès de la banque centrale.

32. Pour apprécier l'efficacité de la politique des réserves obligatoires, on doit tout d'abord considérer qu'en raison de sa structure, le système bancaire est plus fortement tributaire du réescompte de la banque centrale en Allemagne que, par exemple, dans les pays anglo-saxons. Même lorsqu'au cours des années passées l'afflux de liquidités avait pris une ampleur extraordinaire, les banques dans leur ensemble sont demeurées endettées auprès de la banque centrale au titre des opérations de «refinancement». Sans doute, le montant de cet endettement a été à plusieurs reprises ramené à un niveau très faible, et à certains moments, des secteurs importants du système bancaire ont cessé tout à fait de dépendre des concours directs de la Bundesbank. Il n'est pas encore possible de dire si l'évolution ainsi constatée au cours des dernières années annonce un changement structurel à cet égard. Dans le passé cependant, cette caractéristique structurelle du système bancaire allemand — au maintien de laquelle l'obligation des réserves a d'ailleurs fortement contribué — a renforcé l'efficacité de la politique des réserves obligatoires. En effet, les banques utilisent le plus souvent les liquidités nouvelles qui ne leur sont pas nécessaires pour compléter leurs réserves obligatoires, à la réduction du montant de leurs engagements auprès de la banque centrale au titre de réescompte et des avances sur titres. C'est pourquoi il ne s'est jamais formé d'importantes réserves excédentaires, même lorsque l'afflux de liquidités a été très important, ou que l'endettement des banques auprès de la banque centrale est tombé à un niveau très bas, car celles-ci avaient toujours la possibilité d'employer leurs fonds liquides à des placements sur les marchés monétaires allemand ou étrangers.

33. Les banques ne peuvent en général faire face à un relèvement des réserves obligatoires qu'en se procurant les montants nécessaires en monnaie de la banque centrale en transformant leur liquidité «potentielle» (effets de commerce

réescomptables, titres négociables sur le marché monétaire et devises) en avoirs à la Bundesbank, auprès de laquelle ils sont bloqués. A l'inverse, l'abaissement des taux des réserves obligatoires libère des liquidités de caisse que les banques reconvertissent en liquidité « potentielle ». Dans un cas comme dans l'autre, la liquidité de l'ensemble du système bancaire se trouve affectée. Lorsqu'elles sont contraintes, par la réglementation des réserves, d'accroître leurs avoirs en compte à la banque centrale, les banques peuvent le faire soit en liquidant des placements sur les marchés monétaires étrangers, soit en vendant des titres à l'open-market, soit en présentant des effets au réescompte de la banque centrale. Le choix entre ces diverses solutions leur est dicté par les circonstances (par exemple, la comparaison des divers taux d'intérêt). Ce qui est important, c'est que le relèvement des réserves obligatoires se traduit de toutes façons par une diminution des réserves de liquidité (« liquidité potentielle ») des banques, qui incite celles-ci à plus de modération dans l'octroi de leurs crédits.

34. L'efficacité du système des réserves obligatoires a été renforcée par l'institution de plafonds de réescompte qui restreignent les possibilités de recours des banques aux concours directs de la Bundesbank. Combinés avec la politique des réserves obligatoires, ces plafonds ont pour objet de limiter les acquisitions de billets de banque ou la constitution d'avoirs auprès de la banque centrale, même lorsque les banques ont encore en portefeuille, ou peuvent se procurer dans le cadre de leurs opérations de crédit, des effets répondant aux conditions qualitatives fixées par la Bundesbank.

CHAPITRE 3

LA POLITIQUE D'OPEN-MARKET ET LE CONTROLE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

35. Pour agir sur le marché monétaire, la Deutsche Bundesbank effectue des opérations d'open-market au moyen d'effets négociables à court et à moyen terme. Sans doute le statut légal de la Bundesbank autorise-t-il également les opérations d'open-market au moyen de titres à long terme, de sorte que des opérations sur le marché des valeurs à revenu fixe seraient possibles; mais la Bundesbank, qui d'ailleurs ne dispose pas d'un portefeuille important de valeurs à long terme appropriées, n'a pas jusqu'à présent procédé à de telles opérations.

a) Bases juridiques

36. Les bases juridiques des opérations d'open-market de la Deutsche Bundesbank résident dans le paragraphe 21 de la loi de 1957 portant création de cet institut. En vertu de ce texte, la Bundesbank peut, pour contrôler le marché monétaire, acquérir et céder sur le marché:

a. les effets négociables répondant aux exigences du paragraphe 19 de cette loi (effets réescomptables);

b. les effets publics à court terme émis par l'Etat fédéral, par certains fonds spéciaux fédéraux ou par un Land;

c. les obligations et les titres inscrits au grand-livre de la Dette, émis par l'Etat fédéral, par certains fonds spéciaux fédéraux ou par un Land;

d. les autres obligations cotées en bourse.

Ainsi qu'il ressort du texte de la loi, les opérations d'open-market ne peuvent servir qu'au « contrôle du marché monétaire », mais non au contrôle ou au soutien du marché financier (qui cependant ne peut manquer d'être affecté, dans la plupart des cas, par la politique suivie sur le marché monétaire).

37. Dans les premières années de son existence, la Bank deutscher Länder qui a précédé la Bundesbank, n'a pu se livrer que dans une mesure très limitée à des opérations d'open-market. Elle ne disposait guère, en effet, de titres convenant à de telles opérations. Sans doute le système bancaire central qui, jusqu'à la création de la Deutsche Bundesbank en 1957, était constitué à la fois par la Bank deutscher Länder et les banques centrales des Länder, détenait environ 8 milliards

de DM de créances sur le secteur public. Mais ces créances, qui ont servi à équilibrer les bilans dans le cadre de la réforme monétaire, ne portent intérêt qu'à 3%. En outre, leur cession n'est autorisée que pour leur valeur nominale, de sorte qu'elles ne sont pratiquement pas négociables sur le marché. L'accroissement de plus en plus rapide de la liquidité du système bancaire, ayant fait apparaître la nécessité d'absorber les excédents de liquidité, la Bank deutscher Länder et l'Etat fédéral convinrent d'échanger une partie de ces « créances de péréquation » (Ausgleichsforderungen) contre des titres négociables sur le marché monétaire (bons du Trésor à moins de 3 mois (Schatzwechsel) et bons du Trésor à intérêt payé d'avance (« unverzinsliche Schatzanweisungen »). Cette convention fut ultérieurement incorporée dans les statuts de la Bundesbank (par. 42) qui dispose désormais d'une masse de manœuvre constituée par environ 8 milliards de DM de ces « titres mobilisables ».

La Bundesbank est tenue vis-à-vis de l'Etat fédéral de faire face à toutes les obligations découlant de ces « titres mobilisables » en circulation. Elle ne reçoit cependant, pour les créances de péréquation ainsi converties en « titres mobilisables », qu'un intérêt de 3% comme par le passé. Si la Banque cède ces titres à un taux d'intérêt plus élevé, elle doit prendre à sa charge la différence des taux.

b) Autres opérations sur le marché monétaire

38. En dehors des titres négociables sur le marché monétaire provenant de l'échange des créances de péréquation (« titres mobilisables »), la Bundesbank s'occupe également du placement des effets publics à court terme émis par l'Etat fédéral, les Länder et certains « fonds spéciaux » de l'Etat fédéral (cf. tableau 6, page 83). En général, le placement de ces effets sur le marché monétaire ne soustrait aucune liquidité au système bancaire; en effet, les organismes qui émettent ces titres dépensent normalement les sommes obtenues, de sorte que les liquidités correspondantes refluent vers les banques, parfois après un certain délai. La Bundesbank exerce aussi une action régulatrice sur le marché des effets émis par les organismes d'importation de stock (« Einfuhr- und Vorratsstellen »), pour le financement des stocks de produits alimentaires (céréales, corps gras, viandes). Ces effets sont émis par ces offices, dans les limites fixées en accord avec la Bundesbank, sous forme d'effets tirés sur eux-mêmes (« Solawechsel ») garantis par l'Etat fédéral, dans le cadre des crédits qui leur sont consentis par des consortiums bancaires. La Bundesbank achète les titres offerts aux conditions prévalant alors sur le marché et les cède à nouveau suivant la demande. En raison de leurs modalités particulières, ces opérations de régulation du marché se distinguent quelque peu des opérations d'open-market proprement dites, mais surtout, le but recherché est différent.

L'achat et la vente d'acceptations de banques (« Privatdiskonten ») par la Bundesbank seront examinés ci-après aux paragraphes 50 et suivants.

Tableau 6

BONS DU TRESOR ET AUTRES EFFETS DU MARCHE MONETAIRE EN CIRCULATION ¹

(en millions de DM)

Situation en fin d'année ou en fin de mois	Bund				Länder				Bundesbahn				Bundespost		Total	dont: effets du marché monétaire (Col. 14./4./12)
	Total	Bons du Trésor (1 à 3 mois)	Bons du Trésor à 6 mois et plus		Total	Bons du Trésor (1 à 3 mois)	Bons du Trésor à 6 mois et plus	Bons 3 fiscaux	Total	Bons du Trésor (1 à 3 mois)	Bons du Trésor à 6 mois et plus		Total	Bons du Trésor à 6 mois et plus		
			ré négociables sur le marché monétaire	d'aliénabilité conditionnelle 2							ré négociables sur le marché monétaire	d'aliénabilité conditionnelle 4				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
1950	498,7	498,7	—	—	260,2	2,8	50,0	718,6	571,5	127,6	19,5	—	1 530,3	1 510,8		
1951	1 306,0	608,2	697,8	—	137,8	44,9	163,6	846,0	642,1	149,2 ⁵	54,7	—	2 498,3	2 443,6		
1952	861,6	110,6	751,0	—	66,3	102,4	162,0	1 128,8	528,3	549,1 ⁵	51,4	150,0	2 471,1	2 419,7		
1953	753,6	78,7	529,9	145,0	24,3	128,3	147,6	1 159,6	519,6	553,2 ⁵	86,8	295,9	2 509,2	2 277,4		
1954	607,0	65,0	400,0	142,0	16,8	89,2	193,5	1 071,2	551,8	394,7	124,7	381,1	2 358,8	2 092,1		
1955	138,0	—	—	138,0	30,6	149,5	141,1	824,2	472,1	216,5	135,6	405,3	1 688,7	1 415,1		
1956	94,0	—	—	94,0	—	409,7	138,0	718,0	432,9	102,1	183,0	500,0	1 859,7	1 582,7		
1957	—	—	—	—	—	661,3	236,5	1 111,6	320,8	538,9	251,9	439,8	2 449,2	2 197,3		
1958	295,8	—	—	—	—	311,1	234,5	1 371,0	398,6	590,0	382,4	300,0	2 216,6	1 834,2		
1959	880,8	65,2	230,6	—	—	163,7	256,0	1 171,1	296,8	445,0	429,3	269,9	2 156,5	1 727,2		
1960	880,8	—	880,8	—	—	105,5	164,2	1 085,9	199,4	445,0	441,5	192,2	2 428,6	1 987,1		
1961	407,6	—	407,6	—	—	33,7	99,9	1 293,1	182,4	590,0	520,7	264,3	2 098,6	1 577,9		
1960 mars	778,2	22,1	756,1	—	—	158,2	261,7	1 090,4	180,9	475,0	434,5	266,0	2 554,5	2 120,0		
juin	834,8	20,0	814,8	—	—	122,9	214,4	1 259,9	285,0	530,0	444,9	220,3	2 652,3	2 207,4		
septembre	820,3	—	820,3	—	—	116,1	181,9	1 034,0	98,8	480,4	454,8	275,6	2 427,9	1 973,1		
décembre	880,8	—	880,8	—	—	105,5	164,2	1 085,9	199,4	445,0	441,5	192,2	2 428,6	1 987,1		
1961 mars	740,9	—	740,9	—	—	105,2	160,6	955,6	133,9	411,9	409,8	150,4	2 112,7	1 702,9		
juin	683,7	—	683,7	—	—	75,2	154,9	985,4	204,6	355,9	424,9	195,7	2 094,9	1 670,0		
septembre	513,7	—	513,7	—	—	46,7	110,0	1 130,9	100,0	583,4	447,5	300,4	2 101,7	1 654,2		
décembre	407,6	—	407,6	—	—	33,7	99,9	1 293,1	182,4	590,0	520,7	264,3	2 098,6	1 577,9		

1 Non compris effets du marché monétaire nés de la conversion de créances de précaution et non compris effets de stockage.

2 Enis en vue d'une précaution financière spéciale entre le Bund et les Länder.

3 Land Bayern, et jusqu'au 31 mars 1955 également obligations berlinoises.

4 En garantie de crédits d'investissement.

5 Y compris les bons du Trésor « série spéciale S » (résultant d'une conversion temporaire d'emprunts).

Source: rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank.

c) *Caractéristiques, durée, taux de cession
et de reprise* ¹ *des titres négociables sur le marché monétaire*

39. Les titres négociables sur le marché monétaire constituent un instrument approprié pour le placement des fonds liquides des banques: outre que leur échéance est relativement brève, ils peuvent, en cas de besoin être rétrocédés à la Bundesbank et convertis en «monnaie de la banque centrale». La Bundesbank escompte également les effets publics à court terme (bons à 3 mois au plus, et bons à intérêt payé d'avance) aux taux de reprise fixés par elle. Elle n'est tenue d'accepter à l'escompte que les bons du Trésor à très court terme (Schatzwechsel). Elle est libre, au contraire, d'accepter ou de refuser les bons à intérêt payé d'avance (Schatzanweisungen); en fait, la Bundesbank a toujours repris les effets publics qui lui étaient offerts, aux conditions fixées par elle dans chaque cas.

40. Les «titres mobilisables» sont émis sous forme de bons à 2 ou 3 mois, ou de bons à intérêt payé d'avance à 6, 12, 18 et 24 mois. La Bundesbank n'est pas toujours disposée à céder les titres répondant, quant à leurs échéances, aux demandes des banques. Dans les périodes de très grande liquidité, comme par exemple en 1958, les banques recherchaient les titres à plus longue échéance, assortis par conséquent de taux élevés, surtout si elles prévoyaient une baisse des taux d'intérêt. Comme la Bundesbank ne voyait alors aucun avantage à réduire trop fortement la liquidité, elle cessa complètement du milieu de 1958 au début de 1959, de vendre des bons à intérêt payé d'avance si bien que les banques n'eurent d'autre possibilité que de placer leurs disponibilités en bons à 2 ou 3 mois, assortis d'un taux d'intérêt inférieur (d'ailleurs en baisse constante). Depuis le début de 1959, elle n'a repris que progressivement la cession d'effets à plus longue échéance. Inversement, au mois d'avril 1960, c'est-à-dire en période de restrictions de crédit, elle n'a pas cédé de bons du Trésor à très court terme, mais seulement des bons du Trésor à échéance plus longue et à taux d'intérêt plus élevé, à l'aide desquels elle espérait restreindre un peu plus fortement la liquidité des banques. Dans le cadre de la politique d'abaissement des taux d'intérêt qu'elle poursuit pour des raisons de balance des paiements, la Bundesbank n'a plus cédé depuis le mois de février 1961 que des titres à échéance plus rapprochée — c'est-à-dire des bons du Trésor à 2 ou 3 mois (Schatzwechsel) et des bons du Trésor à intérêt payé d'avance à un an au maximum — tandis qu'elle suspendait la vente des bons à plus d'un an qui rapportent des intérêts plus élevés.

41. Dans la pratique, les interventions d'open-market de la Bundesbank consistent d'abord pour elle à *modifier* les taux de cession et de reprise des différentes catégories de titres du marché monétaire *en fonction de l'évolution de ce marché, et de ses propres intentions en matière de politique de liquidité*. C'est dans ces modifications que consiste à proprement parler la politique d'open-market de la Bundesbank. Les modifications des taux de cession sont publiées par la Deutsche Bundesbank sous forme d'une note de presse (cf. page suivante).

Exemple : Note de presse de la Deutsche Bundesbank en date du 3 janvier 1962

A dater du 4 janvier 1962, les taux de cession des titres négociables sur le marché monétaire, indiqué ci-dessous, seront modifiés comme suit :

	Depuis le 20 octobre 1961 %	A compter du 4 janvier 1962 %
1. Bons à 2 ou 3 mois («Schatzwechsel») et des Chemins de fer fédéraux		
de 60 à 90 jours	2	1 7/8
de 30 à 59 jours	1 7/8	1 3/4
2. Bons à intérêt payé d'avance ¹ de l'Etat fédéral, des Chemins de fer fédéraux et de la Poste fédérale		
à 6 mois	2 3/8	2 1/4
à 12 mois	2 1/2	2 3/8
3. Effets des offices d'approvisionnement		
de 60 à 90 jours	2 1/8	2
de 30 à 59 jours	2	1 7/8

Les taux de cession pour les bons du Trésor à intérêt payé d'avance à échéance de 18 mois et 2 ans restent inchangés (2 5/8 % et 2 3/4 %).

¹ « Unverzinsliche Schatzanweisungen ».

Les taux auxquels les titres du marché monétaire sont repris avant leur échéance ne sont pas publiés. Ils sont supérieurs aux taux de cession publiés et présentent avec eux des écarts déterminés. Ces écarts peuvent être modifiés suivant la situation du marché, les objectifs des interventions sur le marché monétaire et la nature des titres, mais souvent ils demeurent stables pendant une assez longue période, de telle sorte que les taux de reprise varient, à un niveau général plus élevé, parallèlement aux taux de cession. Le tableau 7 (page 86) donne un aperçu des modifications des taux de cession des différents titres négociables sur le marché monétaire depuis le début de l'année 1958.

d) Le « marché » des titres négociables sur le marché monétaire

42. La principale caractéristique de la politique allemande d'open-market est que les titres traités sur le marché monétaire ne sont négociés qu'entre la Bundesbank d'une part, les établissements de crédit et certaines institutions publiques (par ex. la poste fédérale, les assurances sociales) d'autre part. Les entreprises et les particuliers n'ont pratiquement pas la possibilité d'acquérir des effets publics à court terme, ni d'autres titres du marché monétaire aux

Tableau 7

TAUX D'INTERET DE LA DEUTSCHE BUNDESBANK
Taux de cession des titres du marché monétaire à l'«open-market»

% p.a.

Valable à partir de	Bons du Trésor du Bund et de la Bundesbahn		Bons du Trésor du Bund, de la Bundesbahn et de la Bundespost				Effets de stockage	
	à échéance de		à échéance de				à échéance de	
	30 à 59 jours	60 à 90 jours	6 mois	1 an	1½ an	2 ans	30 à 59 jours	60 à 90 jours
1958								
2 janvier	3 3/8	3 1/2	3 3/4	4	4 1/4	4 1/2	3 1/2	3 5/8
6 janvier	3 1/4	3 3/8	3 5/8	3 7/8	4 1/8	4 3/8	3 3/8	3 1/2
17 janvier	3 1/8	3 1/4	3 1/2	3 3/4	4 1/8	4 3/8	3 1/4	3 3/8
15 avril	3 1/8	3 1/4	3 1/2	3 5/8	3 7/8	4 1/8	3 1/4	3 3/8
30 mai	3 1/8	3 1/4	3 1/2	3 5/8	3 3/4	4	3 1/4	3 3/8
27 juin	2 5/8	2 3/4	3	3 1/8	3 1/4	3 1/2	2 3/4	2 7/8
11 juillet	2 1/2	2 5/8	2 7/8	3	3 1/8	3 3/8	2 5/8	2 3/4
11 août	2 3/8	2 1/2	2 3/4	3	3 1/8	3 3/8	2 1/2	2 5/8
28 octobre	2 1/4	2 3/8	2 5/8	2 7/8	3	3 1/4	2 3/8	2 1/2
1959								
10 janvier	2 1/8	2 1/4	2 1/2	2 5/8	2 7/8	3 1/8	2 1/4	2 3/8
9 avril	2	2 1/8	2 3/8	2 1/2	2 3/4	3	2 1/8	2 1/4
15 avril	1 7/8	2	2 1/4	2 3/8	2 5/8	2 7/8	2	2 1/8
4 septembre	2 3/8	2 1/2	2 3/4	3	3 1/4	3 1/2	2 1/2	2 5/8
23 septembre	2 1/2	2 5/8	2 7/8	3	3 1/4	3 1/2	2 5/8	2 3/4
30 septembre	2 5/8	2 3/4	3	3 1/8	3 3/8	3 5/8	2 3/4	2 7/8
16 octobre	2 1/2	2 5/8	2 7/8	3 1/8	3 3/8	3 5/8	2 5/8	2 3/4
23 octobre	3 1/2	3 5/8	3 7/8	4 1/8	4 1/4	4 1/2	3 5/8	3 3/4
28 octobre	3 1/2	3 5/8	3 7/8	4 1/8	4 1/4	4 3/8	3 5/8	3 3/4
21 décembre	3 5/8	3 3/4	4	4 1/4	4 3/8	4 1/2	3 3/4	3 7/8
1960								
29 février	3 3/4	3 7/8	4 1/8	4 3/8	4 1/2	4 5/8	3 7/8	4
3 mars	3 7/8	4	4 1/4	4 1/2	4 5/8	4 3/4	4	4 1/8
3 juin	4 3/4	4 7/8	5 1/8	5 1/4	5 3/8	5 1/2	4 7/8	5
2 novembre	4 5/8	4 3/4	5	5 1/8	5 1/4	5 3/8	4 3/4	4 7/8
3 novembre	4 3/8	4 1/2	4 3/4	4 7/8	5	5 1/8	4 1/2	4 5/8
11 novembre	3 7/8	4	4 1/4	4 3/8	4 1/2	4 5/8	4	4 1/8
20 décembre	3 5/8	3 3/4	4	4 1/8	4 1/4	4 3/8	3 3/4	3 7/8
1961								
20 janvier	3 1/8	3 1/4	3 1/2	3 5/8	3 3/4	3 7/8	3 1/4	3 3/8
9 février	3	3 1/8	3 3/8	3 1/2	3 5/8	3 3/4	3 1/8	3 1/4
14 février	2 7/8	3	3 1/4	3 3/8	3 1/2	3 5/8	3	3 1/8
3 mars	2 3/4	2 7/8	3 1/8	3 1/4	3 3/8	3 1/2	2 7/8	3
8 mars	2 5/8	2 3/4	3	3 1/8	3 1/4	3 3/8	2 3/4	2 7/8
17 mars	2 1/2	2 5/8	2 7/8	3	3 1/8	3 1/4	2 5/8	2 3/4
23 mars	2 3/8	2 1/2	2 3/4	2 7/8	3	3 1/8	2 1/2	2 5/8
26 avril	2 1/4	2 3/8	2 5/8	2 3/4	2 7/8	3	2 3/8	2 1/2
5 mai	2 1/8	2 1/4	2 1/2	2 5/8	2 3/4	2 7/8	2 1/4	2 3/8
4 octobre	2	2 1/8	2 3/8	2 1/2	2 5/8	2 3/4	2 1/8	2 1/4
20 octobre	1 7/8	2	2 3/8	2 1/2	2 5/8	2 3/4	2	2 1/8

conditions fixées par la Bundesbank. Celle-ci ne les cède qu'aux établissements de crédit et à certaines institutions publiques, tandis que les banques ne peuvent les céder à leur clientèle non bancaire que dans les limites fixées par l'« accord sur les intérêts créditeurs ». Les banques n'ont d'ailleurs qu'un intérêt limité à ces opérations qui risquent de provoquer des retraits de dépôts. L'accord sur les intérêts créditeurs dispose que les bons du Trésor à 2 ou 3 mois, les « bons à intérêt payé d'avance » et les titres qu'elle énumère ne peuvent être cédés au public lorsqu'ils arrivent à moins de 30 jours de leur échéance. Quant à la cession – en principe autorisée – des titres ayant une durée supérieure, l'accord précise qu'il y a lieu d'opérer sur les taux du marché monétaire ou sur le taux de l'escompte des réductions qui enlèvent à peu près tout attrait à l'achat de ces valeurs pour des tiers autres que les banques. Le placement des « titres mobili-sables », en dehors des banques, auprès des collectivités publiques ne revêt pas normalement une très grande importance dans le cadre de la politique d'open-market. Il immobilise sans doute des liquidités non bancaires qui pourraient réapparaître sous forme de liquidités excédentaires dans les différentes banques, mais il n'exerce pas sur le système bancaire l'influence qu'exerceraient des transactions d'open-market auxquelles participerait un public plus large, ou tout au moins les entreprises.

43. A l'opposé de ce qui se passe par exemple à New-York ou à Londres, il n'existe pas, pour les titres d'open-market, de véritable marché sur lequel ils puissent être négociés entre les établissements de crédit (et tout autre acheteur éventuel) à un cours variant en fonction de l'offre et de la demande. Ces titres fournissent à ces établissements et aux collectivités publiques un emploi pour leurs fonds liquides. Leur conversion en monnaie de la banque centrale s'effectue – en dehors de leur remboursement à échéance – par reprise de la Bundesbank, avant leur échéance, aux taux en vigueur.

e) L'efficacité de la politique d'open-market

44. Le fait que le secteur privé non bancaire ne participe pratiquement pas aux transactions du marché monétaire et qu'il n'existe aucun véritable marché pour ces transactions en dehors de la banque centrale, a d'importantes conséquences pour les caractéristiques et l'efficacité de la politique d'open-market pratiquée en Allemagne. Dans plusieurs autres pays où ce marché existe, en dehors des banques, avec la participation des entreprises – que ce soit pour les titres à court ou à long terme – la banque centrale peut, par ses interventions, réduire ou accroître la liquidité des banques, contre leur gré. En République fédérale, elle se borne en revanche à faire connaître les conditions auxquelles elle est disposée à conclure des transactions d'open-market avec les banques. *L'initiative des achats et des ventes de titres d'open-market est donc, dans une large mesure, laissée au marché, c'est-à-dire aux banques* (pour autant que le Bundesbank n'arrête pas temporairement la vente de certaines catégories de titres pour les raisons indiquées ci-dessus). Selon la situation de leurs liquidités et les diverses possibilités offertes à leur emploi (placement sur les marchés monétaires étrangers, arrêt du

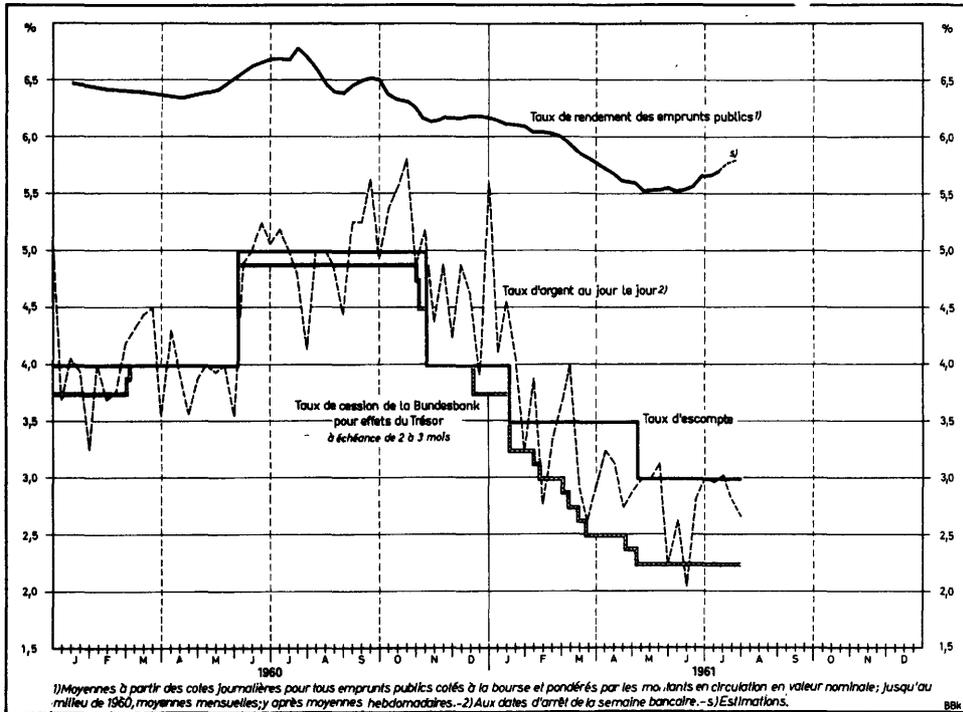
recours au réescompte de la banque centrale etc.), les banques arrêtent le montant des titres qu'elles désirent acheter ou céder à la banque centrale aux conditions indiquées. Indirectement, la Bundesbank exerce, il est vrai, une influence sensible sur *le volume des opérations en modifiant les taux de cession et de reprise des titres*. Lorsque les banques réagissent d'une façon qu'elle juge incompatible avec sa politique de liquidité, elle modifie ces taux en conséquence.

45. Le système de politique d'open-market appliqué en Allemagne apparaît ainsi autant comme un instrument de politique des taux d'intérêt qu'un instrument de politique de la liquidité, et semble relever parfois plutôt de la première que de la seconde. De même que le taux d'escompte pratiqué par la banque centrale influe (ou tout au moins devrait influencer) sur le volume de liquidités que les banques se procurent en présentant des effets de commerce au réescompte ou au contraire restituent à la banque centrale – l'initiative revenant en cette matière aux banques –, de même les modifications des taux de cession et de reprise de la Bundesbank déterminent la mesure dans laquelle les banques achètent à la banque centrale des titres négociables sur le marché monétaire, ou au contraire lui en cèdent. Mais d'autre part, il existe, dans le système allemand, des différences considérables entre la politique de l'escompte et la politique d'open-market: les modifications du taux d'escompte, par leurs répercussions sur les intérêts débiteurs et créditeurs pratiqués par les établissements de crédit, influent de façon beaucoup plus massive sur la structure générale des taux d'intérêt, tandis que les taux d'open-market de la banque centrale peuvent être modifiés beaucoup plus fréquemment et surtout d'une manière beaucoup plus différenciée, et être adaptés rapidement aux fluctuations du marché (cf. graphique 2, page 89). Par ailleurs, les possibilités de se procurer des liquidités en recourant au réescompte de la banque centrale dont disposent les banques ont, du point de vue institutionnel, un tout autre caractère que l'approvisionnement en liquidités par cession à la banque centrale de titres du marché monétaire.

46. D'un autre côté, il ne faut pas méconnaître que la vente de bons du Trésor, surtout ceux dont l'échéance est fixée entre 12 et 24 mois, immobilise un montant correspondant de liquidités dans les banques qui les achètent, résultat qui ne pourrait être obtenu par une simple politique de l'escompte. L'expérience montre que ces titres sont rarement cédés à la banque centrale longtemps avant leur échéance; en effet, leur cession prématurée se traduit, pour les banques, par une diminution de rendement attendu.

47. Contrairement à d'autres pays où les taux du marché monétaire peuvent souvent s'écarter très notablement du taux officiel de l'escompte fixé par la banque centrale, de tels écarts se sont jusqu'ici rarement produits de façon durable dans le système allemand, tout au moins en ce qui concerne les taux pratiqués à l'open-market pour les effets publics à deux ou trois mois. Certes, pendant certaines périodes de très grande liquidité, le taux de ces effets peut être sensiblement inférieur à celui de l'escompte (cf. graphique 2, page 89); mais alors les banques utilisent de préférence les liquidités dont elles disposent pour réduire autant que possible leur endettement auprès de la banque centrale,

Graphique 2
EVOLUTION DES TAUX D'INTERET



Source : rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank.

endettement qui supporte un taux d'escompte plus élevé. Pour diverses raisons, la banque centrale peut considérer ce ralentissement des présentations d'effets au réescompte comme inopportun, si bien que la question peut se poser soit d'abaisser le taux de l'escompte, soit de ne pas laisser tomber le taux des effets publics à très court terme. Inversement, le taux de ces effets ne demeurera pas longtemps supérieur à celui de l'escompte sans inciter les banques à accroître, par l'appel au réescompte, leurs « liquidités de trésorerie », en vue d'acquérir directement ou indirectement des effets du marché monétaire d'un rendement supérieur. Le rapport étroit entre la politique d'escompte et la fixation des taux d'open-market se traduit également par le fait que, lors du changement de taux de l'escompte, les taux d'open-market sont généralement modifiés pour assurer la pleine efficacité de la politique du taux de l'escompte. Parfois, ces modifications des taux d'open-market précèdent celle du taux d'escompte; souvent, elles l'accompagnent.

48. La relation entre le taux d'escompte et les taux d'open-market applicables aux effets à très court terme détermine donc largement dans quelle mesure les banques se procurent leurs « liquidités de trésorerie » soit par le réescompte de leurs effets de commerce, soit sur le marché monétaire (en faisant appel aux

crédits interbancaires), soit par cession à la banque centrale des effets d'open-market. Les taux de cession et de reprise fixés par la Bundesbank sont aussi, normalement, les critères les plus importants d'après lesquels les banques décident de placer leurs disponibilités sur les marchés monétaires intérieur ou étrangers. Evidemment, lorsque l'on compare les rendements que l'on peut obtenir à l'intérieur et à l'étranger, les frais engagés pour assurer la couverture du risque de change à terme jouent également un rôle (voir à ce sujet le chapitre 3). On peut toutefois affirmer que la relation entre les taux d'open-market de la banque centrale, ceux de l'étranger (y compris les frais de couverture à terme) et le taux d'escompte de la banque centrale détermine dans quelle mesure les liquidités affluant dans les banques sont employées par elles à des placements sur le marché monétaire intérieur, à des placements à l'étranger, ou encore au remboursement des dettes vis-à-vis de la banque centrale.

49. On peut enfin, pour conclure, indiquer les ordres de grandeur, au cours de différentes périodes des dernières années, des opérations d'open-market effectuées par la Bundesbank au moyen de « titres mobilisables » (cf. graphique 3, page 91).

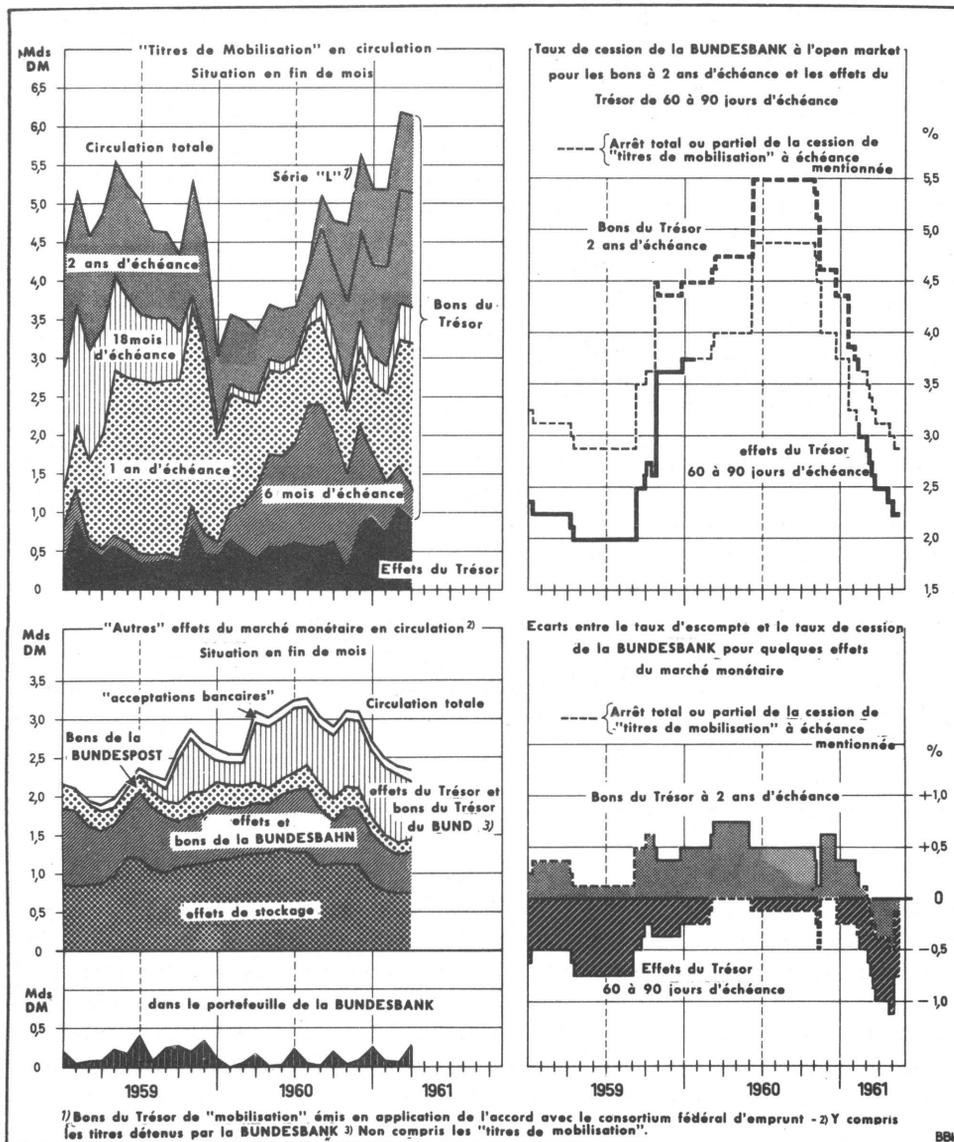
Au cours d'une *première période* qui a duré de 1956 à 1958 et pendant laquelle la liquidité des établissements de crédit s'est considérablement accrue en raison de l'afflux de devises, les banques ont utilisé leurs liquidités excédentaires, en partie à la réduction de leur endettement auprès de la banque centrale et en partie à l'acquisition de titres d'open-market auprès d'elle. Les « titres mobilisables » en circulation sont ainsi passés d'environ 1,4 milliard de DM à la fin 1956 à 4,2 milliards fin 1957, pour atteindre un maximum de près de 7,2 milliards de DM en août 1958. Cette augmentation est intervenue bien que, dès 1957 et à fortiori en 1958, les taux de cession des titres aient été constamment abaissés, à tel point qu'en août 1958 celui des bons du Trésor à trois mois était tombé à 2,5 %.

La *deuxième période* de l'évolution du marché monétaire s'est étendue du milieu de 1958 à l'automne 1959. Pendant cette période, l'afflux de liquidités dans les banques n'était plus si important et, après des fluctuations, les portefeuilles bancaires de « titres mobilisables » ont diminué. Comme, sous la pression du précédent afflux de liquidités (et grâce aux abaissements successifs des taux de l'escompte et des taux d'open-market), les taux d'intérêt à court terme ont continué à fléchir sur le marché jusqu'au début de l'année 1959, il en est résulté une forte réduction des taux d'intérêt par rapport à l'étranger, notamment par rapport à New-York, si bien que dans les neuf premiers mois de 1959, les banques ont pu améliorer leur position nette à court terme envers l'étranger de 2 milliards de DM environ. Elles se procurèrent une partie de la contre-valeur nécessaire en monnaie de la banque centrale en réduisant leurs portefeuilles de « titres mobilisables ».

La *troisième période* de l'évolution du marché monétaire a commencé en septembre 1959, lors du retour à une politique de restriction du crédit, et a duré jusqu'au mois de novembre 1960. Les taux d'open-market de la Bundesbank, qui

Graphique 3

DONNEES CONCERNANT LA POLITIQUE D'OPEN-MARKET



étaient tombés à un niveau très bas au cours de l'été 1959 (taux de cession des bons du Trésor à trois mois : 2%), ont été relevés à peu près dans la même proportion que le taux de l'escompte, c'est-à-dire de 2 5/8 à 2 7/8 % suivant l'échéance (le taux de cession des bons du Trésor à trois mois est passé à 4 7/8 % pour la période de juin à novembre 1960). Pendant cette période, le volume des « titres mobilisables » en circulation a fortement oscillé suivant la situation de la liquidité. Les relèvements des taux de réserves obligatoires opérés à cette époque, joints à un accroissement des engagements assujettis à l'obligation des réserves, ont entraîné une augmentation d'environ 5,5 milliards de DM du montant global des réserves requises. Les banques ont financé cette augmentation principalement en rapatriant des réserves de liquidité à l'étranger, mais aussi en utilisant des liquidités nouvelles provenant des excédents de la balance des paiements et en faisant plus largement appel au réescompte de la Bundesbank.

Au cours d'une *quatrième période* qui a commencé au mois de novembre 1960, d'importants excédents de devises provenant de l'afflux de capitaux étrangers ont incité la Bundesbank à modifier sa politique du crédit, malgré la tension persistante de la conjoncture interne, afin de rapprocher les taux d'intérêt allemands de ceux généralement pratiqués à l'étranger. C'est ainsi que, du mois de novembre 1960 au mois de janvier 1962, les taux de cession des titres négociables sur le marché monétaire ont été abaissés par étapes, de 3 % du total, par exemple pour les taux des bons du Trésor et des effets de stockage ; cette mesure avait pour but de mettre fin à l'afflux de liquidités en provenance de l'étranger et de créer les conditions favorables à la reprise des exportations de capitaux à court terme. Et de fait, les exportations de capitaux à court terme des banques ont à nouveau fortement augmenté, de sorte que, de fin novembre 1960 à fin novembre 1961, les créances nettes des banques sur l'étranger se sont accrues d'environ 3,6 milliards de DM.

f) Le marché privé de l'escompte (Privatdiskontmarkt)

50. Depuis le début de février 1959, il existe à nouveau en République fédérale un marché privé de l'escompte dont le rôle, au point de vue de la politique de liquidité, est toutefois réduit. Il ne constitue pas un instrument particulier de cette politique, mais a principalement pour objet de fournir un instrument intérieur peu coûteux pour le financement des opérations d'importation et de transit et aussi de rendre peu attrayant le recours aux crédits documentaires par acceptation de banques étrangères (Rembourskredite). Le concours fourni par la Bundesbank à ce marché fait partie de sa tâche de régulation du marché monétaire ; il peut, dans des situations particulières, exercer sur la politique de liquidité des incidences qui n'étaient pas recherchées primitivement. Le fondement juridique des interventions de la Bundesbank sur ce marché repose sur une disposition – déjà mentionnée au paragraphe 36 – du paragraphe 21 relatif aux opérations d'open-market, de la loi sur la Bundesbank. Aux termes de cette disposition, les effets répondant aux exigences des opérations d'escompte peuvent, comme il a été indiqué, faire l'objet d'opérations d'open-market.

51. Le marché privé de l'escompte, remis en activité en 1959 avec le concours de la Bundesbank, est cependant plus restreint que celui de la période d'avant-guerre, en ce sens qu'il ne traite que les acceptations bancaires servant au financement des opérations d'importation et de transit. Ces effets sont d'ailleurs les seuls pour lesquels la Bundesbank s'est engagée à fournir des liquidités au marché. Les établissements de crédit dont les acceptations sont escomptables sont choisis en fonction de certaines considérations objectives. Le montant des acceptations bancaires mises en circulation sous la garantie d'un établissement de crédit donné, ne doit pas dépasser certains maxima. La «Privatdiskont AG», créée au début de 1959, à Francfort, intervient aussi bien comme courtier pour la négociation en bourse de ces effets que comme acheteur et vendeur pour son propre compte ; elle constitue finalement le seul organe de liaison entre le marché et la Bundesbank. Celle-ci n'acquiert ni ne cède d'acceptations bancaires qu'en passant par cette institution et ne s'adresse pas aux établissements de crédit négociant de tels effets.

52. Pour faire de ces effets un placement de fonds de premier ordre, il était nécessaire que la Bundesbank se déclarât disposée à les acheter au cas où la «Privatdiskont AG» ne pourrait ni les placer sur le marché, ni en financer elle-même l'achat avec de l'argent au jour le jour ou sur ses ressources propres. En accord avec la banque centrale, la «Privatdiskont AG» fixe les cours des effets en question à l'achat et à la vente, ainsi que les cours moyens à chaque jour d'ouverture de la bourse, en distinguant entre le «papier long» (coupures à 60–90 jours) et le «papier court» (coupures n'ayant plus que de 30–59 jours à courir).

53. Depuis sa création au début de 1959, le marché privé de l'escompte n'a pas connu un développement considérable. Le volume des acceptations en circulation s'est jusqu'à présent élevé au maximum à environ 200 millions de DM. Par rapport aux crédits étrangers de financement des opérations de commerce extérieur, les frais des opérations sur le marché privé de l'escompte sont encore relativement élevés, bien que les taux y soient parfois inférieurs au taux de l'escompte ; il faut y ajouter en effet des commissions d'acceptation des banques et la taxe sur les effets de commerce, dont le taux est relativement élevé (0,6% l'an).

CHAPITRE 4

LES INTERVENTIONS DE LA BUNDESBANK SUR LE MARCHÉ A TERME DES CHANGES

54. Depuis le début de 1959, la Bundesbank intervient systématiquement sur le marché à terme des changes en se livrant avec les banques allemandes à des opérations de couverture de risque de change ou de «swap» en dollars des Etats-Unis (vente de dollars au comptant contre rachat simultané à terme) allant jusqu'à trois mois, parfois aussi jusqu'à six mois. Elle renonce alors entièrement à l'application d'un «déport» ou accorde une couverture à terme à des taux inférieurs à ceux du marché. Pendant un certain temps, elle a même concédé aux banques un «report»: Elle encourage ainsi ou même rend possible, par l'utilisation des écarts entre les taux d'intérêt allemand et étrangers, le transfert des liquidités bancaires à l'étranger dans la mesure et aussi longtemps qu'elle le juge opportun du point de vue de sa propre politique. Simultanément, tout au moins tant que les opérations à terme s'effectuent sans frais ou à frais réduits, les taux du marché monétaire allemand tendent à se rapprocher des taux appliqués à l'étranger (surtout à New-York) pour les placements correspondants.

55. Lorsqu'en janvier 1959, la Bundesbank commença à se livrer à ce type d'opérations, elle déclara qu'en intervenant sur le marché à terme des changes, elle avait seulement l'intention de fournir aux banques une aide «initiale» en vue de la constitution d'un volume approprié de placements à court terme à l'étranger, mais qu'elle se réservait de se retirer progressivement des opérations de couverture à terme ou de rapprocher ses taux des conditions du marché. A la fin de 1958, c'est-à-dire avant que la Bundesbank eût commencé à se livrer à ces opérations, la position nette des banques allemandes vis-à-vis de l'étranger présentait encore un solde passif de près de 1,6 milliard de DM, c'est-à-dire que leurs engagements à court terme vis-à-vis de l'étranger dépassaient de ce montant leurs créances à court terme et leurs placements sur les marchés monétaires étrangers (cf. tableau 8, page 95). Lorsque, dans la première moitié de l'année 1959, les taux du marché monétaire s'établirent à un niveau sensiblement moins élevé à Francfort qu'à New-York et que, grâce aux opérations de «swap» de la Bundesbank, cet écart put exercer davantage ses effets, les banques allemandes donnèrent une telle extension à leurs placements à court terme à l'étranger que leur position nette à court terme vis-à-vis de l'étranger s'équilibra en avril 1959 et devint même créditrice par la suite. Mais lorsqu'il s'avéra, au début de 1959, qu'avec une couverture à terme sans frais, la pression exercée par des taux étrangers plus élevés sur les réserves de liquidités des banques allemandes devenait si forte qu'elle menaçait d'entrer en conflit avec la politique de la Bundesbank, le taux de «swap»

Tableau 8

CRÉANCES ET ENGAGEMENTS A COURT TERME DES BANQUES A L'EGARD DE L'ETRANGER 1-2
(en millions de DM)

Situation en fin de période	Solde des créances et des engagements		Créances						Engagements					Crédits à court terme
	Total	Total	Avoies auprès des banques étrangères et placements sur le marché monétaire			Crédits à court terme	Total	Dépôts de non-résidents			Crédits à court terme			
			Disponibilités à vue	Disponibilités à terme	Placements s./marché monétaire			Banques étrangères	Secteur non bancaire			Organisations internationales		
									Titres publics	Entreprises et particuliers			Pouvoirs publics	
1955	- 1 397	524	312	7	1	204	1 921	1 473	730	622	121	448		
1956	- 2 309	715	362	13	4	336	3 024	2 114	1 197	733	184	910		
1957	- 2 285	1 320	307	20	448	545	3 605	2 650	1 580	914	156	955		
1958	- 1 551	1 919	431	128	481	879	3 470	2 893	1 625	1 075	193	577		
1959	- 272	3 471	754	543	1 246	928	3 743	3 410	1 784	1 095	315	333		
1960	- 2 526	2 368	526	410	379	1 053	4 849	3 641	1 679	1 348	288	1 253		
1961	- 2 262	3 926	651	906	1 221	1 148	6 188	3 985	1 903	1 419	352	2 203		
1959 mars	- 197	2 758	2 022	486	916	736	2 955	2 499	1 175	867	231	456		
juin	+ 145	3 356	2 651	542	1 219	705	3 211	2 893	1 474	953	229	318		
septembre	+ 762	3 977	3 108	1 478	950	869	3 215	2 931	1 407	955	264	284		
décembre	- 272	3 471	754	543	1 246	928	3 743	3 410	1 784	1 095	216	333		
1960 mars	- 392	3 457	746	813	824	1 074	3 849	3 380	1 741	1 085	231	469		
juin	- 2 002	2 279	590	260	342	1 087	4 281	3 479	1 767	1 063	346	802		
septembre	- 2 317	2 085	489	211	314	1 071	4 402	3 324	1 626	1 152	285	1 078		
décembre	- 2 526	2 368	526	410	379	1 053	4 894	3 641	1 697	1 348	288	1 253		
1961 janvier	- 857	3 872	2 743	956	1 135	1 129	4 729	3 234	1 440	1 216	323	1 495		
février	- 141	4 317	3 106	1 150	1 232	1 211	4 458	3 149	1 402	1 166	333	1 309		
mars	- 628	4 431	3 166	1 493	1 099	1 265	5 059	3 501	1 716	1 197	327	1 558		
avril	- 389	4 996	3 774	2 096	1 118	1 222	5 385	3 644	1 773	1 250	350	1 741		
mai	- 36	5 516	4 320	2 448	1 264	1 196	5 552	3 660	1 855	1 262	317	1 892		
juin	- 22	5 982	4 785	3 077	1 083	1 197	6 004	3 836	1 884	1 372	322	2 168		
juillet	+ 387	6 587	5 296	3 612	1 073	1 291	6 200	3 872	1 983	1 282	317	2 328		
août	+ 989	6 863	5 493	3 496	1 290	1 370	5 874	3 723	1 723	1 238	295	2 300		
septembre	- 73	5 760	4 489	2 597	1 255	1 271	5 833	3 497	1 600	1 214	351	2 336		
octobre	+ 343	5 893	4 674	2 827	1 228	1 219	5 550	3 466	1 619	1 230	304	2 084		
novembre	+ 443	6 111	4 786	2 824	1 254	1 325	5 668	3 491	1 643	1 249	293	2 177		
décembre	- 2 262	3 926	651	906	1 221	1 148	6 188	3 985	1 903	1 419	311	2 203		

1 Les données postérieures au rattachement économique de la Sarre (6-7-1959) comprennent les créances et les engagements des banques commerciales sarroises envers l'étranger.

2 Les créances et engagements en monnaies étrangères sont comptabilisés à la fin de chaque période sur la base de la parité officielle.

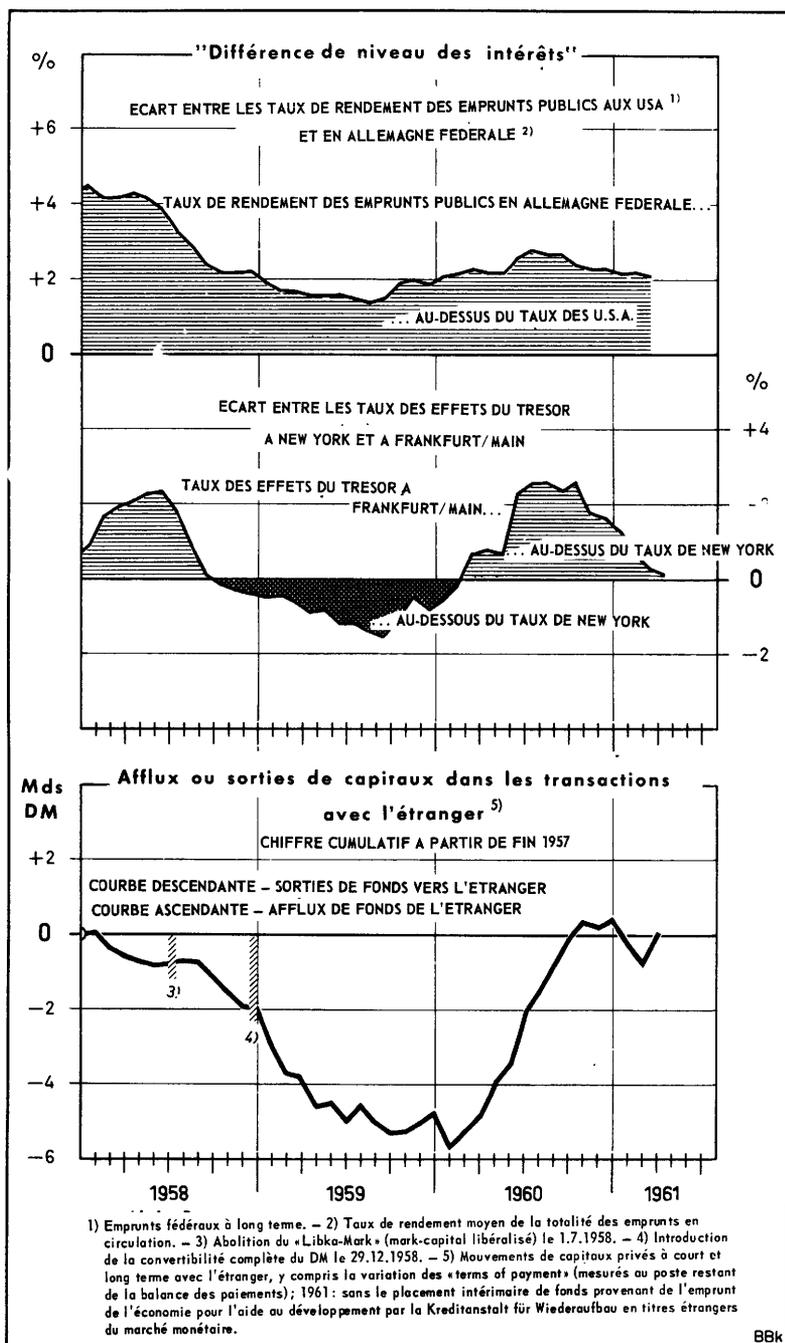
Source: rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank.

fut progressivement relevé et porté à 7/8 % en juillet 1959, c'est-à-dire le taux du marché. Par la suite, la Bundesbank renonça complètement, jusqu'à la fin d'octobre 1959, à intervenir sur le marché à terme. Néanmoins, les différences entre les taux d'intérêt allemands et étrangers, notamment américain et canadien, demeurant très importantes, les placements à court terme des banques sur les marchés monétaires étrangers continuèrent de s'accroître, bien qu'avec certaines fluctuations (cf. graphique 4, page 97). Pour expliquer cette politique plus réservée, la Bundesbank souligna que le maintien du précédent taux de « swap » se justifiait d'autant moins que la liquidité des établissements de crédit était assez sérieusement affectée et que la poursuite des opérations de « swap » en vue de favoriser des exportations de fonds à court terme risquait d'entraîner une réduction très importante des autres réserves de liquidité des banques, c'est-à-dire surtout de leurs portefeuilles d'effets négociables sur le marché monétaire allemand – « à moins que les taux inférieurs ne fussent adaptés, au fur et à mesure, à la hausse des taux étrangers ».

Après le renversement de la politique du crédit en septembre-octobre 1959, il n'y eut plus de raison de faire obstacle à la pression étrangère sur les réserves de liquidité des banques ; la Bundesbank intervint à nouveau dans les opérations de couverture à terme et consentit, après une courte période de transition, des facilités de « swap » en dollars des Etats-Unis, sans frais de couverture à terme. Tant que les taux comparables à New-York, et sur les autres places où des placements de fonds à court terme pouvaient être réalisés en passant par le dollar, demeurèrent supérieurs à ceux de l'Allemagne, les exportations de fonds, ainsi que le maintien des placements déjà effectués sur les marchés monétaires étrangers, continuèrent de présenter un attrait. Les créances à court terme et les placements sur les marchés monétaires atteignirent à la fin du mois de janvier 1960 un maximum de 4,2 milliards de DM. Depuis lors, la baisse des taux à New-York et la politique de resserrement des liquidités pratiquée en Allemagne ont entraîné un mouvement de rapatriement assez important des avoirs et des placements à l'étranger qui n'étaient pas directement utilisés comme fonds de roulement par les banques allemandes. A la fin du mois d'octobre 1960, les créances correspondantes sur l'étranger ne s'élevaient plus qu'à environ 2 milliards de DM. La politique plus libérale adoptée par la Bundesbank depuis l'automne 1960 a permis à nouveau des exportations de capitaux à court terme assez importantes ; celles-ci ont été stimulées par le fait que dans les opérations de « swap » en dollars, des « reports » atteignant jusqu'à 1 1/2 % par an ont été, pendant un certain temps, concédés aux banques. De plus, celles-ci ont, depuis le mois de mai 1961 (cf. par. 27), la possibilité de déduire leurs placements à court terme à l'étranger du montant des engagements au titre desquels elles sont tenues de constituer des réserves minima, ce qui a stimulé encore les exportations de capitaux à court terme. Dans le courant de l'année 1961, les taux d'intérêt allemands à court terme se sont suffisamment rapprochés de ceux de l'étranger pour permettre à la Bundesbank de vendre aux banques des dollars des Etats-Unis, au pair ou même avec des déports croissants.

Graphique 4

**DIFFERENCE DE NIVEAU DES TAUX VIS-A-VIS DE L'ETRANGER
AINSI QUE AFFLUX OU SORTIES DE MONNAIE ET DE CAPITAUX**



Source: rapports mensuels de la Deutsche Bundesbank.

56. L'expérience acquise par la Bundesbank dans le domaine des opérations de « swap » montre que cet instrument peut être utilisé de diverses manières pour compléter la politique interne d'open-market et procéder en quelque sorte à des « ajustements ». Lorsque les frais de couverture à terme sont pris en charge par la banque centrale, l'évolution respective des taux d'intérêt à court terme à l'étranger et en Allemagne fédérale a une incidence directe sur la liquidité bancaire interne ; inversement, cette incidence sur le marché monétaire intérieur est très atténuée lorsque le reflux des fonds vers l'étranger est freiné par les frais de couverture à terme qui augmentent très rapidement lorsque les mouvements de fonds sont importants. Les opérations de « swap » de la Bundesbank complètent également sa politique interne d'open-market dans la mesure où, grâce au développement des placements sur les marchés monétaires étrangers, elles reculent les limites que rencontrerait normalement une politique restrictive d'open-market, en raison du montant limité des effets disponibles sur le marché monétaire allemand.

CHAPITRE 5

LA GESTION DE LA TRESORERIE PUBLIQUE ET SES INCIDENCES SUR LA LIQUIDITE

57. Les dépôts des collectivités publiques (Bund, Länder, etc.) à la banque centrale et dans les autres banques sont généralement très importants. A quelques exceptions près, qui seront indiquées ultérieurement, les principales collectivités publiques doivent déposer leurs avoirs à la Bundesbank. Cette obligation est la contrepartie de la faculté, qui leur est offerte par la loi sur la banque centrale, d'obtenir de celle-ci des avances de trésorerie dans la limite de certains maxima. Leurs excédents ou leurs déficits de trésorerie ont une incidence directe sur la liquidité du système bancaire dans la mesure où ils entraînent une augmentation ou une réduction des avoirs détenus auprès de la banque centrale, ou un recours aux avances de trésorerie de cette institution.

On se rappelle la grande influence qu'avait exercée, en Allemagne, sur la liquidité du système bancaire, l'accumulation de réserves de trésorerie par l'Etat fédéral au cours des années 1953 à 1956 (connue sous le nom de « Juliusturm »). L'effet de contraction qu'elle a produit sur la liquidité bancaire a été utile en son temps, du point de vue de la politique de liquidité, et a été expressément considéré par la banque centrale comme un soutien apporté à sa politique de liquidité ; les excédents de trésorerie de l'Etat fédéral n'étaient cependant pas le résultat d'une politique financière déterminée par des considérations de politique de liquidité, mais plutôt le résultat « involontaire » de décalages imprévus ayant affecté l'engagement des dépenses des puissances d'occupation et de l'O.T.A.N., et, ultérieurement, des dépenses allemandes de défense.

La liquidité bancaire peut être influencée non seulement par le montant des excédents ou des déficits de trésorerie, mais aussi par la répartition des réserves des trésoreries publiques entre la banque centrale et les autres banques, ainsi que par le mode de financement utilisé pour la couverture des déficits de trésorerie éventuels des collectivités publiques.

58. En ce qui concerne tout d'abord la répartition des dépôts publics entre la Bundesbank et les autres banques, le paragraphe 17 de la loi portant création de la Bundesbank donne à celle-ci, sous le titre de « politique des dépôts », certaines possibilités d'action. Le texte de cet article se présente comme suit :

« L'Etat fédéral, le fonds spécial de péréquation, le fonds spécial ERP, et les Länder doivent déposer en compte courant à la Deutsche Bundesbank leurs liquidités, même si elles sont constituées par des fonds de trésorerie destinés,

d'après les dispositions budgétaires, à des fins déterminées. Toute exception à cette règle doit être soumise à l'approbation de la Bundesbank; à cet égard, celle-ci doit tenir compte de l'intérêt que présente, pour les Länder, le maintien de leurs banques d'Etat et de leurs banques régionales» (Staats- und Landesbanken).

59. Il est caractéristique que ce texte fasse partie du chapitre relatif aux «attributions en matière de politique monétaire» de la Bundesbank. En principe, celle-ci, lorsqu'elle se prononce sur les demandes d'exception, ne doit se laisser guider que par des considérations de politique monétaire et de crédit. Il existe cependant une restriction importante, qui concerne les banques d'Etat et les banques régionales des Länder. Pour tenir compte du souci manifesté sur ce point par le texte en question, des plafonds sont, à la demande des Länder, fixés pour les dépôts que ceux-ci peuvent entretenir auprès de certains établissements de crédit. Etant donné que de nombreux Länder ont accumulé des avoirs assez importants au cours des dernières années, l'obligation de déposer à la banque centrale les montants dépassant ces plafonds a compensé, partiellement d'ailleurs, l'action des autres facteurs tendant à accroître les liquidités du système bancaire. Les décisions prises au sujet des demandes d'autorisation présentées par les deux fonds spéciaux mentionnés au paragraphe 17, en vue de la constitution de dépôts dans des institutions autres que la banque centrale, le sont autant que possible en tenant compte de la situation d'ensemble des liquidités. De manière générale, il faut cependant constater que l'on n'est pas parvenu à faire du pouvoir accordé par le paragraphe 17 un véritable instrument de politique de liquidité susceptible d'être manié avec souplesse en vue de faire passer, *suyant les exigences de la politique du crédit*, les avoirs de trésorerie des institutions publiques de la banque centrale aux autres banques et vice versa.

60. *Les avances de trésorerie* que la Bundesbank accorde ou refuse d'octroyer au *secteur public* présentent naturellement une grande importance pour la politique de liquidité. Ces avances contribuent en effet directement à augmenter la liquidité de caisse du système bancaire. La loi sur la Bundesbank habilite celle-ci, dans son paragraphe 20, à accorder à l'Etat fédéral, aux Länder et aux fonds publics spéciaux expressément énumérés des crédits à court terme sous forme de «lignes de crédits ou contre remise de bons du Trésor à deux ou trois mois» à concurrence des plafonds fixés par la loi. Ce plafond est fixé pour l'Etat fédéral à 3 milliards de DM, auxquels s'ajoutent les avances spéciales qui lui permettent de remplir ses obligations en tant que membre du Fonds monétaire international et d'autres institutions financières internationales. Les plafonds fixés pour les Länder et les fonds spéciaux, beaucoup plus faibles, sont indiqués en détail dans la loi sur la Bundesbank. Du point de vue de la politique de liquidité, deux éléments présentent une importance considérable :

a) L'institution de plafonds ne confère pas aux collectivités en cause un droit aux avances de la banque centrale à concurrence du maximum autorisé; il n'existe donc pas d'attribution «automatique» de crédits. Les plafonds représentent plutôt la limite extrême que peuvent atteindre les crédits accordés par la Bundesbank.

Celle-ci peut, pour des considérations de politique monétaire, se refuser à recourir à ces plafonds qui ne doivent servir, par ailleurs, qu'à l'obtention de « crédits de trésorerie » destinés à surmonter des difficultés temporaires, mais non à couvrir des déficits budgétaires permanents. Pour trancher les cas concrets, il faut un accord entre les pouvoirs publics et la Bundesbank.

b) L'utilisation de ces plafonds ne conduit pas nécessairement à la création effective de monnaie de la banque centrale. Les plafonds peuvent, en effet, être utilisés sous forme de ligne de crédits ou d'avances contre mise en pension d'effets publics (dans la mesure où ces effets bénéficient de la promesse de rées-compte par la Bundesbank); les montants en circulation sur le marché doivent être imputés, conformément au paragraphe 20 de la loi sur la Bundesbank, sur le plafond des crédits qu'elle peut accorder; cette règle s'applique en principe par exemple à tous les effets publics à très court terme (Schatzwechsel) émis par l'Etat fédéral. De la sorte, la banque centrale contrôle largement la couverture, par le recours au marché monétaire, des besoins de crédit à court terme du secteur public dans les limites des plafonds, en ce sens qu'elle veille au placement des effets publics sur le marché. Il faut préciser que les bons de 6 à 24 mois émis par d'autres collectivités publiques pour couvrir leurs besoins de financement, ne sont pas imputés sur ces plafonds, étant donné qu'ils ne bénéficient pas d'une promesse ferme de reprise de la banque centrale (cf. chap. 3, par. 39).

CHAPITRE 6

LES AUTRES POSSIBILITES D'ACTION DE LA BUNDESBANK SUR LA LIQUIDITE BANCAIRE

61. La loi portant création de la Bundesbank ne prévoit pas que cette institution puisse accorder directement de crédits aux entreprises (en dehors des banques) comme c'était autrefois le cas pour la Reichsbank. Par conséquent, la liquidité du système bancaire ne peut être affectée de ce fait.

62. Bien qu'elle ne constitue pas un instrument de politique de liquidité, la directive III relative au crédit peut être considérée comme un moyen de maintenir une certaine structure des liquidités chez les banques. En 1951 la Bank deutscher Länder a élaboré, dans le cadre de ses conditions, des directives relatives au crédit qui doivent être observées par les banques si elles veulent se réserver la possibilité de recourir au réescompte de la banque centrale. Ces directives déterminent :

- a) le rapport entre les crédits à court et à moyen terme et les fonds propres ;
- b) le rapport entre les comptes débiteurs d'une part et les fonds propres et les dépôts d'autre part ;
- c) la ratio de liquidité ;
- d) le rapport entre les crédits d'acceptation et les fonds propres.

Le tableau 9 (page 103) indique le niveau actuel des taux prévus par ces directives.

63. Le système des directives relatives au crédit a été repris dans la nouvelle loi sur le crédit qui est entrée en vigueur le 1er janvier 1962. Cette loi-cadre contient des dispositions sur la dotation en capital propre (par. 10) et sur le maintien d'une liquidité suffisante (par. 11) des établissements de crédit ; la mise en application de ces dispositions doit être assurée par l'Office fédéral de contrôle prévu à cet effet en accord avec la Deutsche Bundesbank et après consultation des associations professionnelles centrales des établissements de crédit.

Tableau 9

DIRECTIVES EN MATIERE DE CREDIT
(Situation à fin 1961)

Ratio catégories d'établissements	Ratio I: crédits à court terme	Ratio II: crédits en c/c et par acceptation de traites tirées sur les débiteurs	Ratio III: avoirs liquides	Ratio IV a	Ratio IV b
Banques de dépôts ¹	Valable pour court et moyen terme: Maximum: 18 fois les fonds propres	Maximum: 60% des fonds propres et des dépôts	Minimum: 20% des fonds empruntés ²	Le total des crédits par acceptation et des traites tirés sur les débiteurs ne doit pas dépasser 3 fois les fonds propres	Les crédits par acceptation et les traites tirés sur les débiteurs, non utilisés directement au financement du commerce extérieur et des récoltes ne doivent pas dépasser les fonds propres
Caisses d'épargne	Maximum: 15 fois les fonds propres	Maximum: 60% des fonds propres et des dépôts (les dépôts d'épargne n'étant retenus que pour moitié)	Minimum: 15% des fonds empruntés (les dépôts d'épargne étant comptés pour moitié)		
Coopératives de crédit industriel	Maximum: 15 fois les fonds propres (plus le supplé- ment légal de garantie)	Maximum: 70% des fonds propres (plus le supplément légal de garantie) et des dépôts	Minimum: 15% des fonds empruntés (les dépôts d'épargne étant comptés pour moitié)		
Coopératives de crédit agricole	Maximum: 15 fois les fonds propres (plus le supplé- ment légal de garantie)	Maximum: 70% des fonds propres (plus le supplément légal de garantie) et des dépôts	Minimum: 15% des fonds empruntés (les dépôts d'épargne étant comptés pour moitié)		
Institutions centrales de virement	15 fois les fonds propres	Maximum: 70% des fonds propres et des dépôts (les dépôts d'épargne n'étant retenus que pour moitié)	Minimum: 20% des fonds empruntés (les dépôts d'épargne étant comptés pour moitié)		
Institutions centrales des coopératives de crédit industriel	5 fois les fonds propres	Maximum: 80% des fonds propres et des dépôts	Minimum: 20% des fonds empruntés (les dépôts d'épargne étant comptés pour moitié)		
Institutions centrales des coopératives de crédit agricole	20 fois les fonds propres	Pas de ratio	Pas de ratio		
<p>1) Si la position d'une banque de dépôt au regard de la ratio I est substantiellement meilleure que la norme, la Deutsche Bundesbank peut la prendre en considération pour l'application de la ratio II (décision des 20-21 juin 1951).</p> <p>2) Dépôts, emprunts etc.</p>					

Source: Rapport annuel de la Deutsche Bundesbank pour l'année 1961.

Troisième partie

**LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
EN FRANCE**

SOMMAIRE

Remarques préliminaires	109
Chapitre 1 : La structure du système bancaire <i>Etablissements recevant des dépôts à caractère monétaire – Etablissements recevant des ressources d'épargne – Mécanismes propres au crédit à moyen terme</i>	110
Chapitre 2 : Le contenu de la notion de liquidité <i>La liquidité de l'économie – La liquidité bancaire</i>	116
Chapitre 3 : La politique de l'escompte <i>La politique du taux d'escompte – Les plafonds de réescompte</i>	122
Chapitre 4 : Les interventions d'open-market <i>Leurs bases juridiques et techniques – Leur caractère limité</i>	128
Chapitre 5 : L'action directe sur les actifs bancaires : planchers de bons du Trésor et coefficient de trésorerie	131
Chapitre 6 : Le contrôle direct des crédits bancaires à l'économie	134
Chapitre 7 : Les relations du Trésor avec le système bancaire <i>Les diverses fonctions du Trésor – La liquidité du Trésor – La politique des taux d'intérêt à court terme</i>	138

ANNEXES

I – Classification des postes du bilan de la Banque de France	145
II – Explication de l'évolution de la liquidité du marché monétaire au cours des années 1956 à 1960	146 107

TABLEAUX

1 – Disponibilités monétaires et quasi-monétaires et contreparties	149
2 – Epargne liquide et à court terme	150
3 – Crédits à court terme et crédits à moyen terme mobilisables – répartition selon les établissements qui distribuent les crédits (en montants et en variations)	151
4 – Crédits à court terme et crédits à moyen terme mobilisables – répartition selon la nature des ressources (en montants et en variations)	152
5 – Crédits à court terme et crédits à moyen terme mobilisables – répartition selon le financement et la forme des crédits (en montants)	153
6 – Recours possibles aux crédits de la Banque de France (chiffres à la fin du mois)	155
7 – Evolution du loyer de l'argent sur le marché monétaire	156

GRAPHIQUE

Principaux facteurs du marché monétaire	157
-----------------------------------------	-----

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. La notion de politique monétaire est en France moins utilisée que celle de la politique de crédit. Dans la présente étude, elle sera envisagée sous l'angle de l'utilisation, par les autorités monétaires, de l'ensemble des moyens d'action dont celles-ci disposent pour contrôler le volume et l'usage fait par le public et par les banques des moyens de paiement et de l'épargne liquide. En ce sens, la politique monétaire sera examinée sous l'angle de l'action sur la liquidité.

Mais avant de préciser le contenu de la notion de liquidité dans le contexte français, il paraît nécessaire de rappeler les principales caractéristiques du système bancaire français. Ces deux séries d'observations préliminaires faciliteront l'analyse des moyens d'action dont disposent les autorités monétaires pour agir sur l'économie et sur les banques.

CHAPITRE 1

LA STRUCTURE DU SYSTEME BANCAIRE

2. L'étude des instruments de la politique de liquidité en France n'est possible que si l'on prend conscience que l'organisation du système bancaire de ce pays se distingue de celle d'autres systèmes étrangers au moins de deux façons ;

- par la distinction qui existe entre les institutions qui reçoivent des dépôts à caractère monétaire et celles qui collectent les ressources d'épargne (par. 3 à 12) ;
- et par le rôle particulier joué par le Trésor (par. 13 à 17).

3. Dans la tradition française, les banques se sont surtout attachées au rôle de distributrices de crédit à court terme. Elles n'ont qu'exceptionnellement tenté de drainer vers elles les ressources d'épargne, abandonnant plutôt cette activité aux organismes spécialisés que l'Etat a créés à cet effet.

La spécialisation constatée en France dans les fonctions des diverses institutions financières ou bancaires tient pour une large part à des facteurs historiques. Elle a été consacrée par une législation établie en 1941 et surtout en 1945.

4. Pour l'analyse de la politique monétaire, les établissements bancaires peuvent être répartis en deux grandes catégories, selon qu'ils opèrent avec des ressources à caractère monétaire, ou avec des ressources d'épargne. Une place à part doit cependant être réservée aux organismes spécialisés dans la distribution du crédit à moyen terme, en raison des mécanismes particuliers mis en oeuvre pour le financement de cette forme de crédit.

a) Etablissements recevant des dépôts à caractère monétaire

5. Cette première catégorie comprend les banques de droit commun et quelques institutions créées par les pouvoirs publics en vue de distribuer des crédits à certains secteurs particuliers. Les unes et les autres reçoivent les dépôts de leur clientèle et les emploient essentiellement à accorder des crédits à court et à moyen terme à l'économie.

Parmi les premières, les *banques de dépôts* proprement dites représentent
110 l'élément prépondérant. Elles ne peuvent recevoir de dépôts à plus de deux ans,

ni détenir dans des entreprises autres que des banques ou des établissements financiers des participations dépassant 10% du capital de ces entreprises.

Les *banques d'affaires* sont habilitées à effectuer toutes les opérations de crédit pratiquées par les banques de dépôts ; mais elles ne peuvent gérer de dépôts à moins de deux ans que si les titulaires sont soit des commerçants, soit des particuliers avec lesquels elles sont en relations financières.

Enfin, certaines *institutions semi-publiques* sont autorisées comme les banques à recevoir des dépôts du public et à distribuer du crédit à court terme, mais dans un secteur économique particulier : crédit aux petites et moyennes entreprises (banques populaires), crédit aux agriculteurs (caisses de crédit agricole).

Alors que les banques de droit commun sont placées sous l'autorité du Conseil national du crédit et la surveillance de la Commission de contrôle des banques, les institutions semi-publiques sont soumises au contrôle direct des pouvoirs publics. Elles sont cependant, comme les banques à vocation générale, soumises à l'influence que la Banque de France exerce sur tous les établissements faisant appel à son concours.

Ce sont les banques proprement dites qui assurent la majeure part de la distribution des crédits à court terme. A la fin de l'année 1960, l'encours total des crédits à court terme s'élevait à 46,92 milliards de NF, dont 37,42 milliards pour les banques inscrites, 4,16 milliards pour les caisses de crédit agricole et 2,05 milliards pour les banques populaires.

b) Etablissements recevant des ressources d'épargne

6. Dans ce groupe figurent d'abord les *banques d'affaires*, pour la partie de leur activité financée sur leurs ressources propres ou sur des dépôts d'une durée de deux ans au moins, et les *banques de crédit à long et moyen terme*, qui ne peuvent recevoir de dépôts à moins de deux ans d'échéance et accordent des crédits d'une durée au moins égale, la part de ces derniers établissements dans l'activité de l'ensemble des banques étant d'ailleurs très faible.

7. Mais la distribution du crédit à long terme est surtout le fait d'un certain nombre d'*organismes spécialisés*, collecteurs d'épargne, qui entretiennent avec le Trésor d'étroites relations financières et dont l'activité est soumise à la surveillance de l'Etat.

Ces organismes utilisent leurs fonds propres et surtout les dépôts d'épargne qui leur sont confiés et le produit de leurs émissions sur le marché financier à des prêts à long terme aux entreprises et aux particuliers, dans le domaine de l'équipement industriel (Crédit national), commercial (caisses de crédit mutuel 111

et caisses de crédit coopératif), agricole (caisses de crédit agricole), ou de la construction immobilière (Crédit foncier).

Parmi eux, la Caisse des dépôts tient une place particulièrement importante en raison de l'ampleur des capitaux qu'elle collecte. Elle emploie en effet les ressources déposées auprès d'elle notamment par les caisses d'épargne à des prêts directs aux collectivités locales et à diverses entreprises d'intérêt général au profit de divers secteurs économiques parmi lesquels la construction immobilière occupe une place importante.

Les encours de prêts directs accordés par les organismes spécialisés (sur ressources autres que les fonds publics) au profit de l'économie représentaient 13,75 milliards de NF au 31 décembre 1960 et se répartissaient ainsi entre les établissements prêteurs (en milliards de NF) :

Caisse des dépôts	5,94
Crédit national	1,90
Caisse nationale de crédit agricole	3,72
Crédit foncier	2,02
Autres établissements	0,17
	<hr/>
	13,75

c) Mécanismes propres au crédit à moyen terme

8. Reposant sur la distinction traditionnelle du court terme et du long terme, le système bancaire français se prêtait mal à la distribution du crédit à moyen terme qui pose des problèmes particuliers de financement. Aussi le développement de cette forme de crédit au cours des vingt dernières années a-t-il rendu nécessaire une collaboration des deux catégories d'établissements évoquées ci-dessus.

9. D'une façon générale, les crédits à moyen terme destinés à financer l'équipement et le commerce extérieur, sont *distribués* par les établissements de la première catégorie, c'est-à-dire les banques entendues au sens large (banques de droit commun, banques populaires, caisses de crédit agricole) sous la forme d'effets à trois mois renouvelables dans la limite de cinq années.

10. Les organismes spécialisés, classés ci-dessus dans la seconde catégorie, interviennent de deux manières dans le financement du crédit à moyen terme.

L'activité des uns se limite à l'octroi d'une garantie supplémentaire pour la réalisation de ces crédits. C'est le cas de la Caisse nationale des marchés de l'Etat, habilitée à donner sous certaines conditions son aval aux effets relatifs à l'équipement des entreprises privées et nationalisées, et de la Banque française pour le commerce extérieur, appelée à donner son aval aux crédits à moyen terme destinés à mobiliser les créances concernant l'exportation.

11. Les autres organismes spécialisés interviennent dans le circuit du moyen terme non seulement pour autoriser l'octroi des crédits par les banques, mais aussi pour *mobiliser* les effets représentatifs de crédits à moyen terme, en les escomptant aux établissements qui les ont créés. C'est le cas du Crédit national (équipement industriel), de la Caisse nationale de crédit agricole (équipement agricole et rural), du Crédit foncier (construction immobilière).

Le financement de la construction présente certaines particularités lorsqu'il s'opère sous la forme des « prêts spéciaux à la construction » accordés en application de la loi du 21 juillet 1950. Les prêts sont accordés par le Sous-Comptoir des entrepreneurs, et les effets correspondants sont mobilisés auprès du Crédit foncier de France. Ces crédits sont eux-mêmes mobilisables auprès de la Caisse des dépôts, qui intervient également dans la mobilisation de certains crédits d'équipement.

12. Les organismes réescompteurs d'effets représentatifs de crédits à moyen terme peuvent à leur tour les mobiliser sans limitation auprès de la Banque de France. Comme les banques et les organismes spécialisés ont fait largement appel aux facultés de mobilisation des effets à moyen terme, le portefeuille d'escompte de ces effets n'a cessé, jusqu'à une période récente, de s'accroître au bilan de la Banque de France, au rythme des créations d'effets nouveaux.

Au cours des trois dernières années, cependant, le portefeuille de la Banque de France a diminué en raison de la limitation de l'encours de certains crédits à moyen terme (construction, équipement des entreprises nationalisées), et aussi du fait que les banques et les organismes spécialisés – notamment la Caisse des dépôts – ont pu nourrir sur leurs disponibilités un volume accru d'effets à moyen terme.

Crédits à moyen terme mobilisables, financés par:	au 31-12-1958	au 31-12-1959	au 31-12-1960
– les banques	0,83	4,15	2,80
– les organismes spécialisés ¹	2,33	3,23	4,51
– la Banque de France	15,03	11,46	12,85
Total (en milliards de NF)	18,19	18,84	20,16

¹ Caisse des dépôts et consignations, Caisse de consolidation et de mobilisation des crédits à moyen terme, Crédit national, Caisse nationale de crédit agricole, Crédit foncier de France et Sous-Comptoir des entrepreneurs, établissements financiers.

De 1958 à 1960, la part de la Banque de France dans le financement des encours de crédits à moyen terme[•] est tombée de 82% à 63%.

13. Le *Trésor* lui-même exerce directement son influence sur le système bancaire au sens large. Son activité s'apparente à celle d'une banque, soit qu'il accepte, comme une véritable banque, les dépôts à vue des particuliers et des entreprises, soit qu'il leur accorde des prêts.

14. Le *Trésor* recueille les dépôts du public par l'intermédiaire des bureaux de poste (comptes chèques postaux) et aux guichets de ses propres comptables (« fonds particuliers »). Les facilités des règlements par les postes, qui mettent à la disposition du public un beaucoup plus grand nombre de guichets que les banques (17 000 contre 4 000) expliquent la part croissante que prend cette monnaie du *Trésor* par rapport à l'ensemble des disponibilités monétaires : cette part est passée de 5,3% en 1946 à 11% en 1960. Les avoirs monétaires déposés au *Trésor* représentent plus du cinquième de la monnaie scripturale en circulation.

15. Le *Trésor* participe aussi à la création de quasi-monnaie, en émettant à guichets ouverts des bons du *Trésor* sur formules, destinés à collecter l'épargne à court terme des particuliers et des entreprises, selon deux modalités distinctes. Les bons à échéance fixe sont émis à un an, à deux ans, et – depuis juin 1961 – à cinq ans avec faculté de remboursement à la fin de la troisième année. Les bons à intérêt progressif sont d'une durée maximum de trois ans, mais sont remboursables à vue, au gré du porteur, dès que trois mois se sont écoulés depuis leur souscription ; malgré cette possibilité presque totale de monétisation, ces bons constituent en fait un placement très stable.

16. Le *Trésor* intervient aussi dans l'économie comme prêteur à moyen et long terme aux entreprises et aux particuliers.

Il consent des prêts d'équipement aux entreprises dans les différents secteurs de l'économie (énergie, agriculture, industries, transports, commerce et tourisme). Ces prêts sont distribués, sur des crédits ouverts chaque année dans la loi de finances au Fonds de développement économique et social, soit directement par le *Trésor*, soit par l'intermédiaire de certains organismes spécialisés de crédit (Crédit national, Caisse nationale de crédit agricole, établissements de crédit coopératif).

Il favorise la construction immobilière en consentant des prêts à taux réduits aux organismes d'habitations à loyer modéré, et participe à la consolidation des prêts spéciaux à la construction en accordant des avances au Crédit foncier.

L'importance des prêts à moyen et long terme consentis par le *Trésor* ressort du tableau suivant qui ventile par organismes de financement l'ensemble des prêts non mobilisables à moyen et à long terme distribués en France métropolitaine et dont il ressort que le *Trésor* finance environ 70% du total des prêts (en milliards de NF) :

(Montants en fin de période)

	1958	1959	1960
1. Prêts du Trésor			
a) Prêts du F.D.E.S.	13,25	15,84	18,38
b) Prêts aux organismes d'H.L.M.	7,23	9,26	11,24
c) Avances au Crédit foncier pour la consolidation des prêts « construction »	0,68	2,33	3,63
Total des prêts du Trésor	21,16	27,43	33,25
2. Prêts des organismes spécialisés	8,03	10,16	13,75
<i>Total des prêts non mobilisables à moyen et long terme (1 + 2)</i>	29,19	37,59	47,00

CHAPITRE 2

LE CONTENU DE LA NOTION DE LIQUIDITE

17. Le concept de liquidité peut s'entendre de deux manières. Dans une acception large, il recouvre la notion de *liquidité de l'économie* et correspond au volume de la masse monétaire globale considérée dans son sens le plus extensif. Entendu comme *liquidité bancaire*, il désigne seulement les avoirs des banques en espèces et en compte à la banque centrale (liquidité de caisse), et leurs possibilités de recours à l'institut d'émission (liquidité potentielle).

a) La liquidité de l'économie

18. Comme en d'autres pays, l'expression de liquidité de l'économie ne comporte pas de définition rigoureuse et communément acceptée. Au sens étroit, elle correspond à ce que la terminologie française qualifie indifféremment de « disponibilités monétaires » ou de « masse monétaire », c'est-à-dire l'ensemble des moyens de paiement constitué par la monnaie métallique (monnaies divisionnaires), les billets de la Banque de France, et la monnaie scripturale sous forme de dépôts à vue. Aux disponibilités monétaires ainsi entendues au sens strict (ou « liquidité primaire »), on peut ajouter les dépôts à terme dans les banques et les placements liquides de l'épargne, c'est-à-dire l'ensemble de ce qui est parfois appelé la « liquidité secondaire » du public.

19. L'évolution de la liquidité de l'économie ainsi définie peut être suivie à partir des tableaux publiés trimestriellement par le Conseil national du crédit pour retracer, d'une part les variations de la masse monétaire et de ses contreparties (cf. tableau 1), d'autre part les variations des « emplois liquides de l'épargne » (cf. tableau 2).

On observera que les disponibilités monétaires au sens strict comprennent à la rubrique des dépôts à vue, non seulement les dépôts dans les banques et à la Banque de France, mais aussi ceux des particuliers et des entreprises au Trésor, soit par l'intermédiaire du service des chèques postaux, soit directement aux guichets de ses propres comptables « fonds particuliers ».

Le montant total des postes regroupés dans le tableau des *disponibilités monétaires* correspond aux « liquidités primaires de l'économie »¹. La Banque de

¹ Il ne comprend cependant que les dépôts des particuliers et des entreprises auprès des banques, des comptes chèques postaux, et des comptables du Trésor, et n'inclut ni ceux des collectivités locales, ni ceux des « correspondants du Trésor ». Les chiffres publiés ne comportent par ailleurs pas de ventilation entre résidents et non-résidents.

France ajoute sous le titre de « dépôts à terme » et de « comptes spéciaux » les comptes à terme gérés par les banques, les bons de caisse à échéance fixe qu'elles émettent et les comptes d'épargne sur livrets, considérant que, bien qu'il s'agisse là de « liquidités secondaires » non immédiatement utilisables, celles-ci constituent un complément de ressources qui concourt à équilibrer leurs emplois. De plus, des mouvements de transferts assez importants peuvent se produire entre comptes à vue et comptes à terme, de sorte que les variations propres à l'une ou l'autre catégorie perdent toute signification en dehors de l'évolution d'ensemble des dépôts en banque.

20. Le tableau relatif aux *emplois liquides de l'épargne* (cf. tableau 2) reprend de son côté :

- les dépôts bancaires à terme, les bons de caisse émis par les banques et les comptes d'épargne (comptes spéciaux);
- les bons du Trésor émis dans le public, auprès des particuliers et des entreprises, catégorie qui doit être distinguée des bons en comptes courants émis sur le marché monétaire et détenus pour l'essentiel par le système bancaire,
- les dépôts dans les caisses d'épargne (dont les retraits ne sont soumis à aucune limitation)
- enfin, la part des bons à trois et à cinq ans de la Caisse nationale de crédit agricole, souscrite par le public.

21. Il est donc possible, à partir de ces informations, d'établir des tableaux de l'évolution des liquidités primaires et secondaires du secteur non bancaire, comparables à ceux dont se sert la Nederlandsche Bank. ou un bilan consolidé de l'ensemble du système bancaire du type de celui publié par la Bundesbank. Les services d'études du ministère des finances étendent même leur analyse à l'étude détaillée des opérations financières intéressant chacun des secteurs de la comptabilité nationale. Ces travaux ne peuvent néanmoins pas être publiés à intervalles suffisamment rapprochés, ou dans des délais suffisamment brefs, pour servir d'instruments d'analyse courante.

22. *Les contreparties des disponibilités monétaires et quasi-monétaires* comprennent trois éléments qui forment autant de rubriques du tableau dressé par le Conseil national du crédit: avoirs en or et en devises, créances sur le Trésor public, crédits du système bancaire à l'économie.

La première rubrique retrace l'évolution du solde des postes qui, dans la situation de la Banque de France, reflètent l'évolution des réserves de change. Elle ne comprend pas les avoirs et les engagements en devises des banques, qu'il n'est pas possible d'isoler dans leurs bilans.

Les *créances sur le Trésor public* sont détenues respectivement par le système bancaire et par les particuliers et les entreprises. Celles du système bancaire correspondent :

- pour la Banque de France : à ses prêts et avances à l'Etat, à ses avoirs en compte courant postal aux monnaies divisionnaires qu'elle a reçues de l'Etat et qu'elle n'a pas encore mises en circulation, aux traites fiscales dites « obligations cautionnées » et aux autres effets publics (bons du Trésor et, jusqu'en 1955, traites de dépenses publiques) qu'elle a escomptés ou pris en pension ;
- pour les banques : aux bons du Trésor souscrits ou escomptés par elles.

Les créances des particuliers et des entreprises sur le Trésor regroupent - comme élément d'actif cette fois - trois catégories d'avoirs déjà mentionnés dans le recensement des disponibilités : les soldes créditeurs des particuliers et des entreprises aux comptes courants postaux ; leurs soldes créditeurs auprès des comptables directs du Trésor (« fonds particuliers des comptables ») enfin le montant des monnaies divisionnaires en circulation.

La troisième catégorie des contreparties de la masse monétaire correspond aux *crédits à l'économie*¹ portés par les banques et la Banque de France, sous forme de crédits à court terme et de crédits à moyen terme mobilisables. Leur analyse peut être faite par catégories d'établissements distributeurs de crédits (cf. tableau 3), selon le financement et la forme des crédits (cf. tableau 5), enfin selon la nature des ressources (cf. tableau 4).

A ce dernier point de vue, l'intervention d'organismes spécialisés qui, surtout en ce qui concerne les crédits à moyen terme, relaient les banques en affectant au financement de ces crédits une partie des fonds d'épargne qu'ils recueillent, explique l'écart existant entre le volume des crédits à l'économie tel qu'il ressort du tableau des contreparties et celui figurant dans les deux tableaux précédemment mentionnés.

b) La liquidité bancaire

23. La liquidité des banques, en France, consiste moins, dans la pratique, en « liquidités de trésorerie » proprement dites, c'est-à-dire en espèces, en avoirs aux chèques postaux ou à la Banque de France, qu'en possibilités d'appel aux crédits de l'institut d'émission dans le cadre des règles établies par celui-ci.

En absence d'un véritable système de réserves obligatoires bloquées à la banque centrale, les banques tendent à comprimer le plus possible leurs liquidités de caisse (monnaie métallique, billets, avoirs aux chèques postaux) et leurs

¹ Entendue par conséquent au sens de : particuliers plus entreprises. Sauf indication contraire, cette expression est entendue selon la même acception dans le reste de la présente note.

avoirs à la Banque de France – les uns et les autres improductifs – pour ne conserver sous cette forme que le fonds de roulement nécessaire à leurs opérations quotidiennes. Aussi, depuis de nombreuses années, la « liquidité de caisse » bancaire représente à peine 2,50% de l'actif global de l'ensemble des banques.

24. Les véritables réserves de liquidité bancaire, ou « liquidité potentielle » résident dans les marges d'appel des banques aux concours que la Banque de France est disposée à leur accorder soit au titre de ses opérations d'escompte ou de ses interventions sur le marché monétaire – par voie d'achat ou de prise en pension d'effets publics ou privés à court terme et d'effets représentatifs de crédits à moyen terme –, soit au titre des avances à trente jours sur effets publics (cf. tableau 6).

La liquidité potentielle des banques ne comprend pas les créances à court terme sur l'étranger. Les banques ne font en effet qu'exécuter, lorsqu'elles sont « intermédiaires agréés », les règlements de change demandés par leurs clients, pour le compte du Fonds de stabilisation des changes. Aussi ne disposent-elles pas, à proprement parler, de portefeuilles en devises. Elles ne sont pas non plus autorisées à convertir en francs les devises qu'elles empruntent à leurs propres correspondants étrangers.

25. Les fluctuations de la liquidité bancaire peuvent être suivies à travers celles du *marché monétaire* qui, en France, se définit comme le marché des liquidités en compte à la banque centrale. Il s'agit d'un marché entre titulaires de comptes courants à la Banque de France (c'est-à-dire essentiellement les banques, les institutions financières et le Trésor public), qui y compensent chaque jour leurs excédents et leurs besoins temporaires de trésorerie. Les particuliers et les entreprises n'y ont pas accès. La confrontation des offres et des demandes de fonds est seulement facilitée par l'existence d'intermédiaires spécialisés : les courtiers, simples agents de liaison, et les maisons de réescompte qui s'offrent elles-mêmes en contrepartie tant au prêteur qu'à l'emprunteur.

Le marché est profondément marqué par les interventions de la Banque de France à qui revient en dernière analyse le soin de l'équilibrer, en fournissant les liquidités manquantes ou en absorbant les liquidités excédentaires au terme de la compensation quotidienne.

26. Les principaux facteurs de la liquidité bancaire sont ceux qui déterminent sur le marché monétaire l'expansion ou la contraction des avoirs liquides des banques et de leurs possibilités d'appels à la Banque de France : mouvements d'or et de devises, billets en circulation, opérations du Trésor.

Ces facteurs, dont l'observation est rendue possible par l'analyse du bilan de la Banque de France (cf. graphique page 157), traduisent le jeu de forces autonomes qui, dans l'immédiat, s'imposent aux banques.

Les besoins d'encaisses-billets du public, le solde de la balance des comptes apparaissent à chaque instant comme une donnée de la conjoncture économique et psychologique. Les autorités monétaires elles-mêmes ne peuvent agir sur ces forces qu'à terme et en modifiant, par une politique de crédit appropriée, la conjoncture qui les détermine.

Selon que leurs opérations les conduisent à demander ou à céder des billets ou des devises à l'institut d'émission, les banques voient croître ou diminuer le volume de leurs liquidités en compte à la banque centrale. Le volume de ces liquidités reste globalement inchangé, et le marché monétaire tend à s'équilibrer spontanément, si les mouvements des devises et des billets se compensent, par exemple si la balance des comptes présente un solde excédentaire égal à l'accroissement de la circulation des billets.

En fait, les mouvements des devises et de la circulation fiduciaire se sont exercés, pendant de longues périodes du passé, dans le sens d'un déficit chronique de liquidité sur le marché monétaire français. A une expansion, généralement plus importante qu'en d'autres pays, de la circulation fiduciaire s'est conjugué fréquemment un déficit, parfois important, de la balance des paiements. Le besoin net de liquidité qui en est résulté a contraint le Trésor et les banques à solliciter les concours de l'institut d'émission, concours qui composent aujourd'hui la plus grande partie de son actif. Dès lors, les excédents momentanés de liquidité sont normalement employés à l'amortissement partiel de crédits antérieurement consentis par la Banque. De ce fait, l'évolution du marché monétaire trouve son expression dans les mouvements de l'endettement des banques à l'égard de la banque centrale bien plus que dans les variations de leurs comptes créditeurs à la banque centrale, constamment nivelés.

Les opérations du Trésor public — qui n'entretient pas de comptes de dépôts auprès des banques — sont enfin pour ces dernières un troisième facteur de liquidité dont le contrôle leur échappe : tous les transferts de fonds entre les banques et le Trésor se répercutent immédiatement à leur compte courant à l'institut d'émission. Ajoutant leurs effets d'expansion ou de contraction des liquidités bancaires à ceux des mouvements de devises et de billets, les variations de la trésorerie publique apparaissent, dans une large mesure, comme une donnée de fait du marché monétaire, qui s'impose aux banques et en fonction de laquelle la banque centrale doit ordonner ses interventions.

On trouvera dans l'annexe II l'explication des diverses phases de l'évolution du marché monétaire au cours des dernières années, de 1956 à 1960.

27. Ce n'est que dans les années d'après-guerre que la politique monétaire française s'est orientée dans le sens d'une action directe sur la liquidité bancaire, à des fins de contrôle quantitatif de la distribution du crédit.

L'instrument essentiel de la politique monétaire est resté le taux de l'escompte, ou plus exactement la politique d'escompte, par laquelle la banque centrale est en mesure d'agir de façon globale en faisant varier le coût ou le volume du réescompte, ou de façon sélective en différenciant les taux selon les catégories de crédits.

Les interventions de la banque centrale au titre de l'open-market occupent une place accessoire dans la politique du contrôle global de la liquidité bancaire. Elles visent seulement à neutraliser les fluctuations épisodiques du marché monétaire, non à modifier de façon massive et durable le volume de cette liquidité.

Le contrôle du volume de la liquidité bancaire a été renforcé en 1948 par l'institution simultanée des « planchers » d'effets publics et des « plafonds » de réescompte. Il a été complété en 1960 par la création d'un mécanisme nouveau, le « coefficient de trésorerie ».

Enfin, l'action de la banque centrale sur la liquidité bancaire ne saurait se comprendre, en France, qu'à condition de prendre conscience du rôle particulier joué par le Trésor public dans le système monétaire français.

CHAPITRE 3

LA POLITIQUE DE L'ESCOMPTE

28. Cumulant des possibilités de contrôle sélectif et quantitatif, la politique de l'escompte constitue encore aujourd'hui l'une des pièces maîtresses de la politique monétaire française. Toutefois, son utilisation comme moyen d'action globale sur la liquidité des banques est relativement récente et s'insère dans le développement des politiques anti-inflationnistes de l'après-guerre.

La politique d'escompte de la banque centrale a nécessairement une grande importance dans un pays où 80% environ des crédits accordés par les banques à l'économie le sont par la voie de l'escompte d'effets de commerce.

Comme en d'autres pays du Marché commun, l'action de la banque centrale sur les banques, en matière de réescompte, est traditionnellement facilitée en France par la dépendance dans laquelle se trouvent placées les banques vis-à-vis de la Banque de France, en raison de la part importante qu'occupe la monnaie fiduciaire dans le total de la masse monétaire. En dépit d'une tendance à long terme au développement de la monnaie scripturale, la part des billets en circulation représentait encore, à la fin de 1960, près de 40% du total des disponibilités monétaires, des dépôts à terme, des bons de caisse et des comptes spéciaux.

De ce fait, toute banque se trouve exposée, lorsqu'elle développe ses crédits, à faire face, dans une proportion comparable, à des demandes de billets qui l'obligent, toutes choses restant égales, à faire appel au concours de la banque centrale et à passer sous le contrôle de celle-ci.

a) La politique du taux d'escompte

29. Le maniement du taux de l'escompte est longtemps demeuré le seul instrument du contrôle du crédit en France. Du fait que les banques n'ont pratiquement pas cessé depuis la guerre d'être « dans la Banque » — qui nourrit à elle seule plus du cinquième du portefeuille de papier à court terme détenu par le système bancaire —, toute variation du taux d'escompte se répercute sur les banques et, à travers elles, sur le coût des crédits bancaires à l'économie. Ces caractéristiques font de la manipulation du taux de l'escompte un instrument important de la politique monétaire et expliquent que les autorités aient modifié ce taux dix-

La liaison étroite existant en France entre les taux d'intérêt à court terme et les taux d'escompte de la banque centrale se manifeste en effet sur deux plans :

30. a. Au point de vue du financement des banques, le réescompte d'effets par la banque centrale tient une place essentielle dans l'alimentation des trésoreries bancaires en liquidités. Il joue ainsi le rôle de taux directeur du marché monétaire où s'effectuent les échanges de liquidités. L'importance des engagements des acteurs de ce marché envers la banque centrale explique que les taux des transactions y soient étroitement dépendants des taux de mobilisation pratiqués par l'institut d'émission.

En période d'abondantes liquidités sur le marché monétaire, les banques disposant de marges importantes sur leurs possibilités de réescompte évitent d'emprunter sur le marché à un taux supérieur à celui que leur applique la Banque de France ; le taux de l'argent au jour le jour tend donc à s'aligner sur le taux de l'escompte. Lorsqu'au contraire, le resserrement de leur trésorerie oblige les banques à épuiser leurs marges de réescompte, les taux du marché s'élèvent au-dessus du taux officiel de l'escompte.

31. b. Au regard du coût et du volume du crédit bancaire pour les utilisateurs – particuliers et entreprises –, l'influence du taux de la banque centrale s'explique surtout par la liaison existant entre le taux officiel de l'escompte et les taux d'intérêt débiteurs pratiqués par les banques.

Les taux d'intérêt débiteurs ont été en effet progressivement rattachés au taux de l'escompte de la Banque de France, étant entendu qu'il s'agit de taux minima, les taux effectifs dépendant de l'appréciation, par les banques, des risques particuliers de chaque opération. Les tarifs minima officiels, fixés par le Conseil national du crédit, comprenaient deux parties : un taux de base – égal au taux d'escompte – et diverses commissions. Les variations du taux de la banque centrale se répercutaient ainsi intégralement sur les tarifs minima applicables aux opérations de crédits pratiquées par les banques.

En vue d'assurer plus d'efficacité à l'arme du taux d'escompte, les autorités monétaires ont donné, en décembre 1959, une nouvelle définition du taux de base, désormais distinct du taux de la banque centrale, dès que celui-ci est inférieur à 3½% ou supérieur à 4½%. Chaque fois qu'à l'avenir, le taux d'escompte passera au-dessus ou au-dessous de ces limites, le taux de base servant à définir les conditions minima applicables à la clientèle ne sera modifié qu'à concurrence de 50% de l'écart avec ce montant de 4½% ou de 3½%. Il s'ensuit qu'en période d'argent cher, lorsque le taux de la Banque excédera 4,5%, les banques auront en principe intérêt à réduire leurs engagements vis-à-vis de la banque centrale, et par conséquent le volume de leurs crédits, avec plus d'énergie qu'elles ne le faisaient dans le passé lorsqu'elles avaient la possibilité de répercuter intégralement sur leurs clients les hausses du taux de la Banque. 123

Inversement, en période d'argent bon marché, le coût des crédits bancaires diminuera moins vite que le taux officiel de l'escompte et les banques auront intérêt à accroître leurs concours à l'économie, puisque les opérations de réescompte leur laisseront une marge de bénéfice plus large que dans le précédent système. Cette nouvelle réglementation doit normalement avoir pour résultat de limiter les incidences, sur les entrepreneurs, des modifications du taux de l'escompte destinées à agir sur la propension des banques, à accorder plus ou moins libéralement de nouveaux crédits.

32. Par la pratique de taux différenciés, la politique de l'escompte peut favoriser certaines formes de crédits ou certains secteurs de l'économie, en fonction des nécessités de la reconstruction, du rééquipement et du commerce extérieur.

C'est ainsi qu'en 1947 la Banque de France décida de réserver le bénéfice du taux ordinaire à l'escompte des effets commerciaux et des effets publics. Les effets financiers – représentatifs de découverts n'ayant pas pour cause une opération commerciale – supportèrent un taux majoré d'un demi-point.

Mais la Banque de France revint dès septembre 1948 au principe de l'uniformité des taux. Une exception à ce principe existe cependant depuis avril 1957 en faveur des crédits à l'exportation : le réescompte des créances nées sur l'étranger bénéficie depuis cette date d'un taux stable, inférieur au taux d'escompte ordinaire. Il est demeuré fixé à 3%, tandis que le taux d'escompte appliqué aux autres crédits a été modifié à plusieurs reprises, s'élevant jusqu'à 5% du milieu de l'année 1957 à l'automne de l'année 1958.

b) Les plafonds de réescompte

33. Mais la politique de l'escompte est surtout orientée dans le sens d'un contrôle quantitatif du crédit par le biais d'une action sur la liquidité des banques. La manoeuvre du taux de l'escompte se révèle en effet insuffisamment efficace pour limiter en période de hausse des prix la demande de crédits bancaires, ou pour restreindre l'offre de crédit par les banques si celles-ci disposent d'importantes liquidités.

La réglementation des *plafonds de réescompte*, établie en septembre 1948, constitue l'instrument essentiel de cette action sur la liquidité bancaire.

Déjà avant cette date, la plupart des banques s'étaient vu attribuer par la Banque de France un plafond de réescompte. Cette mesure n'avait toutefois pour objet que d'empêcher que chaque établissement, individuellement considéré, n'ait recours au réescompte dans une mesure que ne justifiaient ni son importance, ni surtout le montant de ses ressources propres. Les très grandes banques échappaient à cette règle, qui pouvaient largement faire appel au marché monétaire et de façon générale recouraient peu à cette époque au réescompte de la

34. A partir du moment où il a paru nécessaire de maintenir le portefeuille de réescompte de la Banque de France en dessous d'une certaine limite, les autorités monétaires ont estimé nécessaire de fixer un maximum de réescompte à tous les établissements, et de faire varier le montant global des plafonds en fonction de la conjoncture. Ces plafonds ont été fixés par la Banque de France, pour chaque banque, en fonction de la connaissance qu'elle avait des besoins de chacune d'entre elles.

Au cours de la période 1951-1957, leur montant global est progressivement passé de 1,85 milliard de NF à 6,20 milliards de NF. En juin 1957, la Banque de France décida de réduire ces plafonds de 20% en deux étapes de 10% à valoir les 10 juillet et 10 août de la même année, pour tenir compte des effets inflationnistes que pourraient avoir les avances qu'elle était simultanément obligée de consentir au Trésor. Un nouvel abaissement fut décidé en novembre qui les ramena à 65% du montant antérieur au 10 juillet. La Banque de France ayant consenti depuis lors, notamment en 1960 et au premier trimestre 1961, un certain nombre de relèvements individuels pour tenir compte de l'évolution intervenue dans la structure de certaines banques, les plafonds de réescompte atteignent aujourd'hui un montant de 6 milliards de NF environ.

A l'origine, les plafonds imposés individuellement à chaque établissement représentaient le maximum des encours possibles aux échéances de fin de mois. Entre deux de ces échéances, les banques pouvaient donc obtenir, au-dessus de leur plafond, des crédits qu'elles devaient rembourser avant le dernier jour du mois. Cette tolérance eut pour effet de rendre de plus en plus difficiles les remboursements de fin de mois, et d'obliger la Banque de France à accroître ses concours au marché monétaire.

Aussi à partir de 1951, la banque centrale n'accepta-t-elle plus de donner aux banques ayant atteint leurs plafonds la liquidité supplémentaire qui leur fait défaut qu'en prenant en pension leurs effets, à des taux supérieurs au taux normal de l'escompte. Ces taux de pénalité sont respectivement qualifiés «d'enfer» ou de «super-enfer» selon qu'ils s'appliquent aux escomptes accordés au-delà des plafonds dans la limite du dixième de ces plafonds, ou aux concours dépassant cette limite.

Cette innovation aboutit à imposer aux banques qui dépassent leurs plafonds une pénalité qu'elles doivent supporter sans pouvoir la répercuter automatiquement sur leurs clients. La Banque de France s'est attachée à rendre cette pénalité plus ou moins sensible en fonction de la situation, en en modifiant les taux à différentes reprises.

35. La fixation des plafonds de réescompte aurait perdu sa raison d'être si les banques, qui disposaient à la fin de la guerre d'un important portefeuille de bons du Trésor, avaient été laissées libres de les réescompter auprès de la banque centrale ou de ne pas les renouveler à leur échéance. Les banques ont

donc été simultanément invitées à conserver un portefeuille minimum de bons du Trésor. Cette réglementation des « planchers » d'effets publics – qui sera analysée au chapitre 5 ci-après – restreint ipso facto le volume des crédits que les banques peuvent consentir à leur clientèle.

36. Les banques disposent néanmoins de plusieurs « soupapes de sûreté » qui permettent de tempérer l'effet, sur leur liquidité, des mesures qui viennent d'être évoquées.

Pour se procurer des liquidités, elles peuvent d'abord demander à la Banque de France de leur escompter les bons du Trésor qu'elles détiennent en excédent du portefeuille minimum obligatoire, lorsque ces effets arrivent à moins de trois mois de leur échéance : la Banque de France escompte ces bons à taux fixe. En pratique cependant, leurs possibilités sont assez réduites, pour deux raisons. En premier lieu, la comparaison des taux à court terme a incité les banques, au cours des dernières années, à ne conserver en sus de « planchers » que le moins possible de bons « libres » – le volume global des bons « libres » correspondait plus en fait à une masse de manoeuvre incompressible qu'à une véritable réserve de liquidité. D'autre part, la Banque de France, qui n'est plus tenue depuis 1958 d'escompter automatiquement les bons du Trésor « bancables » des banques, a décidé le 16 décembre 1960 de subordonner l'escompte de ces effets à son accord préalable ; ces escomptes de bons du Trésor à moins de trois mois figuraient jusque là théoriquement dans le cadre de la politique d'open-market, mais leur caractère automatique leur enlevait en fait toute efficacité ; en les subordonnant à son accord préalable, la Banque a repris l'initiative en ce domaine et peut agir ainsi sur la liquidité du marché.

Mais la véritable soupape est constituée par la mobilisation « hors plafond » de certains effets portés par les banques.

Celles-ci peuvent d'abord, sans limitation, faire réescompter leur portefeuille d'effets représentatifs de créances nées sur l'étranger à moins de deux ans d'échéance, ainsi que leur portefeuille d'effets garantis par l'Office national interprofessionnel des céréales. Les titres de la seconde catégorie, souscrits par les organismes stockeurs, sont avalisés par l'Office des céréales et présentés au réescompte de la Banque de France, soit par la Caisse nationale de crédit agricole s'il s'agit d'effets souscrits par les coopératives officielles, soit par les banques s'il s'agit d'effets souscrits par les coopératives libres.

Les banques disposent surtout de la possibilité de mobiliser, sans limitation, leurs *effets représentatifs de crédits à moyen terme* auprès du Crédit national ou de la Caisse des dépôts, ces deux organismes ayant de leur côté la faculté de faire réescompter ces mêmes effets à la Banque de France.

126 Du point de vue du contrôle de la liquidité des banques, l'admission au réescompte, hors plafond, des effets à moyen terme, rend aux trésoreries

bancaires une partie de la souplesse que leur a retirée le mécanisme des plafonds de réescompte. Dans les périodes de contraction de leurs liquidités, les banques auront tendance à mobiliser systématiquement les effets à moyen terme, sans les nourrir elles-mêmes : la « soupape » joue alors avec son plein effet, en fonction du rythme de création des crédits de cette nature.

Quand, en revanche, leur trésorerie est à l'aise, les banques auront tendance à conserver dans leur portefeuille des effets à moyen terme – dont la mobilisation est généralement pour elles plus coûteuse que celle des effets ordinaires – plutôt qu'à reprendre ces derniers effets à la banque centrale.

On verra ci-après, au chapitre 5, comment le jeu de ces soupapes s'est trouvé réduit par l'institution, à la fin de 1960, du « coefficient de trésorerie ».

CHAPITRE 4

LES INTERVENTIONS D'OPEN-MARKET

37. L'utilisation de la technique d'open-market comme moyen d'action sur le marché monétaire suppose un certain nombre de conditions qui ne sont pas réunies en France, à la différence de certains autres pays de la Communauté. Aussi, les interventions de la banque centrale par cette voie poursuivent-elles généralement des objectifs plus modestes et ne jouent-elles qu'un rôle subsidiaire dans le contrôle de la liquidité bancaire.

a) Leurs bases juridiques et techniques

38. Les interventions de la Banque de France sur le marché libre n'ont été autorisées qu'à une époque relativement récente. C'est par un décret-loi du 17 juin 1938, que la Banque de France reçut pouvoir, « en vue d'agir sur le volume du crédit et de régulariser le marché monétaire », d'acheter, sur le marché libre, dans les limites et aux conditions fixées par le conseil général de la Banque, des effets négociables publics à court terme et des effets privés admissibles à l'es-compte, et de revendre, sans endos, les effets précédemment acquis.

Ainsi, les opérations de la banque centrale sur le marché libre ne peuvent pas porter sur des titres à long terme. Elles concernent exclusivement :

- a) des bons du Trésor ;
- b) certains effets à court terme (billets de la S.N.C.F., acceptations de banque, effets garantis inconditionnellement par la Caisse nationale des marchés de l'Etat, effets avalisés par une banque et relatifs au commerce d'exportation) ;
- c) les effets représentatifs de créances nées à court terme sur l'étranger.

La réglementation bancaire interdisant aux banques de dépôts de recevoir du public des dépôts à plus de deux ans d'échéance, celles-ci ont été amenées, par prudence et par tradition, à ne pas effectuer de placements en valeurs à long terme en contrepartie de leurs dépôts ; elles ne traitent donc pas, sur le marché, d'opérations sur des effets à long terme, entre elles ou avec la banque centrale.

Cette abstention traditionnelle du système bancaire français sur le marché
128 des titres à long terme entretient un certain cloisonnement des marchés monétaire

et financier, et restreint les possibilités d'ajustement des besoins des capitaux des deux catégories de marchés de capitaux : l'interdépendance entre le marché monétaire et le marché financier est ainsi moindre en France que dans d'autres pays.

b) Leur caractère limité

39. Les possibilités d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire, afin de faire varier la liquidité du système bancaire, sont donc relativement étroites.

Les effets que l'institut d'émission détient du fait de ses interventions sur le marché monétaire figurent, à son bilan, au poste des « effets négociables achetés en France ». Le montant du portefeuille d'effets négociables détenus par l'institut d'émission oscille depuis quelques années entre 2 et 3 milliards de NF, ce dernier chiffre étant rarement dépassé. Ce niveau relativement modeste témoigne du rôle secondaire qui est réservé en France à la politique d'open-market.

Le caractère limité des opérations de la banque centrale sur le marché libre apparaît notamment dans le volume de ses achats de bons du Trésor : en dix ans, de 1948 à 1958, le volume des effets publics à court terme portés par la Banque de France est resté pratiquement stable, alors que le portefeuille de ces mêmes effets détenus par les banques s'est dans le même temps accru de près de 5 milliards de NF.

Au demeurant, la politique d'open-market a été, en France, utilisée surtout à sens unique, au cours d'une période où le marché a souffert presque en permanence d'un manque de disponibilités. Les achats de bons et d'effets par la Banque de France étaient simplement ralentis ou accélérés selon les nécessités du moment.

40. Les interventions de la Banque de France prennent la forme soit d'achats fermes, soit de prises en pension. Elles ont un sens différent selon le compartiment du marché monétaire qu'elles affectent : effets publics (bons du Trésor) ou effets privés.

Sur le marché des bons du Trésor, la Banque de France intervient surtout par achats fermes. Elle pratique généralement un taux fixe pour ses achats de bons du Trésor « bancables » — achats auxquels elle n'est plus tenue depuis 1958 — et le taux du marché lorsque ses opérations portent sur des bons à plus de trois mois d'échéance. Son action tend ainsi à faciliter la rotation des portefeuilles bancaires et l'aménagement des échéances à l'intérieur de ces portefeuilles.

Sur le marché des effets privés – qui est depuis plusieurs années le véritable marché de l'argent au jour le jour – les interventions de la Banque de France prennent au contraire la forme exclusive de pensions à très courte durée (un jour généralement) et à taux fixe, en fait au taux de l'escompte. Ces opérations visent à assurer l'équilibre du marché monétaire à très court terme sans influencer sur sa tendance de fond. Leur volume, d'une façon générale, se gonfle très rapidement en fin de mois, pour se dégonfler aussi vite, l'échéance passée.

Les pensions d'effets privés ont été progressivement instaurées au cours des années 1948 à 1951 pour assouplir la politique de limitation du réescompte; en octobre 1951, on a craint que ces nouvelles possibilités ne servent à tourner la réglementation en vigueur et des « limites » furent fixées à chaque établissement pour les recours sur effets privés à l'open-market.

Toutefois, la Banque achète hors limite, selon des modalités voisines de celles de l'escompte, les acceptations ou avals de banque relatifs à des créances nées sur l'étranger, lorsque celles-ci sont à moins de deux ans d'échéance. Ces achats, qui sont effectués au taux préférentiel de 3% ont pris, ces dernières années, une certaine ampleur.

Les interventions de la Banque de France sur le marché libre ont ainsi un caractère essentiellement technique et marginal. Elles ne tendent qu'à compléter sur le marché monétaire l'action principale qu'exerce la banque centrale sur le volume des liquidités bancaires par la voie traditionnelle, en France, du réescompte des effets de commerce.

CHAPITRE 5

L'ACTION DIRECTE SUR LES ACTIFS BANCAIRES: PLANCHERS DE BONS DU TRESOR ET COEFFICIENT DE TRESORERIE

41. Les caractéristiques de la structure monétaire et bancaire de la France et l'efficacité de la politique d'escompte ont rendu inutile l'instauration d'un système de « réserves obligatoires » semblable à celui qui fonctionne aux Etats-Unis et, plus récemment, en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas.

Tel qu'il est organisé dans ces pays, le mécanisme des réserves obligatoires consiste dans l'obligation pour les banques de détenir des avoirs en compte à la banque centrale, à concurrence d'un montant minimum calculé en pourcentage de leurs exigibilités.

La nécessité d'un système de réserves sous sa forme stricte n'a pas été ressentie en France, en raison de la dépendance dans laquelle se trouvent les banques vis-à-vis de la banque centrale. Au surplus, se trouve organisé depuis 1948 un mécanisme, celui des « planchers » d'effets publics, qui, complété en 1960 par la réglementation du coefficient de trésorerie, exerce sur la liquidité bancaire une action qui s'apparente à celle des réserves obligatoires.

42. L'obligation faite aux banques de dépôts de respecter un « *coefficient de liquidité* » répond à d'autres considérations que celles de la politique monétaire. Selon cette règle, les actifs liquides des banques de dépôts – c'est-à-dire les avoirs en caisse, au Trésor, aux chèques postaux et à l'institut d'émission, les bons du Trésor, les effets mobilisables à la banque centrale et les titres négociables – doivent représenter 60% au moins des exigibilités à vue et à court terme (moins de trois mois) de l'établissement considéré. Cette disposition a été conçue simplement comme une règle de sécurité garantissant aux déposants le retrait à tout moment de leurs disponibilités confiées aux banques. Elle a néanmoins facilité le contrôle de la Banque de France sur la politique de crédit des banques, puisque la Commission de contrôle des banques, chargée de veiller au respect de ces décisions, n'admet de faire entrer les effets financiers (par opposition aux effets commerciaux) dans le calcul de ce coefficient que s'ils ont fait l'objet d'un accord de réescompte de la Banque.

43. En application de la règle des « *planchers* » d'effets publics instituée en 1948 pour assurer l'efficacité du mécanisme des « plafonds » de réescompte, les banques avaient été soumises à l'obligation de conserver le portefeuille des bons du Trésor qu'elles détenaient au 30 septembre 1948, et d'employer en souscriptions nouvelles de bons 20% des dépôts nouveaux reçus par elles.

A l'époque, cette obligation ne faisait qu'entériner une situation de fait, en raison de l'important portefeuille de bons du Trésor détenu par l'ensemble des banques. La « réserve » ainsi bloquée en effets publics représentait pratiquement, en moyenne, 28% des dépôts bancaires à la fin de 1948. Par la suite ce taux fléchit quelque peu et il fut officiellement fixé à 25% lors d'un remaniement technique des modalités de calcul des « planchers » en 1956. Désormais, toute augmentation des dépôts dans les banques se trouvait – sous réserve des délais laissés aux banques pour ajuster leurs portefeuilles de bons – automatiquement employée en bons du Trésor, à concurrence du quart des dépôts nouveaux.

Ainsi conçue, la technique des « planchers » renforçait les moyens d'action des autorités monétaires, tout en mettant la trésorerie publique à l'abri d'une déconsolidation brutale de la dette publique à court terme portée par le système bancaire.

44. La technique des planchers d'effets publics et des plafonds de réescompte a paru un moyen de contrôle suffisant du volume du crédit au cours de dix années (1948 - 1958) marquées, sauf en 1954 - 1955, par une tension quasi permanente des trésoreries bancaires.

Mais à la faveur de très fortes rentrées de devises consécutives au redressement de la balance des paiements, les banques se sont constitué au cours des années 1959 et 1960 d'importantes réserves de liquidités en effets à moyen terme, c'est-à-dire en effets réescomptables hors plafond auprès de la Banque de France. Au début de l'année 1960, les portefeuilles d'effets à moyen terme détenus par les banques s'élevaient à quelque 4 milliards de NF. L'importance de ces recours possibles à la Banque de France risquait de laisser désarmées les autorités monétaires dans le cas où se produirait un développement excessif de la demande de crédits.

45. Les autorités monétaires ont ainsi été conduites à compléter les dispositions relatives au blocage d'une fraction des actifs bancaires.

Par une délibération du 6 octobre 1960, le Conseil national du crédit a décidé l'institution d'un « coefficient de trésorerie », destiné à obliger les banques à financer elles-mêmes, sur leurs ressources courantes, une partie des crédits qui, dans la réglementation jusque là en vigueur, étaient soustraits au régime des plafonds de réescompte.

Techniquement, le coefficient de trésorerie oblige les banques à maintenir un rapport minimum entre certains éléments de leur actif liquide ou mobilisable et certains éléments de leur passif exigible à vue ou à terme.

Le coefficient qui, au dénominateur, réunit les mêmes éléments du passif que ceux retenus pour le calcul des planchers d'effets publics, – c'est-à-dire, d'une manière générale, les exigibilités des banques –, comprend au numérateur

132 les éléments d'actif suivants :

- les avoirs liquides (caisse, avoirs à la Banque de France et aux chèques postaux);
- les bons du Trésor (y compris ceux inclus dans les « planchers »);
- les effets mobilisables hors plafond à la Banque de France, c'est-à-dire: les effets représentatifs de crédits à moyen terme, les effets avalisés par l'Office des céréales, et les effets à court terme représentatifs de créances nées sur l'étranger.

En généralisant le système des « planchers », le mécanisme nouvellement créé donne aux autorités monétaires la possibilité d'agir sur la liquidité bancaire, tout en évitant de surcharger les comptes d'exploitation des banques, celles-ci continuant à bénéficier de la rémunération des éléments d'actif inclus dans le coefficient.

46. La Banque de France est chargée de fixer le taux du coefficient de trésorerie, dans les limites fixées par le comité des dépôts du Conseil national du crédit, soit actuellement entre 35% et 15%.

Le coefficient de trésorerie a été mis en application à compter du 31 janvier 1961 et fixé à 30% par une instruction de la Banque de France. Il a été porté à 32% à compter du 28 février 1962. A la suite d'une décision du ministère des finances, le pourcentage de bons du Trésor par rapport aux exigibilités, a été, à l'intérieur du coefficient, abaissé de 25% à 20%. L'aisance de la trésorerie publique a conduit à de nouveaux abaissements du taux des « planchers » de bons du Trésor, ramené à 17,5% le 30 juin 1961, puis à 15% à compter du 31 mars 1962.

Les baisses du taux des planchers, à l'intérieur du coefficient de trésorerie, ont pour effet automatique de bloquer, à due concurrence, un montant supplémentaire d'effets à moyen terme dans les actifs des banques.

La mise en oeuvre du coefficient de trésorerie n'a pas entraîné de réduction immédiate de la liquidité des banques, le pourcentage ayant été volontairement fixé à un niveau qui entérinait la situation existante. Mais le maniement de ce taux peut, dans l'avenir, donner aux autorités monétaires un moyen d'action efficace pour empêcher tout accroissement important de la liquidité bancaire de provoquer une poussée exagérée des crédits à l'économie, comme à l'inverse pour éviter un fléchissement excessif du volume de ces crédits, à la suite d'un resserrement des trésoreries bancaires.

CHAPITRE 6

LE CONTROLE DIRECT DES CREDITS BANCAIRES A L'ECONOMIE

47. Le contrôle direct des crédits à l'économie est apparu au lendemain de la guerre comme le complément naturel de la politique d'intervention de l'Etat dans la vie économique. Utilisé d'abord pour permettre que la répartition des moyens de financement entre les différents secteurs ne s'écarte pas trop sensiblement des ressources réelles effectivement disponibles, il l'a été ensuite pour faciliter l'exécution du programme de reconstruction et de modernisation entrepris dans le cadre du plan Monnet. Son importance a diminué à partir de 1948 au fur et à mesure qu'ont été mis en place les moyens permettant d'agir directement sur la liquidité des banques. Son rôle demeure néanmoins déterminant dans certains circuits de financement (moyen terme, ventes à tempérament).

48. Ces interventions directes n'ont été rendues possibles que grâce au réseau d'information détaillé que met à la disposition du Conseil national du crédit le service central des risques. Celui-ci, créé en mars 1946 et profondément remanié en 1948, est géré par la Banque de France ; il a un double but : permettre aux autorités monétaires de connaître la répartition du crédit entre une centaine de branches d'activité, et informer les banques sur l'ensemble des crédits accordés à la même entreprise. Les banques sont tenues de communiquer mensuellement les crédits ouverts au nom de chaque entreprise, et les montants effectivement utilisés, chaque fois que les crédits ouverts excèdent 100 000 NF pour les escomptes d'effets commerciaux et d'effets à court terme assortis d'un engagement de la Caisse nationale des marchés de l'Etat, et de 50 000 NF pour les crédits d'une autre nature. La proportion des crédits ainsi recensés par rapport au total des crédits bancaires est passée de 45% en 1946 à 85% environ aujourd'hui. Le service central des risques et ses bureaux locaux communiquent automatiquement chaque mois aux banques le montant, par catégories, des crédits ouverts et utilisés au nom de chacun des bénéficiaires qui ont fait l'objet d'une déclaration de leur part. Toute divulgation de ces renseignements particuliers à des tiers est interdite. Suivant les mêmes modalités, une centralisation semestrielle permet de recenser certaines catégories de crédits (escomptes indirects, crédits à l'exportation etc.) qui ne sont pas individualisées dans les déclarations mensuelles.

49. Cet instrument a permis aux autorités d'agir directement sur le volume du crédit dans tel ou tel secteur de l'activité économique. Ainsi les banques ont-elles été invitées à différentes reprises à limiter leur concours au stockage des vins (1948 à 1950 et 1957 à 1958), aux industries du cuir (1948), ou au contraire

à accorder plus libéralement les crédits d'embouche (1949) ou les crédits à l'exportation. Ces dispositions ont été prises dans des formes variées allant de la simple recommandation à la prohibition de tout octroi de crédits.

Une forme d'intervention différente et de caractère beaucoup plus général a consisté à attirer l'attention des banques sur la nécessité de ne pas prendre seulement en considération dans l'octroi de leurs crédits la solvabilité de leurs emprunteurs, mais aussi l'utilité économique de l'emprunt demandé et le caractère ou non indispensable de fonds sollicités. L'effet de ces instructions s'est trouvé renforcé par l'obligation faite aux banques d'exiger de leurs clients la constitution d'un dossier détaillé, et d'obtenir l'autorisation préalable de la Banque pour les opérations dépassant un certain montant.

50. Par une décision de janvier 1947, les banques ont été invitées à exiger des entreprises, avant tout examen de demande de crédit (autre que caution, aval, escompte d'effets publics et d'effets commerciaux), la remise d'un dossier dont la Banque de France peut demander communication et comprenant notamment :

- les bilans des trois derniers exercices de l'entreprise ;
- une situation provisoire récente mentionnant en particulier la valeur approximative des stocks de matières premières et de produits finis, la composition du portefeuille-titres de l'entreprise, la liste de ses débiteurs ;
- une note indiquant le total des concours bancaires déjà obtenus, exposant le programme d'emploi et d'amortissement du crédit demandé, justifiant enfin que les besoins de trésorerie exposés ne peuvent être satisfaits par d'autres moyens, notamment par une accélération des ventes.

51. Depuis la même date, les demandes de crédit (définies comme au paragraphe précédent) qui portent ou sont susceptibles de porter le total des crédits ouverts par une ou plusieurs banques à une même entreprise au-delà d'un montant donné, ne peuvent être satisfaites qu'après que la Banque de France ait autorisé cette opération. Cette procédure dite de l'« autorisation préalable » était à l'origine applicable aux crédits de 300 000 NF et plus. Ce seuil a été progressivement relevé et porté à 500 000 NF en février 1948, à 1 million de NF en avril 1950, à 5 millions de NF en octobre 1951, enfin à 10 millions de NF en juillet 1959. La Banque de France exige à cette occasion toutes les justifications qui s'imposent (bilan, compte de profits et pertes, chiffre d'affaires, etc.) et s'efforce autant que possible de réserver les facilités de crédit aux entreprises exerçant une activité utile pour l'économie. Il convient de signaler que, depuis 1951, la procédure de l'autorisation préalable englobe également les effets commerciaux.

Les possibilités d'intervention de la banque centrale sont encore renforcées par le fait que, traditionnellement, les effets non commerciaux ne sont réescomptables que dans la mesure où ils ont bénéficié, au préalable, d'un accord de réescompte.

52. Une procédure analogue s'applique aux *crédits à moyen terme mobilisables*, consentis pour une durée de deux à cinq ans, et qui peuvent donner lieu à réescompte auprès d'un organisme spécialisé (cf. par. 11) par remise d'effets créés à trois mois d'échéance et renouvelables. Si ces effets sont admis hors plafond au réescompte de la Banque de France, leur création suppose l'approbation de la banque centrale. Suivant les cas, l'intervention de l'institut d'émission revêt trois formes distinctes : tantôt la banque centrale est représentée au comité chargé de statuer sur les demandes de prêts présentées à l'organisme réescompteur appelé à participer au financement ; tantôt, elle fixe à l'organisme réescompteur une limite globale au réescompte d'une catégorie de crédits ; tantôt enfin, elle obtient de cet organisme ou des pouvoirs publics la limitation de certaines opérations.

C'est un contrôle de premier type qui s'exerce sur les crédits à moyen terme ordinaires destinés à l'équipement des entreprises industrielles et commerciales, et au financement des exportations. L'équipement des entreprises agricoles est au contraire soumis à une limitation globale du réescompte de la Banque de France. Enfin, il a été prévu en juillet 1957, que les entreprises nationalisées ne pourraient financer par des crédits bancaires que le cinquième de leurs programmes d'investissement et, en janvier 1959, qu'elles n'auraient la faculté de recourir à de tels crédits que dans la limite approximative des amortissements de prêts antérieurs.

En ce qui concerne les crédits à moyen terme à la construction, accordés sous forme de prêts spéciaux à cinq ans, en application de la loi du 21 juillet 1950, le ministère des finances et la Banque de France veillent, depuis 1958, à ce que les ouvertures de crédit accordées pendant l'exercice soient maintenues à un niveau voisin de celui des crédits échus dans la même intervalle. A leur échéance, ces crédits sont consolidés, pour quinze années supplémentaires, par le Crédit foncier, principalement sur des fonds publics reçus du Trésor par le canal de la Caisse de consolidation et de mobilisation des crédits à moyen terme et sur le produit des emprunts à long terme que lui-même émet sur le marché financier.

53. Le *crédit à la consommation* a été soumis à un contrôle spécifique à l'époque relativement récente où les ventes à tempérament ont commencé à prendre, en France, quelque importance.

L'adoption par le Conseil national du crédit de mesures destinées à contrôler le développement des ventes à tempérament date du 28 juillet 1954. La réglementation en vigueur comporte une limitation de la durée des crédits et la fixation d'un minimum de versement au comptant. Lorsque l'opération est financée par une banque ou par un établissement financier, une autre limitation intervient : le montant des encours de crédits de cette nature est limité à un multiple des ressources propres de l'établissement considéré.

Les règles en vigueur sont assouplies ou resserrées en fonction de la conjoncture générale et de l'évolution des marchés des différents biens vendus à

tempérament. C'est ainsi par exemple, que depuis juillet 1958, le montant du versement au comptant est moins élevé, et la durée maximum du crédit plus longue, pour les appareils électroménagers et les postes de radiodiffusion et de télévision que pour les voitures automobiles. L'évolution des encours de crédits à la consommation montre l'efficacité des mesures de freinage appliquées notamment en 1956 - 1957 et des mesures de desserrement prises en 1958 - 1959. Mais le volume des ventes à tempérament est demeuré jusqu'ici de trop faible importance en France pour que les incidences des mesures prises puissent être isolées des autres facteurs qui agissent sur la conjoncture.

54. Enfin, les autorités monétaires ont pour une brève période, limité le volume global des encours de crédits de toute nature — à court terme comme à moyen terme — des banques, au montant correspondant pour chacune d'elles au niveau du dernier trimestre 1957 ; une marge supplémentaire de 3% était réservée pour les crédits nouveaux à l'exportation. Ces décisions, prises le 7 février 1958, ont été abolies le 5 février 1959.

CHAPITRE 7

LES RELATIONS DU TRESOR AVEC LE SYSTEME BANCAIRE

55. Comme on l'a observé précédemment (cf. par. 27), les opérations du Trésor apparaissent sur le marché monétaire comme l'un des facteurs qui agissent sur les trésoreries bancaires. Il reste à préciser comment la gestion de la trésorerie publique exerce une influence sur la liquidité des banques.

a) Les diverses fonctions du Trésor

56. Le Trésor occupe une place importante dans le système monétaire français. En effet, à la différence de ce qui se passe dans certains autres pays, le Trésor ne joue pas seulement — directement grâce à son propre réseau de comptables publics — le rôle de caissier de l'Etat et d'un certain nombre de collectivités et d'établissements groupés sous l'appellation de « correspondants »; il exerce aussi des fonctions monétaires et bancaires.

L'activité du Trésor s'apparente en effet à celle d'une banque dans la mesure où il participe lui-même, sous plusieurs formes, à la création monétaire. Le rôle de banque de dépôts joué par le Trésor ne se limite d'ailleurs pas aux deux catégories de fonds mentionnées ci-dessus au paragraphe 16 et classées dans les statistiques du Conseil national du crédit parmi les éléments de la masse monétaire (chèques postaux et « fonds particuliers » des comptables).

Le Trésor est en effet le dépositaire d'un grand nombre de fonds dont le caractère public est plus ou moins marqué. Il assure les services de caisse, non seulement de l'Etat, mais des budgets annexes, des collectivités locales, et recueille les disponibilités d'un grand nombre d'autres « correspondants » publics ou semi-publics, dont certains sont des organismes de crédit spécialisé (Caisse des dépôts, Crédit agricole, Crédit national, etc.), d'autres des établissements à caractère industriel ou commercial (entreprises nationales du secteur de l'énergie, S.N.C.F., Office des céréales, Office de l'azote, Potasses d'Alsace, etc.).

La situation de la trésorerie publique ne dépend donc pas seulement des opérations strictement budgétaires de l'Etat, mais aussi d'un grand nombre d'opérations faites à l'initiative ou pour le compte de correspondants du Trésor. Les unes et les autres ne modifient d'ailleurs la liquidité du Trésor qu'autant qu'elles correspondent à des règlements avec le système bancaire, qui ne peuvent s'effectuer que par l'intermédiaire de la banque centrale, puisque le Trésor n'entretient pas de comptes dans les banques ordinaires.

57. Parmi les fonctions « bancaires » du Trésor, il en est une qui mérite d'être examinée à part, car elle met en jeu les relations monétaires entre les divers pays de la zone franc. Le Trésor exerce en effet une fonction de change à l'intérieur de cette zone, en jouant vis-à-vis des instituts d'émission d'outre-mer le rôle d'une banque centrale, créant et annulant des liquidités à l'occasion des transferts entre la France et le reste de la zone franc.

Entre la zone franc et les zones monétaires étrangères, les transferts sont assurés au moyen du Fonds de stabilisation des changes qui — géré par la Banque de France — n'est plus en relation directe avec le Trésor depuis la réforme dont il a fait l'objet en 1949. Auparavant, l'excédent ou le déficit de la balance des comptes entraînait, par le jeu d'un mécanisme d'avances en francs du Trésor au Fonds, un décaissement ou une recette pour la trésorerie publique. Depuis 1949, les francs créés ou détruits à l'occasion des mouvements de devises étrangères sont fournis ou reçus directement par la Banque de France.

Pour les transferts monétaires entre les pays de la zone franc, l'échange de moyens de paiement entre la France et les instituts d'émission d'outre-mer s'effectue par l'intermédiaire du Trésor. Celui-ci s'est engagé à fournir aux instituts d'émission des pays et territoires de la zone franc d'outre-mer les sommes en francs métropolitains dont ils ont besoin, à charge pour eux de mettre à sa disposition les ressources en monnaie locale correspondant aux transferts vers l'outre-mer. Ainsi les règlements monétaires de la France avec le reste de la zone franc ne sont-ils pas retracés au même poste des contreparties de la masse monétaire que les règlements avec l'étranger. Ils n'affectent pas le poste « or et devises » de la Banque de France, mais celui des « créances sur le Trésor public »¹.

Les mécanismes en vigueur conduisent à distinguer, du point de vue de leur incidence sur la situation monétaire interne, entre les transferts de capitaux privés et les opérations publiques.

Seuls les transferts privés entre la France et les pays d'outre-mer ont pour effet de modifier la masse monétaire interne et d'entraîner une variation de l'endettement du Trésor vis-à-vis du système bancaire. Lorsque des moyens monétaires appartenant à des particuliers ou à des entreprises sont transférés de France vers l'outre-mer, ils viennent gonfler les avoirs en francs déposés au Trésor par les instituts d'émission intéressés et permettant au Trésor de rembourser pour un égal montant les avances de la Banque de France.

En revanche, lorsque le Trésor exécute des virements à destination des pays d'outre-mer, il inscrit directement les fonds correspondants au crédit des comptes ouverts dans ses écritures aux instituts d'émission intéressés, sans

¹ Les banques centrales de la Tunisie et du Maroc sont depuis 1959 correspondantes de la Banque de France et non plus du Trésor public. Les règlements entre ces deux pays et le reste de la zone franc n'affectent donc plus le Trésor et doivent être assimilés aux règlements avec l'étranger.

que cette opération ait pour effet de modifier la masse monétaire intérieure ni le montant de ses « contreparties ».

En fait, la balance des comptes des pays d'outre-mer avec la France résulte, au cours de ces dernières années, d'un relatif équilibre entre ces deux catégories de transferts, le solde des transferts « publics » de France vers l'outre-mer tendant à compenser, voire dépasser légèrement, le solde de sens inverse des règlements de nature commerciale et privée. Le solde des transferts « privés » de l'outre-mer vers la France s'exerce donc normalement dans le sens de l'expansion monétaire intérieure et traduit le retour en France, par la voie « privée », des capitaux mis en circulation outre-mer par la voie « publique »,

On remarquera que ces mécanismes ne sont pas susceptibles d'une observation statistique rigoureuse. Il est sans doute possible de distraire des « créances sur le Trésor public » la contrepartie des variations de la masse monétaire qui résulte des transferts privés entre la métropole et le reste de la zone franc. Mais cette opération demeure entachée d'un certain arbitraire : outre que les transferts privés ne peuvent pas toujours être aisément distingués des opérations publiques, elle se heurte au principe de l'unité de la trésorerie publique.

b) La liquidité du Trésor

58. En définitive, les activités du Trésor affectent le système bancaire sous deux formes. En tant que banque, le Trésor dispose de la faculté d'accroître ou de réduire le volume des disponibilités monétaires. En tant qu'agent d'exécution des lois de finances et des opérations des « correspondants du Trésor » et des instituts d'émission d'outre-mer, il doit être quotidiennement à même d'assurer les transferts de son espace monétaire vers le système bancaire, en se procurant les avoirs à la Banque de France que ces virements nécessitent, par appel aux banques (organismes spécialisés compris) ou, au besoin, à la banque centrale elle-même.

Il ne faut naturellement pas exagérer la distinction entre ces deux rôles qui, dans la pratique, se trouvent complètement confondus. A ne pas les distinguer, on court toutefois le risque de confondre le déficit budgétaire de l'Etat et les fluctuations de la trésorerie, alors qu'il n'existe pas entre ces deux problèmes de corrélation absolument étroite, en raison tant des dépenses que l'Etat supporte outre-mer que de la façon dont le Trésor finance ses charges en francs métropolitains.

59. N'étant pratiquement pas compensées par des recettes, les dépenses budgétaires de l'Etat exécutées dans les pays d'outre-mer de la zone franc s'identifient grosso modo au déficit qui y est constaté. En 1956, sur un déficit général des lois de finances de 10,04 milliards de NF, près des trois cinquièmes
140 (soit 5,90 milliards) concernaient les opérations effectuées outre-mer. Dans les

dernières années, l'accroissement des charges supportées dans ces pays et la réduction du « découvert » budgétaire global ont eu pour effet de concentrer sur l'outre-mer la totalité de ce déficit: en 1960, le « découvert » effectif de 4,15 milliards de NF recouvre un excédent de 2,53 milliards pour les opérations en France et à l'étranger, et un déficit de 6,68 milliards pour les opérations outre-mer.

Le déficit des lois de finances n'a donc qu'une incidence directe très faible sur le système monétaire métropolitain et sur la liquidité du Trésor. Les charges à financer outre-mer sont en effet couvertes par des ressources de trésorerie en monnaie locale représentant pour l'essentiel la contrevaletur en cette monnaie des fonds privés transférés vers la métropole.

Mais le jeu même des transferts privés en provenance d'outre-mer exerce une incidence indirecte sur le système monétaire français et fait peser sur la trésorerie métropolitaine une charge finalement équivalente, voire supérieure, au déficit réalisé outre-mer. C'est ainsi qu'en 1960, face à un déficit d'outre-mer (c'est-à-dire pratiquement les fonds publics dépensés dans ces pays) de 6,68 milliards, le solde net des transferts privés vers la France atteint 7,34 milliards. (En 1956, les chiffres correspondants étaient 5,90 milliards et 5,49 milliards).

60. L'importance du déficit ou celle des charges résultant des transferts monétaires d'outre-mer ne signifie pas nécessairement que le Trésor éprouve des difficultés de trésorerie.

Sans doute la faculté qu'il a de créer de la monnaie est-elle limitée par la confiance que celle-ci inspire à ses détenteurs, et par l'impossibilité dans laquelle lui-même se trouve d'accroître arbitrairement la part des disponibilités monétaires détenues par les particuliers et les entreprises en monnaie postale, puisque ceux-ci disposent du droit de demander la transformation de leurs avoirs en billets, en devises (sous réserve de la réglementation des changes) ou en dépôts bancaires.

Mais l'évolution du compte du Trésor auprès de la Banque de France dépend surtout, d'une part, de la correspondance dans le temps des recettes et des dépenses publiques et, d'autre part, des concours qu'il peut trouver auprès des banques et des organismes spécialisés.

61. Le Trésor doit être à tout moment capable d'exécuter les opérations résultant de l'exécution de la loi de finances ou celles demandées par les « correspondants du Trésor » (et en particulier les postes agissant pour le compte des titulaires de comptes chèques postaux) ou les instituts d'émission d'outre-mer. Ces transferts ne soulèvent pour lui aucun problème tant qu'ils se bornent à ne nécessiter qu'un jeu d'écritures entre ces trois catégories (et à plus forte raison entre déposants appartenant à la même catégorie). Ils interviennent à l'intérieur de son propre espace monétaire et n'affectent donc ses relations ni avec l'institut d'émission, ni avec les banques.

Il en est tout autrement si l'une ou l'autre de ces catégories d'opérateurs lui demande un transfert en billets, en devises étrangères, ou en monnaie scripturale auprès d'une banque. Dans les trois cas, le Trésor ne peut satisfaire à ces ordres que par le débit de son compte auprès de la Banque de France. Chacune de ces opérations se traduit donc par une diminution de ses encaisses auprès de l'institut d'émission, qui met en péril sa liquidité, s'il ne peut simultanément attirer vers lui, par l'une quelconque de ces trois voies, un montant correspondant de ressources nouvelles sous forme de dépôts ou de souscriptions d'effets publics. En d'autres termes, de la fermeture de son « circuit » dépend ou non l'obligation pour lui de faire appel au concours de la Banque de France.

Le Trésor dispose de peu de moyens d'agir sur le volume de ces transferts. Les taux d'intérêt des effets publics étant traditionnellement stables en France – pour les raisons qui seront indiquées ci-après –, ces mouvements ne peuvent en effet être fonction que de la liquidité plus ou moins grande de l'économie et des banques, et en particulier de l'effet sur elles de la balance des paiements. En l'état actuel des choses, le Trésor reste très dépendant des influences générales qui s'exercent sur l'économie.

c) La politique des taux d'intérêt à court terme

62. Le système des émissions à court terme du Trésor porte la marque de la spécialisation très poussée et du relatif cloisonnement des mécanismes de financement à court terme en France.

Il n'existe pas en effet, à proprement parler, en France, comme dans certains pays étrangers, de véritable marché monétaire où se confronteraient et s'équilibreraient, par le libre jeu des taux d'intérêt, l'offre et la demande de capitaux à court terme.

– Les particuliers et les entreprises se procurent les capitaux à court terme par relations directes auprès des banques. Les conditions des crédits bancaires relèvent de barèmes fixés pour l'ensemble de la profession bancaires en fonction du taux de l'escompte de la banque centrale (cf. par. 31);

– Quant au Trésor, il fait appel soit aux épargnes liquides des particuliers et des entreprises par ses émissions de bons sur formules, soit aux liquidités bancaires par ses émissions de bons en comptes courants.

Les émissions de bons sur formules constituent, avec les dépôts dans les caisses d'épargne et les dépôts à terme dans les banques, l'une des trois formes de placements offertes aux épargnes liquides du public. Elles s'adressent essentiellement à une clientèle d'épargnants peu intéressés par les placements en Bourse et peu sensibles aux fluctuations des taux d'intérêts.

Les bons en comptes courants sont pratiquement réservés aux banques pour lesquelles ils constituent l'emploi obligatoire d'une fraction de leurs dépôts en vertu de la réglementation des « planchers ». A concurrence du volume commandé par le taux de ces planchers, les banques n'ont donc pas de faculté de s'abstenir de souscrire des bons ou d'en discuter les conditions.

63. Les indications qui précèdent permettent de comprendre pourquoi le Trésor français n'est pas conduit à modifier aussi fréquemment qu'en d'autres pays, le volume et les taux de ses émissions à court terme.

S'il interrompait ses émissions de bons du Trésor sur formules (ou s'il en modifiait trop fréquemment les conditions), il risquerait d'altérer le bon fonctionnement d'un mécanisme d'épargne particulièrement actif et familier au grand public ; les sommes qui seraient ainsi détournées de leur emploi traditionnel se porteraient en grande partie (compte tenu notamment du plafonnement des livrets de caisses d'épargne) vers des placements plus « liquides », où seraient employées sur le marché des biens de consommation.

Dans le domaine des bons en comptes courants, une interruption des émissions se heurterait très rapidement au problème du respect de la règle des « planchers » d'effets publics par les banques : l'expérience des dernières années a montré en effet que les banques ne souscrivaient que très peu de bons au-delà du minimum qui leur est imposé.

Au demeurant, le Trésor français dispose, par le jeu des avances de la Banque de France à l'Etat, d'un mécanisme d'ajustement automatique de ses ressources et de ses charges : si, par exemple, il profite d'un excédent momentané de ressources à court terme par rapport à ses besoins, il se fait une règle d'employer cet excédent, comme le cas s'est produit en 1959 et en 1960, à rembourser les avances de la Banque de France et de « neutraliser » ainsi du point de vue monétaire les conséquences éventuelles d'un développement de la liquidité interne.

64. La fixation des taux de ses bons répond moins en définitive, pour le Trésor, à la nécessité de s'adapter aux données fluctuantes d'un « marché », qu'au souci de réaliser un équilibre satisfaisant entre les rémunérations des différents types de placements qui s'offrent au public.

C'est ainsi que les taux des bons sur formules sont déterminés autant en fonction de ceux des dépôts en caisses d'épargne, des dépôts à terme dans les banques, des placements obligatoires que du taux d'escompte de la Banque de France.

Quant aux taux des bons en comptes courants, leur relation avec le taux d'escompte est sans doute assez étroite, étant donné l'importance de l'endettement des banques françaises vis-à-vis de la banque centrale, mais cette relation 143

ne saurait être rigoureuse. Sans doute, le Trésor veille-t-il à ne pas fixer le taux des bons au-dessus du taux d'escompte afin d'éviter d'inciter les banques à souscrire à l'aide de capitaux empruntés à la banque centrale. Il n'est en revanche pas tenu, lorsque s'élève le taux d'escompte, de relever dans la même proportion le taux des bons que les banques sont obligées de souscrire en vertu des « planchers ». Le Trésor peut souhaiter en effet éviter de surcharger inutilement le poids des intérêts de la dette, et contribuer, d'autre part, par la distorsion créée entre le coût de l'endettement des banques à la banque centrale et la rémunération de leurs emplois obligatoires en bons, à renforcer une politique générale de freinage du crédit.

65. La détente monétaire interne créée par le redressement de la balance des comptes depuis le début de l'année 1959 a conduit les autorités monétaires françaises à réaliser une baisse des taux d'intérêt. L'abstention du Trésor comme émetteur sur le marché financier depuis cette date s'inscrit dans la politique de baisse des taux d'intérêts sur le marché à long terme.

S'agissant des placements offerts à l'épargne à court terme, des baisses de taux ont été prononcées à partir du 1er juillet 1960 sur les émissions de bons du Trésor sur formules et à partir du 1er janvier 1961 sur les dépôts en caisses d'épargne. D'autre part, la gamme des bons du Trésor émis dans le public a été complétée, en juin 1961, par une nouvelle formule – les bons à trois ou cinq ans – dont la création répond au souci de consolider, dans une certaine mesure, la dette publique flottante. Dans le même temps, en effet, les taux des bons à intérêt progressif – remboursables à vue au gré du porteur trois mois après leur souscription – étaient une nouvelle fois l'objet d'une réduction.

Quant à la baisse du taux d'escompte de la Banque de France, elle a permis de réduire parallèlement l'ensemble des conditions du crédit bancaire. Elle ne s'est pas accompagnée, au moins jusqu'à la fin de 1960, d'une baisse des taux des bons en comptes courants, car ceux-ci avaient été délibérément maintenus à un niveau relativement bas, compte tenu de l'élévation du taux d'escompte intervenue en 1957. Les baisses successives de ce taux à partir de 1958 ont donc permis, dans ce domaine, de revenir à une situation plus normale : depuis octobre 1960, le taux d'escompte et le taux des bons en comptes courants sont de nouveau à parité. C'est alors seulement qu'il fut décidé d'appliquer une légère baisse aux taux des bons en comptes courants.

ANNEXE I

CLASSIFICATION DES POSTES DU BILAN DE LA BANQUE DE FRANCE

1. *Billets en circulation*

2. *Or et devises*

Actif : – Encaisse or¹
– Avances au Fonds de stabilisation des changes
– Disponibilités à vue à l'étranger.

Passif: Comptes créditeurs
– des banques centrales étrangères et des organismes internationaux
– du Fonds de stabilisation des changes.

3. *Concours au « secteur public »*

Actif : – Prêts et avances à l'Etat,
– Monnaies divisionnaires
– Comptes courants postaux
– Escompte d'obligations cautionnées
– Réescompte d'effets à moyen terme « construction ».

Passif: Comptes courants créditeurs
– du Trésor public
– des accords de coopération économique
– des institutions financières françaises.

4. *Concours aux « banques » et divers*

Actif : – Effets escomptés (à l'exception des obligations cautionnées et des effets à moyen terme « construction »)
– Effets négociables
– Avances à trente jours
– Avances sur titres
– Effets en cours de recouvrement

Passif: – Compte courant créditeur des banques françaises.

A cette quatrième rubrique sont rattachés par convention la balance des divers de l'actif et du passif et les comptes courants créditeurs des particuliers.

¹ Y compris, le cas échéant, les prêts d'or au Fonds de stabilisation des changes.

ANNEXE II

EXPLICATION DE L'EVOLUTION DE LA LIQUIDITE DU MARCHE MONETAIRE AU COURS DES ANNEES 1956 A 1960 ¹

Dans l'évolution des cinq années 1956 à 1960, deux grandes phases se distinguent nettement, dont le mois de mai 1958 constitue la charnière.

1. Du début de 1956 à mai 1958, la liquidité du marché monétaire est soumise à des pressions continues sous l'effet conjugué de l'expansion de la circulation fiduciaire et des sorties de devises. Celles-ci, extrêmement fortes au début de la période, tendent à s'atténuer à partir du mois d'août 1957 (opération 20%). Quant à l'expansion de la circulation des billets, déjà freinée quelque peu en septembre et octobre 1956, à l'occasion de l'emprunt national 5% 1956, elle subit un nouveau ralentissement à la fin de 1957, dû, semble-t-il, à des rumeurs concernant un éventuel retrait de la circulation des billets de 10 000 francs. Les reflux de billets constatés à cette époque ont apporté au marché une détente relative qui lui a permis de passer plus facilement que l'année précédente l'échéance de décembre.

Ce resserrement continu de la liquidité du marché, encore qu'atténué en fin de période, a entraîné un développement considérable des concours de la banque centrale. Toutefois, l'endettement du « secteur public » et celui des banques n'ont pas suivi le même cours.

Pendant l'ensemble de l'année 1956, l'endettement du secteur public s'accroît bien moins que l'endettement des banques. Plusieurs éléments entrent en jeu pour expliquer ce phénomène : les réserves de liquidités accumulées par les banques (effets bancaires à moyen terme notamment) pendant les années d'aisance du marché, 1954 et 1955, sont plus importantes que celles du Trésor qui doit en outre faire face à l'amortissement des avances spéciales de la Banque de France de 1953. D'autre part, le relèvement des « planchers » de bons en juillet, et l'emprunt national en septembre-octobre provoquent d'importants transferts de liquidités des banques vers le Trésor.

Au début de l'année 1957, les réserves des divers acteurs du marché étant très réduites, les pressions qui continuent de s'exercer sur leur liquidité

¹ Les chiffres utilisés dans cette annexe et dans le graphique auquel elle se réfère ont été établis à partir des situations hebdomadaires de la Banque de France; de ce fait, ils présentent de légères différences avec ceux mentionnés dans les tableaux et qui correspondent aux situations de fin de mois.

vont remettre en cause les plafonds assignés par la Banque à ses diverses formes de concours. Un choix est ainsi proposé aux autorités monétaires qui se trouve résolu de la façon suivante : des conventions entre la Banque et l'Etat, en mai et juin, puis en novembre, relèvent globalement le plafond des avances à l'Etat, de 550 milliards ; parallèlement, les plafonds de réescompte des banques sont, en juillet-août, puis en décembre, abaissés globalement de plus de 200 milliards.

C'est donc au Trésor qu'est revenu en 1957 le soin de combler le déficit du marché monétaire : sur l'ensemble de l'année, l'endettement du « secteur public » a progressé de 566 milliards, soit d'un montant voisin du total des sorties nettes de devises et de billets (585 mds). L'endettement des « banques » au contraire, après avoir atteint son point culminant en avril 1957, est revenu en fin d'année à un niveau proche de celui de l'année précédente, les présentations d'effets à moyen terme ayant compensé les abaissements de plafonds.

2. Le lancement de l'emprunt 3½% 1958 amorce un changement de tendance sur le marché monétaire, qui trouvera sa consécration au début de 1959.

Les achats d'or pratiqués par la Banque de France à l'occasion de l'emprunt et dans les mois qui l'ont suivi, ont neutralisé, au cours de la seconde moitié de 1958, l'incidence sur le marché monétaire des sorties de billets, d'ailleurs ralenties en fin d'année par les craintes suscitées dans une partie de la population par le changement d'unité monétaire. L'endettement global auprès de la Banque de France s'est donc stabilisé.

En 1959, des rentrées de devises d'un montant exceptionnel (760 mds) ont coïncidé avec la plus faible progression annuelle de la circulation fiduciaire qui ait été constatée depuis 1948 (70 mds). Le marché monétaire a ainsi bénéficié de liquidités nouvelles d'un montant proche de 700 milliards. Encore que sensiblement infléchi, ce courant de liquidités nouvelles s'est prolongé pendant le premier semestre 1960 (+ 50 mds), les rentrées de devises continuant d'excéder les sorties de billets.

La caractéristique de ces trois derniers semestres devait donc être un exceptionnel désengagement de l'ensemble du marché monétaire à l'égard de la Banque de France. Trésor et banques y ont, l'un et les autres, participé, mais dans des proportions variables avec le temps.

Jusqu'à la fin du mois d'août 1959, c'est-à-dire pendant la période des plus fortes rentrées pour le marché monétaire pris dans son ensemble, les trésoreries bancaires ont été les principaux bénéficiaires de l'afflux de devises. Les banques ont pu réduire leurs encours de la banque centrale, notamment en effets à moyen terme, de près de 500 milliards, soit trois fois plus environ que le « secteur public ».

A partir du mois de septembre, au contraire, le mouvement de désendettement du secteur public s'est accéléré et ne s'est pour ainsi dire pas démenti jusqu'au milieu de 1960 (459 mds entre fin août 1959 et fin juin 1960). Dans le même temps, à l'inverse, les banques étaient obligées de s'endetter à nouveau, dans des proportions non négligeables : + 250 milliards entre fin août 1959 et fin juin 1960. Le Trésor, en prélevant sur le marché monétaire plus de liquidités que la Banque n'en introduisait à l'occasion des mouvements de devises et de billets, a ainsi contraint les banques à revenir « en Banque ».

Un relatif équilibre dans l'exécution des lois de finances, le maintien d'un rythme élevé dans les souscriptions du public aux bons du Trésor, l'accroissement des bons souscrits par les banques en vertu des « planchers » en raison de l'important développement des dépôts bancaires en 1959, tous ces phénomènes se sont conjugués pendant cette période pour amener le Trésor à comprimer la liquidité bancaire et à neutraliser ainsi les tendances à l'expansion monétaire intérieure qui se manifestaient dans l'économie française.

Tableau 1

DISPONIBILITES MONETAIRES ET QUASI-MONETAIRES ET CONTREPARTIES

(en milliards de NF)

	31-12 1956 ¹	31-12 1957 ¹	31-12 1958 ¹	31-12 1959 ¹	31-12 1960 ¹	31-12 1961 ¹
<i>Disponibilités monétaires et quasi monétaires</i>						
- billets en circulation	31,14	32,68	34,69	34,95	39,32	44,35
- monnaies divisionnaires en circulation	0,67	0,75	0,78	0,76	1,13	1,28
- dépôts à vue	34,04	37,94	40,26	48,21	55,34	65,16
dont: - dans les banques	(26,69)	(29,52)	(30,80)	(37,57)	(42,67)	(50,54)
- aux comptes courants postaux, au Trésor et à la Banque de France	(7,35)	(8,42)	(9,46)	(10,64)	(12,67)	(14,62)
Total des disponibilités monétaires	65,85	71,37	75,73	83,92	95,79	110,79
- comptes spéciaux	-	0,15	0,38	0,85	1,43	2,04
- dépôts à terme	2,32	3,83	4,13	5,43	7,58	9,61
Total des disponibilités monétaires et quasi monétaires	68,17	75,35	80,24	90,20	104,80	122,44
<i>Contreparties</i>						
- or et devises (net)	3,73	- 0,31	- 0,07	7,16	10,48	15,27
- créances sur le Trésor public	24,14	30,13	31,10	31,10	33,33	34,61
- crédits à l'économie portés par les banques et la Banque de France	40,24	45,77	48,68	53,81	62,04	73,46
Total	68,11	75,59	79,71	92,28	105,85	123,34
- Divers	+0,06	-0,24	+0,53	-2,08	-1,05	-0,90
Total des contreparties	68,17	75,35	80,24	90,20	104,80	122,44

¹ Sarre comprise.

Tableau 2
EPARGNE LIQUIDE ET A COURT TERME

(en milliards de NF)

	31-12 1956	31-12 1957	31-12 1958	31-12 1959	31-12 1960	31-12 1961
Dépôts bancaires à terme et bons de caisse ¹	2,32	3,83	4,13	5,43	7,58	9,61
Comptes spéciaux	-	0,15	0,38	0,85	1,43	2,04
Dépôts dans les caisses d'épargne (y compris les intérêts capitalisés)	17,48	19,24	22,28	26,16	29,51	33,20
a) Caisse nationale d'épargne	(7,55)	(8,23)	(9,42)	(10,91)	(12,05)	(13,29)
b) caisses d'épargne ordinaires	(9,93)	(11,01)	(12,86)	(15,22)	(17,38)	(19,78)
c) épargne - crédit	-	-	-	(0,03)	(0,08)	(0,13)
Bons du Trésor (excédent des souscriptions sur les remboursements)	9,87	10,97	12,16	15,85	19,41	23,30
a) bons sur formule	(9,32)	(10,39)	(11,54)	(14,77)	(18,15)	(21,87)
b) bons en comptes courants détenus par les entreprises	(0,55)	(0,58)	(0,62)	(1,08)	(1,26)	(1,43)
Bons à 3 et 5 ans de la Caisse nationale de crédit agricole (part détenue par le public)	0,50	0,66	0,87	1,27	1,93	2,76
Total	30,17	34,85	39,82	49,56	59,86	70,91

¹ Sarre comprise, en 1956, 1957 et 1958.

Tableau 3

CREDITS A COURT TERME ET CREDITS A MOYEN TERME MOBILISABLES
Répartition selon les établissements qui distribuent les crédits
(en montants et en variations)

(en milliards de NF)

	Décembre 1960	Variations	Décembre 1961
I. Crédits distribués par les banques			
A - Avances en comptes débiteurs	8,81	2,59	11,40
B - Effets de commerce			
a) à court terme			
- en portefeuille dans les banques	27,36	+ 5,22	32,58
- mobilisés à la Banque de France	7,92	+ 0,80	8,72
- en portefeuille dans les organismes spécialisés	0,09	+ 0,04	0,13
Total	35,37	+ 6,06	41,43
b) représentatifs de crédits à moyen terme en portefeuille			
- dans les banques	2,80	+ 2,20	5,00
- à la Banque de France	6,07	- 1,36	4,71
- dans les organismes spécialisés	0,58	- 0,15	0,43
Total	9,45	+ 0,69	10,14
Total I	53,63	+ 9,34	62,97 ¹
II. Crédits distribués par les établissements financiers			
Effets de commerce			
a) à court terme (financement des ventes à tempérament)			
- en portefeuille dans les établissements financiers	0,44	+ 0,01	0,45
- en portefeuille dans les banques	2,05	+ 0,77	2,82
- mobilisés à la Banque de France	0,10	-	0,10
Total	2,59	+ 0,78	3,37
b) représentatifs de crédits à-moyen terme			
- en portefeuille dans les établissements financiers	0,06	+ 0,22	0,28
- en portefeuille dans les organismes spécialisés	0,14	- 0,02	0,12
- mobilisés à la Banque de France	0,13	- 0,11	0,02
Total	0,33	+ 0,09	0,42
Total II	2,92	+ 0,87	3,79
III. Crédits à moyen terme distribués par le Sous-Comptoir des entrepreneurs et le Crédit foncier de France			
- Effet en portefeuille dans les organismes spécialisés	3,58	- 0,24	3,34
- Effets mobilisés à la Banque de France	5,71	+ 0,66	6,37
Total	9,29	+ 0,42	9,71
IV. Crédits à moyen terme distribués par les caisses de crédit agricole			
- Effets en portefeuille dans les caisses de crédit agricole	0,15	+ 0,16	0,31
- Effets mobilisés à la Banque de France	0,94	- 0,01	0,93
Total	1,09	+ 0,15	1,24
V. Crédits distribués par la Banque de France			
A - Effets escomptés à la clientèle directe	0,08	+ 0,01	0,09
B - Avances sur titres	0,07	-	0,07
Total	0,15	+ 0,01	0,16
Total général	67,08	+ 10,79	77,87 ¹

¹ Non compris les effets de commerce représentatifs de crédits à moyen terme non mobilisables en portefeuille dans les banques (0,65 mrd au 31-12-1961)

Source : Conseil national du crédit.

Tableau 4
CREDITS A COURT TERME ET CREDITS A MOYEN TERME MOBILISABLES
Répartition selon la nature des ressources
(en montants et en variations)

(en milliards de NF)

	Décembre 1960	Variations	Décembre 1961
<i>Crédits financés sur des ressources monétaires</i>			
A – Opérations à court terme			
– Avances en comptes débiteurs (rubriques IA et VB du tableau 3)	8,88	+ 2,59	11,47
– Effets en portefeuille dans les banques et à la Banque de France	37,51	+ 6,80	44,31
Total	46,39	+ 9,39	55,78
B – Effets représentatifs de crédits à moyen terme en portefeuille dans les banques et à la Banque de France			
	15,65	+ 1,38	17,03
Total (A + B)	62,04	+ 10,77	72,81 ¹
<i>Crédits financés sur des ressources d'épargne</i>			
– Effets à court terme en portefeuille dans les organismes spécialisés et les établissements financiers	0,53	+ 0,05	0,58
– Effets représentatifs de crédits à moyen terme en portefeuille dans les organismes spécialisés et les établissements financiers	4,51	– 0,03	4,48
Total	5,04	+ 0,02	5,06
Total général	67,08	+ 10,79	77,87 ¹

¹ Non compris les effets de commerce représentatifs de crédits à moyen terme non mobilisables en portefeuille dans les banques (0,65 mrd au 31-12-1961).

Tableau 5

CREDITS A COURT TERME ET CREDITS A MOYEN TERME MOBILISABLES
Répartition selon le financement et la forme des crédits (en montants)

(en milliards de NF)

	TOTAL	dont financés par			
		les banques	les organismes spécialisés ¹ et les établissements financiers	la Banque de France	la Caisse de consolidation et de mobilisation
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
- 31 décembre 1960					
1 - Court terme					
- découverts	8,88	8,81	-	0,07	
- effets	38,04	29,41	0,53	8,10	
Total	46,92	38,22	0,53	8,17	
2 - Moyen terme					
Crédits consentis avec accord:					
- du Crédit foncier ou du Sous-Comptoir des entrepreneurs					
- crédits à la construction:					
prêts spéciaux	8,55	-	2,29	5,69	0,57
autres crédits	1,56	0,35	0,96	0,25	
- crédits d'équipement:					
secteur privé	0,58	0,34	0,03	0,21	
- du Crédit national ou de la Caisse des dépôts					
- crédits d'équipement:	3,03	1,68	0,11	1,24	
- crédits à l'exportation	1,16	0,04	-	1,12	
- de la C.N.M.E.					
- crédits d'équipement:					
secteur privé (art.8)	0,70	0,23	-	0,47	
secteur nationalisé	3,49	0,16	0,25	2,93	0,15
- de la Caisse nationale de crédit agricole					
- crédits à l'agriculture	1,09	-	0,15	0,94	-
Total	20,16	2,80	3,79	12,85	0,72
Total général	67,08	41,02	4,32	21,02	0,72
Crédits à la charge du système bancaire (2) + (4)			62,04		

Tableau 5 (suite)

(en milliards de NF)

	TOTAL	dont financés par			la Caisse de consolidation et de mobilisation
		les banques	les organismes spécialisés ¹ et les établissements financiers	la Banque de France	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>- 31 décembre 1961</i>					
<i>1 - Court terme</i>					
- découverts	11,47	11,40	-	0,07	
- effets	44,89	35,40	0,58	8,91	
Total	56,36	46,80	0,58	8,98	
<i>2 - Moyen terme</i>					
Crédits consentis avec accord :					
- du Crédit foncier ou du Sous-Comptoir des entrepreneurs					
- crédits à la construction :					
prêts spéciaux	8,88	-	2,36	6,33	0,19
autres crédits	1,97	0,63	1,18	0,16	
- crédits d'équipement :					
secteur privé					
	0,72	0,62	0,07	0,03	
- du Crédit national ou de la Caisse des dépôts					
- crédits d'équipement :					
	2,72	2,54	0,04	0,14	
- crédits à l'exportation					
	1,59	0,09	-	1,50	
- de la C.N.M.E.					
- crédits d'équipement :					
secteur privé (art. 8)	0,88	1,12	0,17	2,94	0,16
secteur nationalisé	3,51				
- de la Caisse nationale de crédit agricole					
- crédits à l'agriculture					
	1,24	-	0,31	0,93	
Total	21,51	5,00	4,13	12,03	0,35
Total général	77,87 ²	51,80 ²	4,71	21,01	0,35
Crédits à la charge du système bancaire (2) + (4)			72,81 ²		

¹ Autres que la Caisse de consolidation et de mobilisation des crédits à moyen terme.² Non compris les effets de commerce représentatifs de crédits à moyen terme non mobilisables en portefeuille dans les banques (0,65 mrd au 31-12-1961).

Tableau 6

RECOURS POSSIBLES AUX CREDITS DE LA BANQUE DE FRANCE (chiffres à la fin du mois)
(en milliards de NF)

	1958 1		1959			1960			1961			
	Décembre	Décembre	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Décembre	
I. Possibilités de présentations directes des banques à la Banque de France												
1. au réescompte												
- plafonds	4,47	4,59	4,73	4,89	4,89	5,08	5,39	5,45	6,01	6,02	6,14	
- utilisations	3,87	3,86	3,90	4,18	4,18	4,05	4,72	4,50	5,22	5,15	5,69	
- dont * grands ensembles *	0,60	0,73	0,83	0,71	0,71	1,03	0,67	0,95	0,79	0,87	0,45	
- dont * marché monétaire *	(0,19)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,20)	(0,33)	(0,23)	(0,30)	(0,30)	(0,28)	(0,16)	
2. au * marché monétaire *												
(marge disponible sur les limites)	0,63	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,66	0,66	
- limites	0,59	0,50	0,49	0,64	0,64	0,64	0,68	0,46	0,59	0,65	0,73	
- utilisations	0,04	0,15	0,16	0,01	0,01	0,01	-	0,19	0,06	0,01	-	
(marge)	0,22	0,34	0,26	0,26	0,26	0,33	0,66	0,81	0,45	0,73	0,66	
3. en valeurs du Trésor (excédent des portefeuilles sur les plancher)												
II. Possibilités de présentations d'effets de mobilisation de crédits à moyen terme												
1. des banques au Crédit national ou à la Caisse des dépôts et consignations	0,83	4,15	4,08	3,24	3,24	3,87	2,80	4,62	4,26	5,15	5,04	
Montant des éléments réescomptables des portefeuilles bancaires	1,69	5,37	5,33	4,22	4,22	5,24	4,13	6,57	5,56	6,76	6,15	
2. du Crédit national et de la Caisse des dépôts et consignations à la Banque de France	0,57	1,10	2,08	2,51	2,51	2,17	2,61	3,08	3,43	3,83	2,54	
3. du Sous-Comptoir des entrepreneurs, du Crédit foncier de France et des établissements financiers	0,79	1,01	0,96	1,01	1,01	1,08	1,03	1,15	1,21	1,22	1,28	
4. de la Caisse nationale de crédit agricole à la Banque de France	0,12	0,16	0,18	0,21	0,21	0,25	0,15	0,19	0,23	0,30	0,30	
III. Possibilités de présentations du Trésor public												
- Obligations cautionnées réescomptables	0,02	2,09	1,93	2,13	2,13	2,10	2,16	2,30	2,25	2,39	2,31	
TOTAL	3,19	9,73	10,48	10,03	10,03	10,84	10,08	13,29	12,68	14,50	12,58	
Pour mémoire	0,46	-	0,01	0,17	0,17	-	-	-	-	-	0,01	
Recours des banques à la pension												

1 Sarre exclue

Source : Conseil national de crédit.

Tableau 7

EVOLUTION DU LOYER DE L'ARGENT SUR LE MARCHE MONETAIRE

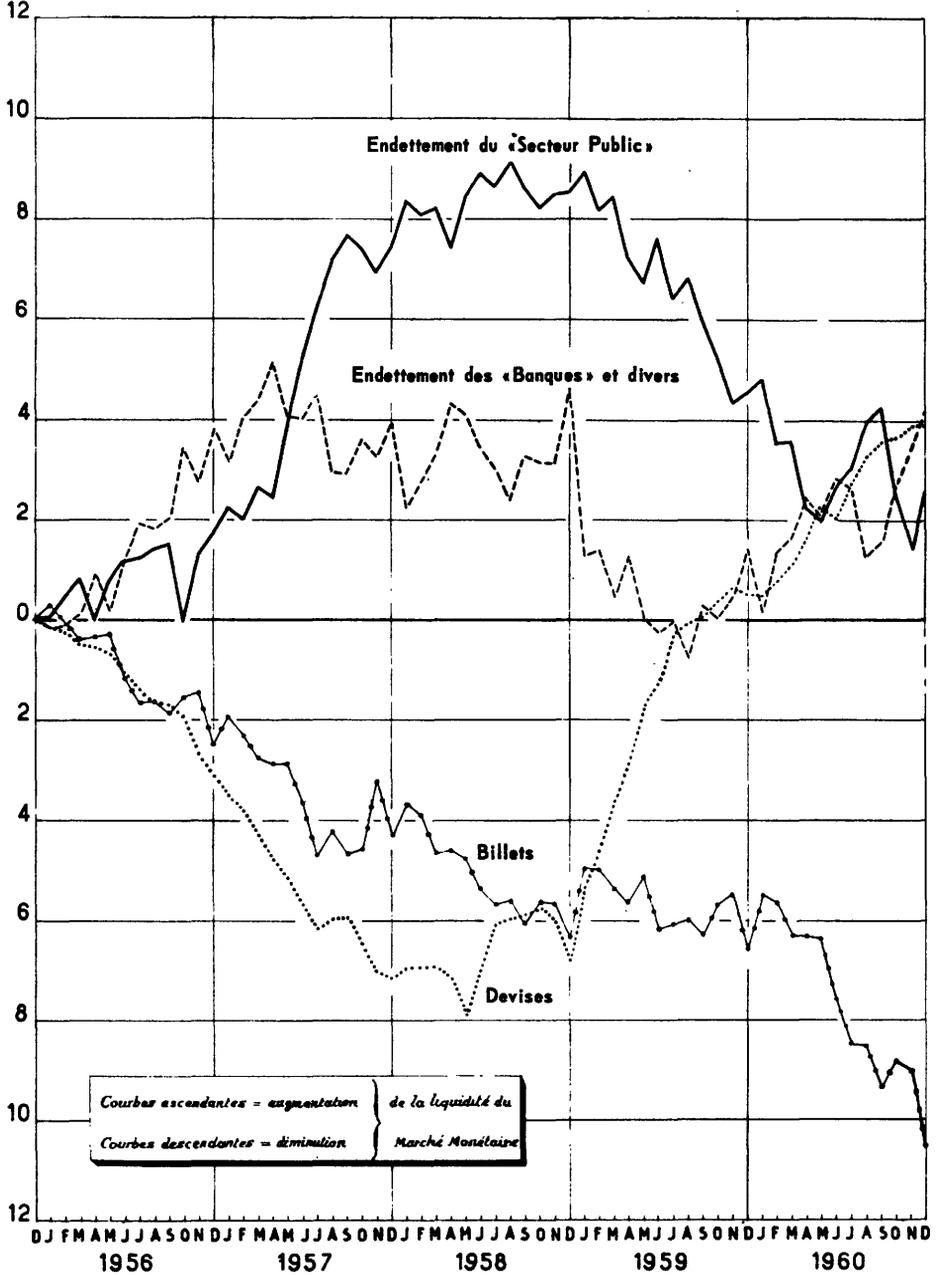
Fin de période	Banque de France				Taux de rendement des bons du Trésor en compte courant à 2 ans	Taux de l'argent au jour le jour contre effets privés (taux d'ouverture)			Coût de mobilisation des effets représentatifs de crédit à moyen terme à l'équipement (secteur privé)
	Taux d'escompte	Taux de l'escompte en pension A	Taux de l'escompte en pension B	Avances à 30 jours, achats de bons du Trésor ¹ et escompte effets sur l'étranger ²		Moyenne mensuelle	Minimum du mois	Maximum du mois	
1958 Déc.	4,50	7,00	10	3	3,84	6,07	4,500	10,500	5,05
1959 Mars	4,25	6,00	8	3	3,84	4,36	3,000	5,250	4,80
Juin	4,00	5,50	7	3	3,84	3,67	3,000	4,750	4,55
Sept.	4,00	5,00	6	3	3,84	4,05	3,875	4,750	4,55
Déc.	4,00	5,00	6	3	3,84	4,07	3,875	4,750	4,55
1960 Janvier	4,00	5,00	6	3	3,84	3,90	3,500	4,250	4,45
Février	4,00	5,00	6	3	3,84	4,11	3,750	4,500	4,45
Mars	4,00	5,00	6	3	3,84	4,17	3,750	5,000	4,45
Avril	4,00	5,00	6	3	3,84	4,22	3,875	5,250	4,45
Mai	4,00	5,00	6	3	3,84	4,25	3,500	5,750	4,45
Juin	4,00	5,00	6	3	3,84	4,15	3,750	6,000	4,45
Juillet	4,00	5,00	6	3	3,84	4,53	4,000	5,250	4,45
Août	4,00	5,00	6	3	3,84	4,05	3,500	4,375	4,45
Sept.	4,00	5,00	6	3	3,84	4,15	4,000	4,750	4,45
Oct.	3,50	4,50	6	3	3,84	3,99	3,500	5,250	3,95
Nov.	3,50	4,50	6	3	3,84	3,76	3,500	4,500	3,95
Déc.	3,50	4,50	6	3	3,62	3,70	3,500	4,250	3,95
1961 Janvier	3,50	4,50	6	3	3,62	3,65	3,000	4,500	3,95
Février	3,50	4,50	6	3	3,62	3,59	3,375	4,125	3,95
Mars	3,50	4,50	6	3	3,62	3,70	3,500	4,125	3,95
Avril	3,50	4,50	6	3	3,62	3,70	3,500	3,875	3,95
Mai	3,50	4,50	6	3	3,62	3,91	3,375	4,500	3,95
Juin	3,50	4,50	6	3	3,62	3,76	3,500	4,250	3,95
Juillet	3,50	4,50	6	3	3,62	3,65	3,500	4,000	3,95
Août	3,50	4,50	6	3	3,62	3,52	3,375	3,750	3,95
Sept.	3,50	4,50	6	3	3,62	3,57	3,375	3,875	3,95
Oct.	3,50	4,50	6	3	3,62	3,60	3,500	4,000	3,95
Nov.	3,50	4,50	6	3	3,62	3,52	3,250	3,625	3,95
Déc.	3,50	4,50	6	3	3,62	3,58	3,500	3,875	3,95

¹ A moins de trois mois d'échéance.

² Il s'agit d'effets mobilisant des créances créés sur l'étranger.

Graphique
PRINCIPAUX FACTEURS DU MARCHÉ MONÉTAIRE
 (d'après le bilan de la Banque de France)

Milliards
de N. F.



Quatrième partie

**LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
EN ITALIE**

SOMMAIRE

Remarques préliminaires	163
<i>La liquidité de l'économie – La liquidité du système bancaire</i>	
Chapitre 1: La politique de réescompte	170
<i>Les conditions d'octroi du crédit de réescompte – L'efficacité de la politique de réescompte</i>	
Chapitre 2: La politique d'open-market	174
Chapitre 3: La politique des réserves obligatoires	176
<i>Généralités – Les établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires – Calcul des réserves obligatoires – Réserves obligatoires et service d'intérêt – Réserves obligatoires correspondant aux chèques de banque en circulation – Réserves obligatoires correspondant aux avoirs des non-résidents – Efficacité de la politique des réserves obligatoires</i>	
Chapitre 4: La gestion de la trésorerie publique et ses incidences sur la liquidité	182
Chapitre 5: Les directives en matière de crédit et de liquidité	187

TABLEAUX

1 – Liquidités internes	164
2 – Recours au crédit et formation de capital en monnaie des secteurs non financiers	166
3 – Liquidité du système bancaire	167
4 – Facteurs de l'évolution de la liquidité des banques et recours des banques (aziende di credito) aux crédits de la banque centrale	169 161

TABLEAUX (suite)

5 – Crédits de réescompte et avances sur titres accordés par la Banca d'Italia aux établissements de crédit et aux entreprises et particuliers	171
6 – Réserves obligatoires	179
7 – Situation débitrice et créditrice du Trésor envers la Banca d'Italia	184

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. Dans la mesure où elle exerce une influence sur la liquidité bancaire et indirectement sur la liquidité de l'économie, la politique de liquidité revêt, en Italie, une importance relativement plus faible que dans certains autres pays. Depuis la stabilisation de 1947, l'économie italienne n'a pas connu de fluctuations excessives de la conjoncture, et ni l'approvisionnement en liquidités ni la résorption des liquidités n'ont soulevé de sérieux problèmes. Sans pratiquer de politique systématique d'open-market, la Banca d'Italia s'est bornée dans ce domaine à intervenir occasionnellement lors de l'émission d'obligations à moyen terme par l'Etat. Depuis l'instauration d'un système de réserves obligatoires en 1947, le taux de ces réserves n'a été modifié, pour la première fois, qu'en janvier 1962. Le recours à la politique d'escompte s'est également maintenu dans des limites très étroites. En fait, le taux d'escompte de la Banca d'Italia n'a été modifié que quatre fois depuis la fin de la guerre.

L'action des autorités monétaires sur la liquidité des banques s'exerce surtout par la modification des conditions du recours à la banque centrale et par la politique d'émission d'emprunts du Trésor. L'obligation imposée à plusieurs catégories d'établissements de crédit de respecter certaines ratios de liquidité et certaines normes de crédit contribue également à restreindre leur liberté d'action. Les établissements de crédit doivent en outre se conformer à des prescriptions édictées par la Banca d'Italia en matière de contrôle quantitatif de crédit. Ces prescriptions s'appliquent tout particulièrement aux établissements de crédit à court terme.

a) La liquidité de l'économie

2. Depuis quelques années, les rapports annuels de la Banca d'Italia contiennent un tableau donnant la décomposition de la liquidité de l'ensemble de l'économie (disponibilité liquide). Ce tableau, reproduit à la page 164 (tableau 1), retrace les créances à court terme du secteur non bancaire (Trésor excepté) sur certaines catégories d'établissements de crédit ¹ et sur le Trésor. La Banca d'Italia distingue entre les liquidités primaires et les liquidités secondaires. Les liquidités primaires (masse monétaire) comprennent, comme dans les autres pays de la Communauté économique européenne, les billets en circulation émis par la Banca d'Italia et par l'Etat, les monnaies divisionnaires et les dépôts à vue du secteur

¹ La Banca d'Italia, les banques de dépôts et de crédit à court terme, les banques populaires, les caisses d'épargne, les établissements de prêts sur gage de la première catégorie, les bureaux de chèques postaux.

Tableau 1
LIQUIDITES INTERNES

(en milliards de lire)

	Situation en fin d'année		
	1958	1959	1960
1. Disponibilités monétaires (liquidités primaires)			
a) billets et monnaies divisionnaires	2 109	2 298	2 501
b) dépôts à vue, y compris chèques « circulaires » ¹	3 592	4 208	4 874
Total des liquidités primaires	5 701	6 506	7 375
2. Liquidités secondaires			
a) dépôts d'épargne	4 326	5 034	5 767
b) bons du Trésor détenus par les entreprises et particuliers et les organismes spécialisés de crédit	182	152	150
c) avoirs auprès du Trésor des organismes d'assurance sociale et des sociétés d'assurances	43	68	77
d) avoirs en devises des résidents auprès des banques	13	38	54
Total des liquidités secondaires	4 564	5 292	6 048
3. Total des liquidités	10 265	11 798	13 423

¹ Cf. point 2, alinéa 2.

Source: rapports annuels de la Banca d'Italia.

non bancaire auprès du système bancaire et des bureaux de chèques postaux, à l'exclusion des dépôts du secteur public auprès de la Banca d'Italia et des bureaux de chèques postaux.

La Banca d'Italia englobe également dans la masse monétaire les chèques émis par certaines banques contre versement en espèces de leur contre-valeur. Ces chèques sont payables en principe dans les succursales de l'établissement émetteur, mais peuvent, en pratique, être encaissés auprès de tous les établissements de crédit. Particuliers à l'Italie, ces chèques bancaires « circulaires » (assegni circolari) peuvent à l'heure actuelle être établis par cinquante-deux banques et constituent des moyens de paiement très usités; faisant partie des exigibilités des banques, les chèques « circulaires » sont compris dans la masse monétaire. Les deux anciens instituts d'émission – Banco di Napoli et Banco di Sicilia – et la Banca d'Italia émettent aussi des effets semblables, les « vaglia cambiari », dont le rôle est analogue à celui des chèques « circulaires ».

3. Les liquidités secondaires comprennent les créances suivantes sur le système bancaire et le Trésor :

- les dépôts d'épargne auprès des banques (y compris les caisses d'épargne et les établissements de prêts sur gage) et de la caisse d'épargne postale ;
- les bons du Trésor à échéance d'un à douze mois (buoni del Tesoro ordinari), détenus par les entreprises, les particuliers et par les organismes de crédit spécialisés ;
- les avoirs auprès du Trésor des organismes d'assurances sociales et des sociétés d'assurance ;
- les avoirs en devises des résidents auprès des banques.

4. Le rapport annuel de la Banca d'Italia publie également un tableau (formazioni ed impiego delle disponibilità monetarie e finanziarie), qui récapitule, par catégories, les opérations du marché monétaire et du marché des capitaux et donne également des renseignements sur les facteurs de variation de la liquidité de l'ensemble de l'économie. Ce tableau, reproduit à la page 166 (tableau 2) ne se borne pas à énumérer les seuls facteurs de la liquidité de l'économie, récapitulés au tableau 1. En dehors des facteurs propres de variation de la liquidité, il englobe en effet les créances et les obligations à long terme relevant du marché financier. Il n'est donc pas possible d'établir une relation directe entre les données du tableau 1 et celles du tableau 2.

b) La liquidité du système bancaire

5. En Italie, la liquidité bancaire englobe les encaisses des banques (billets et monnaies divisionnaires), leurs avoirs disponibles auprès de la banque centrale, du Trésor, de la Caisse des dépôts et prêts, de l'Administration des postes ainsi que leurs possibilités non utilisées de recours à la Banca d'Italia et leurs portefeuilles « libres » en bons du Trésor. En dehors de ces actifs énumérés dans le tableau de la Banca d'Italia, peuvent aussi être considérés comme des éléments de la liquidité bancaire les portefeuilles des banques en effets de stockage et leurs avoirs en devises librement convertibles.

Le tableau 3 ci-après donne une ventilation des différents postes de la liquidité bancaire décomposée en liquidité de caisse et en liquidité potentielle. La *liquidité de caisse* comprend les encaisses en billets et en monnaies divisionnaires, les avoirs disponibles auprès de la Banca d'Italia et les avoirs auprès de la caisse d'épargne postale, auprès de l'Office des chèques postaux et auprès du Trésor. Seuls doivent être considérés comme avoirs disponibles auprès de la Banca d'Italia, les avoirs autres que ceux qui sont déposés auprès de la banque centrale au titre de la réglementation sur les réserves obligatoires. Les avoirs libres des banques auprès de la banque centrale peuvent être déposés en compte à vue ou en compte à terme. L'article 42 de ses statuts autorise en effet la Banca d'Italia à accepter également des dépôts à terme ; ces dépôts sont actuellement 165

Tableau 2

**RECOURS AU CREDIT ET FORMATION DE CAPITAL
EN MONNAIE DES SECTEURS NON FINANCIERS**

(en milliards de litres)

	1958	1959	1960
I. Recours au crédit et variations des avoirs en or et devises			
1. Recours du Trésor au crédit (+):			
a) auprès de la banque centrale et des institutions créatrices de monnaie (crédits à court terme)	304	17	- 20
b) auprès des entreprises et des particuliers ¹	- 9	27	3
c) par l'émission d'obligations d'Etat	- 2	329	160
Total	293	373	143
2. Recours du secteur privé au crédit:			
a) auprès de la banque centrale et des institutions créatrices de monnaie			
aa) crédits à court terme	203	678	1 202
bb) crédits à moyen et long terme	580	691	880
b) par l'émission de valeurs mobilières	440	372	758
Total	1 223	1 741	2 840
3. Total du recours au crédit à l'intérieur (1 + 2)	1 516	2 114	2 967
4. Achat net (+) d'or et de devises des institutions créatrices de monnaies			
a) de la banque centrale et de l'Office des changes (U.I.C.)	546	572	65
b) des banques	- 87	- 54	208
Total	459	518	273
5. Total (1 à 4 = 5)	1 975	2 632	3 256
II. Formation de disponibilités monétaires et financières			
1. Liquidité interne			
a) disponibilités monétaires intérieures (liquidité primaire)	543	805	870
b) liquidité secondaire	690	728	756
c) total de la liquidité interne	1 233	1 533	1 626
2. Autres disponibilité ²	211	431	537
3. Valeurs mobilières	531	668	1 093
Total (1 à 3)	1 975	2 632	3 256

¹ Il s'agit ici des dépôts auprès du Trésor de la sécurité sociale et sociétés d'assurance, des dépôts divers auprès de l'Office des chèques postaux; des bons du Trésor détenus par les entreprises et les particuliers et des billets et monnaies divisionnaires d'Etat en circulation.

² Les autres disponibilités consistent en: fonds divers des banques, dépôts à terme auprès des organismes spécialisés de crédit, certificats d'épargne de la caisse d'épargne postale à échéance d'un an et plus, et créances des particuliers sur la sécurité sociale et sur les sociétés d'assurance (réserve actuariaire) résultant des contributions.

Tableau 3
LIQUIDITE DU SYSTEME BANCAIRE

(en milliards de lires)

	Situation en fin d'année		
	1958	1959	1960
I. Liquidités de caisse			
1. Encaisses en billets et monnaies divisionnaires	105	110	116
2. Avoirs disponibles auprès de la Banca d'Italia	78	50	47
3. Avoirs auprès du Trésor, de la Caisse des dépôts et prêts ¹ , et de l'Administration des postes ²	17	11	32
Total des liquidités de caisse (1 à 3):	200	171	195
II. Liquidités potentielles			
1. Possibilités non utilisées de recours à la Banca d'Italia	249	237	250
2. Bons du Trésor ordinaires (portefeuille libre)	371	580	221
3. Avoirs en devises et placements sur les marchés monétaires étrangers en monnaies convertibles	-	-	-
4. Effets de stockage	90	110	102
Total des liquidités potentielles (1 à 4):	704	927	573
III. Total des liquidités (I + II):	904	1 098	768

¹ Cf. paragraphe 32.

² Comprend la caisse d'épargne postale et les bureaux de chèques postaux.

Source: rapport annuel de la Banca d'Italia pour l'année 1960, tabl. Q 5.

à 8 et à 15 jours (jusqu'en 1952, elle acceptait même des dépôts allant jusqu'à 4 ou 6 mois). Le taux d'intérêt est fixé à 0,5% pour les dépôts à vue, à 1,5% pour les dépôts à 8 jours et à 2% pour les dépôts à 15 jours.

6. La *liquidité potentielle* des banques comprend les possibilités non utilisées de recours auprès de la Banca d'Italia, les portefeuilles libres de bons du Trésor, les avoirs à l'étranger et les placements sur les marchés monétaires étrangers en devises convertibles ainsi que les portefeuilles d'effets de stockage. Par possibilités non utilisées de recours, il faut entendre les appels que les banques peuvent adresser à la Banca d'Italia sous forme d'avances sur titres (valeurs du Trésor ou garanties par l'Etat – notamment les obligations émises par les organismes de crédit spécialisés –, bons du Trésor). Les banques déposent ces valeurs en garantie auprès de la banque centrale et reçoivent en contrepartie la possibilité d'effectuer des tirages sur les avances consenties.

Le poste « bons du Trésor » (portefeuilles libres) ne comprend que les valeurs dont les banques peuvent disposer sans restrictions, c'est-à-dire les bons autres que ceux déposés auprès de la Banca d'Italia au titre des réserves obligatoires et ceux déposés en garantie pour les avances sur titres. Ces bons du Trésor en général peuvent être transformés en liquidité de caisse auprès de la Banca d'Italia seulement dans le cadre de la réglementation des réserves obligatoires (cf. par. 23).

Parmi les effets privés, seuls les effets de stockage (ammassi) figurent dans la « liquidité potentielle ». Les effets de commerce ordinaires en sont exclus, car les banques les présentent rarement au réescompte de la banque centrale ; lorsqu'elles ont besoin de liquidités, elles font plutôt réescompter des effets de stockage.

7. Dans son rapport annuel pour 1960, la Banca d'Italia publie pour la première fois un tableau des facteurs déterminant l'évolution de la liquidité bancaire (*operazioni e liquidità del sistema bancario*), dont les éléments ont été utilisés pour établir le tableau 4 ci-après intitulé « facteurs de l'évolution de la liquidité des banques et recours des banques aux crédits de la banque centrale » (cf. page 169). Contrairement à ce qui a été dit page 165 (par. 5) en ce qui concerne la liquidité bancaire, les données de ce tableau se réfèrent uniquement aux avoirs des banques auprès de la Banca d'Italia en distinguant entre les avoirs libres et les réserves obligatoires auprès de la banque centrale. Les principaux facteurs de l'évolution de la liquidité bancaire repris dans ce tableau sont :

- a) les variations de la circulation fiduciaire ;
- b) le montant net des opérations du Trésor avec la Banca d'Italia (y compris le financement du stockage des produits agricoles) ;
- c) les avances de la Banca d'Italia à l'Office des changes (*Ufficio italiano dei cambi*, dont le montant varie en fonction des achats et des ventes de devises) et les variations des réserves en or et en devises de la Banca d'Italia ;
- d) les opérations de la banque centrale avec les entreprises et les particuliers (y compris les organismes spécialisés de crédit).

Tableau 4

**FACTEURS DE L'EVOLUTION DE LA LIQUIDITE DES BANQUES ¹
ET RECOURS DES BANQUES (AZIENDE DI CREDITO)
AUX CREDITS DE LA BANQUE CENTRALE**

(variations en milliards de lires)

	1960	1959	1958
A. Afflux de ressources (+) et charges (-) pour les banques en raison de la variation des postes suivants:			
I. Billets et monnaies divisionnaires en circulation	- 187	- 176	- 147
II. Position nette des milieux non bancaires intérieurs vis-à-vis de la Banca d'Italia :			
dont : 1. Trésor	(- 99)	(- 522)	(- 52)
2. autres (entreprises et particuliers, organismes spécialisés de crédit etc.)	(+ 5)	(+ 37)	(- 20)
III. Avances de la Banca d'Italia à l'Office italien des changes (variations dues aux achats et ventes de devises) et variations des réserves en or et en devises de la Banca d'Italia	+ 141	+ 571	+ 608
IV. Autres facteurs	+ 4	- 16	- 22
Effet global des facteurs I à IV	- 136	- 106	+ 367
B. Variation des crédits de la banque centrale aux banques	+ 33	+ 21	- 49
dont : crédits de réescompte	(+ 7)	(+ 7)	(+ 1)
avances sur titres	(+ 18)	(+ 14)	(- 45)
soldes de compensation (prorogati pagamenti)	(+ 8)	(-)	(- 5)
Effet global de A + B	- 103	- 85	+ 318
C. Augmentation (+) ou diminution (-) des avoirs en banque centrale :	- 103	- 85	+ 318
dont : 1. réserves obligatoires (y compris comptes «M»)	(- 100)	(- 57)	(+ 288)
2. avoirs libres	(- 3)	(- 28)	(+ 30)

¹ Contrairement à ce qui a été dit page 165 (par. 5) en ce qui concerne la liquidité bancaire, les données de ce tableau se réfèrent uniquement aux avoirs des banques auprès de la Banca d'Italia.

Source : rapport annuel de la Banca d'Italia 1960, tabl. Q.5.

CHAPITRE 1

LA POLITIQUE DE REESCOMPTE

8. A l'exception du réescompte des effets représentatifs de stockage de produits agricoles (*portafoglio ammassi*)¹, les opérations de réescompte de la banque centrale ne présentent pas une importance considérable en Italie. Les banques préfèrent avoir recours aux avances sur titres ; le taux nominal appliqué aux opérations de réescompte et aux avances sur titres est en général le même, 3,50 % actuellement ; lorsque leur situation de liquidité le leur permet, les banques peuvent à tout moment rembourser les avances sur titres obtenues par elles, ce qui n'est pas possible en matière de réescompte.

9. Sur les 442 milliards de liras d'effets détenus en portefeuille (à la fin de 1960) par la Banca d'Italia, 437 milliards de liras étaient constitués par des effets représentatifs de stockage (cf. tableau 5, page 171) et 5 milliards environ par des effets de commerce ordinaires. Le poste « avances sur titres » s'élevait en revanche à 64 milliards de liras, dont 61 milliards en faveur du secteur bancaire et 3 milliards au profit du secteur privé. La lecture du bilan de la banque centrale ne permet pas de se faire une idée de l'importance de l'effet de commerce comme instrument de crédit en Italie, car la majeure partie de ces effets figurent dans le portefeuille des banques elles-mêmes : le bilan d'ensemble des établissements de crédit (*aziende di credito*) fait état d'un portefeuille global de 2 316 milliards de liras pour les effets de commerce ordinaires, et de 103 milliards de liras seulement pour les effets représentatifs de stockage. La plupart des effets représentatifs de stockage sont au contraire détenus par la banque centrale.

a) Les conditions d'octroi du crédit de réescompte

10. Les établissements de crédit peuvent obtenir de la Banca d'Italia des crédits à court terme à 4 mois au maximum, sous forme de réescompte d'effets de commerce et de bons du Trésor, ou d'avances sur titres. La Banca d'Italia ne peut escompter d'effets de commerce qu'aux établissements de crédit, tandis qu'elle peut consentir des avances sur titres, même aux entreprises et aux particuliers. Comme on l'a exposé précédemment, le montant des avances sur titres consenties par la Banca d'Italia aux entreprises et aux particuliers est insignifiant.

¹ Ces effets sont tirés par les organismes de stockage ; ils représentent des créances sur l'Etat lorsqu'ils ne servent pas à financer des transactions sur marchandises, mais uniquement à compenser les pertes subies à l'occasion de ces opérations et qui doivent en définitive être supportées par le Trésor.

Tableau 5

**CREDITS DE REESCOMPTE ET AVANCES SUR TITRES ACCORDES PAR LA BANCA D'ITALIA
AUX ETABLISSEMENTS DE CREDIT ET AUX ENTREPRISES ET PARTICULIERS**

(en milliards de lires)

Situation en fin d'année	Réescampte de la Banca d'Italia aux banques (y compris les organismes spécialisés de crédit)				Avances sur titres de la Banca d'Italia aux :				Total (4 + 8)
	Effets commerciaux ordinaires	Effets de stockage	Bons du Trésor	Total (1 à 3)	Banques	Organismes spécialisés de crédit	Entreprises et particuliers	Total (5 à 7)	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1950	27,2	152,3	1,6	181,1	71,8	0,4	17,2	89,4	270,5
1951	16,6	151,6	0,1	168,3	73,2	0,7	18,9	92,8	261,1
1952	12,5	180,9	2,5	195,9	104,9	0,5	16,9	122,3	318,2
1953	12,2	237,8	0,1	250,1	95,3	0,8	16,3	112,4	362,5
1954	24,0	290,3	0,1	314,4	77,1	0,4	14,3	91,8	406,2
1955	7,2	318,4	0,1	325,7	70,9	0,3	11,6	82,8	408,5
1956	25,4	396,5	0,1	422,0	97,9	0,3	9,0	107,2	529,2
1957	20,5	379,7	—	400,2	73,9	0,4	7,2	81,5	481,7
1958	3,5	382,6	0,1	386,2	28,7	0,4	4,8	33,9	420,1
1959	2,9	427,3	0,1	430,3	42,8	0,2	3,2	46,2	476,5
1960	4,9	437,4	0,2	442,5	61,1	0,3	2,8	64,2	506,7

Source : Bollettino de la Banca d'Italia.

La loi portant création de la Banca d'Italia stipule que les effets présentés au réescompte doivent être revêtus au moins de deux signatures reconnues notoirement solvables et être payables sur une place où la Banca d'Italia ou ses correspondants possèdent un comptoir. En ce qui concerne les avances sur titres, une disposition de ce texte prévoit que les ouvertures de crédits ne doivent pas dépasser 85 % de la valeur des titres remis en garantie.

11. En principe, l'accès au crédit de réescompte de la Banca d'Italia n'est pas fixé d'avance. A l'inverse de la pratique suivie dans d'autres pays, la banque centrale n'a pas fixé de plafonds individuels dans les limites desquels chaque banque peut présenter des effets à l'escompte ou obtenir des avances sur titres. Cela ne signifie cependant pas que les banques peuvent obtenir automatiquement et sans limitation des crédits auprès de la Banca d'Italia. Celle-ci subordonne en général l'octroi de ses concours au respect, par la banque intéressée, d'une certaine relation entre le montant des engagements au titre du réescompte et des avances sur titres, d'une part, et le volume des dépôts de sa clientèle, d'autre part. Elle tient compte aussi de l'évolution générale de la liquidité bancaire.

b) L'efficacité de la politique de réescompte

12. Depuis 1945, le taux d'escompte de la Banca d'Italia a été modifié à quatre reprises seulement, contre dix-sept fois pour la Banque de France et vingt-quatre fois pour la Deutsche Bundesbank. On observera aussi qu'en Italie le taux d'escompte est demeuré inchangé pendant huit ans (de 1950 à 1958). Le taux des avances sur titres coïncide depuis 1951 avec celui de l'escompte de la banque centrale ; avant cette date, l'écart entre les deux taux atteignait parfois un point.

13. Il existe une corrélation entre le taux d'escompte de la Banca d'Italia et les taux minima des crédits bancaires, fixés pour les différentes catégories de crédit par un accord interbancaire. Comme, en général, les banques dépassent ces taux minima, les variations du taux d'escompte ne se répercutent pas nécessairement sur les taux d'intérêt débiteurs effectivement appliqués par les banques, c'est-à-dire sur le coût de crédit pour le bénéficiaire final, et cela d'autant moins que les banques ne font appel que dans une faible mesure aux concours de la banque centrale.

En général, un relèvement ou un abaissement du taux d'escompte – presque toujours suivi d'une modification correspondante du taux des avances sur titres, de celui des bons du Trésor et du taux auquel sont rémunérées les réserves obligatoires – influe moins sur les taux pratiqués sur le marché du crédit, que sur le comportement des banques, qui voient dans ces manipulations de taux l'indice d'une modification des conditions officielles du marché monétaire et qui s'efforcent, par conséquent, d'y adapter leur politique, surtout en matière d'octroi de crédits.

Les modifications du taux d'escompte peuvent exercer une influence indirecte sur les taux débiteurs des banques, en ce sens qu'elles provoquent éventuellement un changement des taux d'intérêt relatifs aux dépôts de la clientèle. Ces taux créditeurs, dont un accord interbancaire fixe les maxima, ne sont pas liés de façon automatique au taux d'escompte officiel, mais, en cas de modification de ce dernier, ils font l'objet d'un nouvel examen, suivi le cas échéant d'un ajustement. Généralement, les modifications des taux créditeurs interviennent lorsque le relèvement ou l'abaissement du taux d'escompte est suivi d'une modification correspondante des taux des valeurs du Trésor à court et à moyen terme et, lorsque, faute d'un ajustement des taux créditeurs des banques, la relation entre ceux-ci et les taux des valeurs du Trésor se trouve sensiblement modifiée. L'effet de la modification des taux d'intérêt créditeurs sur le compte d'exploitation des banques se répercute dans une certaine mesure sur les taux d'intérêt débiteurs effectivement appliqués par les banques.

CHAPITRE 2

LA POLITIQUE D'OPEN-MARKET

14. La loi portant création de la Banca d'Italia donne expressément à l'institut d'émission le droit d'acheter et de vendre des bons du Trésor et des obligations émises ou garanties par l'Etat. La Banca d'Italia ne recourt toutefois pas de façon systématique à cette faculté pour mener une véritable politique d'open-market. Aussi bien, son portefeuille ne renferme pratiquement pas de valeurs se prêtant à de telles interventions comme, par exemple, des bons du Trésor. Au surplus, il n'existe pas en Italie de marché monétaire comparable à ceux des autres pays, et sur lequel peuvent se compenser les demandes et les offres de fonds à court terme des banques. Le marché monétaire italien est presque exclusivement un marché interbancaire où les taux d'intérêt varient rarement.

15. Le Trésor, dont les émissions sur les marchés monétaire et financier exercent une influence sur la liquidité des banques et la liquidité de l'ensemble de l'économie, ne se livre qu'occasionnellement – comme par exemple en 1959 lors de l'émission de bons du Trésor à sept ou neuf ans (buoni del Tesoro poliennali) – à des opérations visant à atteindre les objectifs d'une politique d'open-market; ce faisant, le Trésor a, en 1959, retiré du marché quelques 300 milliards de lires de liquidités, qui provenaient surtout de l'afflux de devises, et les a stérilisés en les déposant auprès de la banque centrale.

Dans l'ensemble, les interventions du Trésor italien sur les marchés monétaire et financier ne sauraient être comparées aux opérations d'open-market pratiquées dans d'autres pays. Les différences tiennent aux particularités du système italien de crédit et à la politique d'emprunts du Trésor. Les bons du Trésor ordinaires (buoni del Tesoro ordinari, à échéance de 1 à 12 mois), par exemple, font en général l'objet d'émissions continues « à guichets ouverts »; à une exception près les taux d'intérêt de ces bons ont toujours été modifiés en même temps que le taux d'escompte de la Banca d'Italia. Depuis le mois de mai 1952 le taux nominal des bons du Trésor à 12 mois est égal au taux d'escompte officiel; toutefois, comme l'intérêt est précompté lors de la souscription, le taux de rendement réel est plus élevé que le taux nominal, soit actuellement 3,63 % contre 3,50 %. La majeure part des bons du Trésor en circulation (1 769 milliards de lires à la fin de 1960) est détenue par les banques (1 592 milliards de lires); mais ces portefeuilles bancaires sont presque entièrement bloqués (1 350 milliards de lires), soit au titre des réserves obligatoires (1 213 milliards de lires), soit accessoirement, pour assurer la couverture d'autres engagements (137 milliards de lires). Pour le moment, la Banca d'Italia n'achète pas de bons du Trésor aux

banques. Quant aux échanges de bons du Trésor de banque à banque, ils représentent un volume insignifiant.

16. Les opérations de swap (échange de devises contre liras) conclues entre l'Office italien des changes (Ufficio italiano dei cambi) et les banques sont assimilables à des transactions d'open-market. Elles consistent, pour les banques, à acheter des devises au comptant à l'Office des changes et à les lui revendre à terme. Les banques utilisent le produit de ces achats pour accorder des crédits en devises à des résidents et à des non-résidents, pour accroître leurs avoirs en devises et leurs placements sur les marchés monétaires étrangers, ou pour rembourser des facilités en devises consenties par des correspondants étrangers.

L'achat de devises étrangères a pour effet d'immobiliser une partie des liquidités bancaires. De l'automne 1959 à la fin du mois de janvier 1961 les banques ont ainsi acheté des devises auprès de l'Office italien des changes pour environ 491 millions de dollars. La liquidité des banques a diminué parallèlement de 306,6 milliards de liras.

La pratique d'opérations de swap poursuivie par l'Office italien des changes a son origine dans l'initiative prise par les autorités monétaires italiennes d'inviter les banques à réduire leur endettement net vis-à-vis de l'étranger. Cet endettement, qui s'élevait en novembre 1959 à 488 millions de dollars, a fait place, à la fin de janvier 1961, à une position créditrice de 19 millions de dollars. Le montant élevé des engagements nets en devises provenait du fait que les banques italiennes avaient emprunté des fonds à l'étranger, à des taux d'intérêt réduits, pour les reprêter sous forme de crédits en devises, à des résidents, à des taux plus élevés (surtout pour financer les importations).

CHAPITRE 3

LA POLITIQUE DES RESERVES OBLIGATOIRES

a) Généralités

17. Dès 1926, une réglementation préfigurant l'instrument actuel fut établie pour protéger les épargnants et les déposants. Elle prévoyait l'obligation pour les banques, soit de déposer à la banque centrale, à un compte productif d'intérêts, la fraction des dépôts de leur clientèle dépassant un montant égal à vingt fois celui de leurs fonds propres (capital et réserves), soit, si elles le préféraient, de placer cette somme, en totalité ou partiellement, en valeurs du Trésor à revenu fixe qu'elles devaient déposer auprès de la banque centrale.

Cette réglementation a été modifiée en 1947. Alors qu'elle s'inspirait jusqu'à cette époque du souci d'assurer la sécurité des dépôts, ses modifications ont eu pour objet de doter la Banca d'Italia d'un instrument de politique monétaire lui permettant d'agir sur la liquidité bancaire. La réforme a été adoptée en accord avec les banques.

b) Les établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires

18. La réglementation relative aux réserves obligatoires s'applique à tous les établissements de crédit, à l'exception des organismes spécialisés. A l'origine, les établissements de crédit de droit public (Istituti di credito di diritto pubblico), les banques d'intérêt national (Banche d'interesse nazionale), les banques ordinaires (Banche di credito ordinario) et les banques populaires (Banche popolari cooperative) étaient seuls tenus de l'observer. Depuis le 1er septembre 1958, elle s'applique aussi aux caisses d'épargne et aux établissements de prêts sur gage de première catégorie ¹, ces institutions ayant depuis quelques années accru le volume de leurs opérations à court terme. En revanche, les bureaux de chèques postaux ne sont pas soumis à l'obligation d'entretenir des réserves minima parce qu'en tout état de cause ils placent auprès du Trésor leurs disponibilités. Enfin, les caisses de crédit agricole sont soumises à une réglementation particulière.

c) Calcul des réserves obligatoires

19. La base de calcul des réserves obligatoires est constituée par les dépôts à vue, à terme et d'épargne auprès des établissements de crédit. Le pourcentage est le même quelles que soient les catégories de dépôts et les places bancaires. En revanche, les dépôts de banque à banque ne sont pas pris en ligne de compte. Les avoirs en liras des non-résidents font l'objet de prescriptions particulières (cf. par. 26).

Le montant des réserves obligatoires est calculé de la manière suivante pour les banques :

- 20 % de la fraction des dépôts dépassant le décuple du montant des fonds propres au 30 septembre 1947, dans les limites d'un maximum égal à 15 % de l'ensemble des dépôts de la clientèle ;
- 40 % de l'augmentation de ces dépôts par rapport à leur niveau au 30 septembre 1947, déduction faite, en cas de progression des ressources propres, d'une somme égale à dix fois cette progression ;
- aux termes de la réglementation en vigueur jusqu'au 31 décembre 1961, le niveau des réserves obligatoires ne devait pas dépasser 25 % des dépôts (depuis janvier 1962, 22,5 % ; cf. par. 27).

Comme le plafond a été rapidement atteint, à la suite de l'application de la méthode de calcul décrite ci-dessus, il est permis d'affirmer que, dans l'ensemble, les banques doivent conserver des réserves obligatoires correspondant à environ 22,5 % des dépôts de leur clientèle (25 % avant le 1er janvier 1962).

Par ressources propres, il faut entendre ici le capital libéré ou le fonds de dotation, ainsi que les réserves ordinaires et extraordinaires non affectées à des fins particulières.

20. Pour les caisses d'épargne et les établissements de prêts sur gage de première catégorie, le taux des réserves obligatoires est fixé à 20 % de l'augmentation des dépôts de la clientèle. Les réserves peuvent être déposées, soit auprès de la Banca d'Italia, soit auprès de l'Institut de crédit des caisses d'épargne (Istituto di credito delle casse di risparmio) ; dans ce dernier cas, l'Institut doit redéposer la moitié des réserves à la Banca d'Italia et observer certaines règles pour l'emploi de l'autre moitié.

Quant aux caisses de crédit agricole (Casse rurali ed artigiane), le législateur avait prescrit dès 1932 qu'elles devaient placer au moins 10 % des dépôts de leur clientèle en obligations émises par l'Etat ou par les organismes spécialisés de crédit, et les déposer à la Banca d'Italia ou auprès des autres institutions habilitées à cet effet. Une loi de 1955 a porté le taux des réserves obligatoires de 10 % à 20 % des dépôts de la clientèle pour les caisses de crédit agricole ayant le statut juridique de coopératives à responsabilité limitée.

21. Le montant des réserves obligatoires des banques est calculé, pendant la première quinzaine de chaque mois, sur la base du volume atteint à la fin du mois précédent par les dépôts retenus comme base de calcul des réserves. D'une manière générale, les banques ajustent leurs réserves effectives dans le mois qui suit celui servant de base de référence. En cas de retard dans cet ajustement, la Banca d'Italia n'applique ni intérêt de pénalisation, ni intérêt moratoire; mais les banques défailtantes font l'objet de rappels énergiques. Les banques peuvent déposer leurs excédents de réserves auprès de la banque centrale à des comptes ordinaires portant intérêt à des taux compris entre 0,50 % et 2 % (cf. page 165).

d) Réserves obligatoires et service d'intérêt

22. Pour s'acquitter de l'obligation de conserver des réserves, les banques ont le choix entre le maintien d'avoirs en compte à la Banca d'Italia et le dépôt, auprès d'elle, de bons du Trésor. Bien que les bons du Trésor, dont l'intérêt est précompté, offrent un rendement plus élevé que les réserves obligatoires constituées sous forme d'avoirs en compte, qui portent intérêt au même taux (actuellement 3,75 %) mais à terme échu, les réserves étaient, jusqu'au début de 1960, représentées pour moitié environ par des avoirs en compte. A partir de cette date, les banques ont tendu à augmenter davantage la fraction de leurs réserves obligatoires constituée sous forme de bons du Trésor (cf. tableau 6). Les intérêts des avoirs déposés au titre des réserves obligatoires sont également à la charge du Trésor.

23. La préférence accordée par chaque banque à telle ou telle forme de réserve dépend de sa propre situation, et notamment du niveau de ses disponibilités immédiates et de ses avoirs en bons du Trésor. Etant donné que, si les dépôts fléchissent, les réserves ne peuvent être utilisées qu'en proportion de cette baisse et que, pour encaisser les bons du Trésor, il est nécessaire d'attendre leur échéance (puisque'ils ne sont pas réescomptables auprès de la banque centrale), les banques ont intérêt à détenir une partie de leurs réserves sous forme de soldes créditeurs à la banque centrale: elles peuvent en effet ainsi effectuer des prélèvements sur ces avoirs pour faire face à des règlements, et remplacer ces avoirs par des bons du Trésor. Elles peuvent aussi utiliser cette possibilité lorsqu'elles ont besoin d'un supplément de moyens de paiement, mais ne veulent pas faire appel aux concours de la banque centrale, ou encore lorsqu'elles désirent investir des excédents de disponibilités. Le dépôt de bons du Trésor, combiné avec le retrait d'avoirs déposés à la banque centrale équivaut à une mobilisation de bons du Trésor « libres » avant leur échéance, tandis que l'opération inverse permet aux banques de bénéficier d'un intérêt (3,75 % actuellement) sur leurs réserves sans être liées par des échéances.

24. Dans le cadre de ce système des réserves obligatoires, la Banca d'Italia a la possibilité d'acheter des bons du Trésor, dans la limite du montant des réserves obligatoires déposées chez elle par les banques sous forme d'avoirs en compte. Ces achats sont effectués en fonction des besoins de disponibilités du

Tableau 6

RESERVES OBLIGATOIRES

(en milliards de liras)

Position	Avoirs auprès de la banque centrale			Total des réserves obligatoires	En % des réserves obligatoires		
	Dépôt de bons du Trésor des banques	Contrepartie couverte par des placements en bons du Trésor	Autres avoirs		Portefeuille des banques en bons du Trésor	Contrepartie couverte par des placements en bons du Trésor	Autres
Fin de période	1	2	3	5 = 1 + 4	6 = 1 : 5	7 = 2 : 5	8 = 3 : 5
				4 = 2 + 3			
1956 décembre	555,8	345	155,5	500,5	52,6	32,7	14,7
1957 mars	558,9	350	178,3	528,3	51,4	32,0	16,6
juin	565,8	350	186,3	536,3	51,3	31,8	16,9
septembre	572,8	347	200,8	547,8	51,1	31,0	17,9
décembre	618,7	345	200,2	545,2	53,2	29,6	17,2
1958 mars	511,1	340	362,2	702,2	42,1	28,0	29,9
juin	554,6	330	382,5	712,5	43,8	26,0	30,2
septembre	468,3	330	503,9	833,9	36,0	25,3	38,7
décembre	617,8	325	445,0	770,0	44,5	23,4	32,1
1959 mars	604,0	290	574,1	864,1	41,1	19,8	39,1
juin	629,7	234	676,0	910,0	40,9	15,2	43,9
septembre	687,5	154	713,3	867,3	44,2	9,9	45,9
décembre	894,7	128	635,0	763,0	54,0	7,7	38,3
1960 mars	892,9	98	718,6	816,6	52,2	5,7	42,1
juin	1 061,9	74	636,2	710,2	59,9	4,2	35,9
septembre	1 051,9	40	762,7	802,7	56,7	2,2	41,1
décembre	1 285,0	20	656,5	676,5	65,5	1,0	33,5

Source: Bollettino de la Banca d'Italia.

Trésor, et s'inscrivent au poste « *impieghi in titoli per conto del Tesoro* », qui figure à l'actif du bilan de la Banca d'Italia et dont la contrepartie est constituée, au passif, par les réserves obligatoires des banques. Alors qu'au passif de la banque centrale les avoirs des banques au titre des réserves obligatoires s'élevaient à 508,1 milliards de liras à la fin de 1955 et à 676,5 milliards à la fin de 1960, ce poste de l'actif est tombé de 355 milliards à la fin de 1955 à 20 milliards de liras à la fin de 1960.

e) Réserves obligatoires correspondant aux chèques de banque en circulation

25. Des dispositions analogues à la réglementation sur les réserves obligatoires s'appliquent aux chèques mis en circulation par les banques (« chèques circulaires »: *assegni circolari*). En contrepartie des chèques qu'elles ont mis en circulation, les banques doivent verser à la banque centrale, à titre de couverture, une fraction des fonds reçus correspondant à 40 % de l'encours de ces chèques; toutefois, si celui-ci dépasse le montant de leurs fonds propres, les banques doivent déposer à la banque centrale une somme égale à la totalité de cet encours. En 1947, le pourcentage de couverture des chèques circulaires émis en dépassement des fonds propres avait été ramené à 60 %; mais il a été de nouveau porté à 100 % en 1953. Depuis cette date, la couverture doit être assurée sous forme de dépôt de bons du Trésor auprès de la banque centrale.

f) Réserves obligatoires correspondant aux avoirs des non-résidents

26. Les banques qui acceptent les dépôts en liras des non-résidents sont tenues de verser à la Banca d'Italia un montant correspondant à 50 % de ces dépôts, sur des comptes « M », assortis d'un intérêt de 0,5 %.

g) Efficacité de la politique des réserves obligatoires

27. Le comité interministériel pour le crédit et l'épargne (*Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio*) peut modifier les taux des réserves obligatoires. En fait, depuis la mise en œuvre de la réglementation des réserves en 1947, il a modifié le taux pour la première fois en janvier 1962, en le ramenant de 25 % à 22,5 %. Jusqu'à cette date, les avoirs en compte à la banque centrale et les bons du Trésor représentaient effectivement 23 à 24 % des dépôts de la clientèle auprès des banques ¹.

Le maintien d'un taux de réserve inchangé (ce qui fut le cas de 1947 à 1961) n'immobilise des liquidités bancaires que lorsque les dépôts de la clientèle auprès des banques augmentent, et il en libère lorsque les dépôts diminuent. Depuis 1947, ces dépôts se sont constamment accrus. Les dépôts bancaires ¹

assujettis aux réserves obligatoires sont passés de 4 511,9 milliards de liras à la fin de 1956 à 8 156 milliards de liras à la fin de 1960. Parallèlement, les réserves sous forme d'avoirs en compte ou de bons du Trésor, sont effectivement passées de 1 056,3 milliards de liras, à la fin de 1956, à 1 883,5 milliards de liras à la fin de 1960.

28. Le taux des réserves obligatoires est assez élevé par rapport à ceux en vigueur dans les autres pays (Pays-Bas 10 % et Allemagne fédérale 7 à 20 %), surtout si l'on tient compte qu'il s'applique sans distinction aux dépôts à vue, aux dépôts à terme et aux dépôts d'épargne. Néanmoins, ce taux élevé n'affecte guère la rentabilité des banques, puisque les avoirs en compte et les bons du Trésor constituant les réserves obligatoires bénéficient actuellement, les uns et les autres, d'un intérêt de 3,75 %, soit un quart de point de plus que les taux pratiqués par la Banca d'Italia en matière de réescompte et d'avances sur titres.

29. On ne saurait mesurer l'effet exercé sur la liquidité bancaire par la réglementation italienne des réserves obligatoires au seul volume global de ces réserves. Cette incidence dépend en effet d'abord des montants respectifs d'avoirs en compte et de bons du Trésor que les banques utilisent — en cas d'augmentation ou de diminution de leurs dépôts — pour ajuster leurs réserves en fonction du minimum obligatoire. Elle dépend aussi des modifications apportées par les banques — indépendamment des fluctuations des dépôts bancaires — au rapport existant entre les deux éléments constitutifs des réserves (cf. par. 23, page 178). Ce rapport n'est pas déterminé par la Banca d'Italia, puisque chaque banque est libre de déterminer elle-même la fraction de ses réserves obligatoires qu'elle maintiendra sous telle ou telle forme.

Il ne faut pas oublier non plus que l'achat de bons du Trésor par la banque centrale en contrepartie d'avoirs des banques au titre des réserves obligatoires peut accroître la liquidité bancaire, si l'on considère que le Trésor utilise pour des paiements intérieurs le produit de la vente de ces bons à la banque centrale.

L'abaissement de 25 % à 22,5 % du taux des réserves obligatoires en janvier 1962 — le premier intervenu depuis 1947 — a eu pour effet de libérer quelques 200 milliards de liras bloqués au titre des réserves, accroissant d'autant la liquidité des banques, soit sous forme d'avoirs « libres » auprès de la banque centrale, soit de bons du Trésor « libres ».

CHAPITRE 4

LA GESTION DE LA TRESORERIE PUBLIQUE ET SES INCIDENCES SUR LA LIQUIDITE

30. La Banca d'Italia est l'agent financier (« fiscal agent ») du Trésor ; elle est également chargée de la tenue de ses comptes. Ces tâches lui ont été confiées à titre temporaire par des textes législatifs successifs, dont le dernier (nouvelle loi de décembre 1960) lui confère ces responsabilités jusqu'au 31 décembre 1970.

Dans le cadre de cette mission, la Banca d'Italia encaisse les recettes et règle les dépenses du Trésor. L'écart entre les flux d'entrée et de sortie affecte par conséquent la liquidité des banques. Les fluctuations des courants de recettes sont surtout liées à la périodicité des échéances fiscales. Pour donner une idée de l'ordre de grandeur des mouvements de fonds qui se produisent à l'occasion de ces échéances, il suffit d'indiquer que, sur un montant d'environ 3 400 milliards de liras de recettes budgétaires, plus de 500 milliards sont représentés par des impôts directs dont le versement est exigible tous les mois pairs. Pendant ces mois, et tout particulièrement vers le milieu de la période, il y a donc une réduction de liquidité d'environ un sixième du montant indiqué (environ 85 milliards de liras). Sauf quelques exceptions d'importance négligeable, les autres impôts sont perçus de façon continue.

31. En général, les comptes des collectivités locales sont tenus par des banques. Les opérations de caisse auxquelles donne lieu l'exécution des budgets locaux n'exercent donc pratiquement aucun effet sur la liquidité de l'ensemble du système bancaire. Actuellement les recettes annuelles de ces collectivités sont de l'ordre de 1 100 milliards de liras, leurs dépenses, de 1 500 milliards, et leur endettement est de 1 500 milliards environ. L'Etat contribue au financement des collectivités locales soit en leur attribuant une fraction des impôts du budget général, selon des pourcentages et des modalités différents suivant les catégories de collectivités, soit en leur accordant une aide à la charge de ce budget.

Les autres institutions officielles (en dehors de l'Etat et des collectivités locales) qui ont des liens particulièrement étroits avec l'Etat pour des raisons financières et administratives conservent leurs disponibilités (environ 400 milliards de liras) auprès du Trésor. En revanche, d'autres institutions (y compris les collectivités locales) dont les liens avec l'Etat sont moins marqués, confient aux banques leurs disponibilités (environ 700 à 800 milliards).

32. Les bureaux de chèques postaux et la caisse d'épargne postale confient leurs disponibilités à la Caisse de dépôts et de prêts (Cassa depositi et prestiti)

qui fonctionne comme une direction générale du ministère du Trésor dotée de l'autonomie de gestion. La Caisse emploie ces ressources à des prêts à long terme en faveur de collectivités ou d'organismes du secteur public, — collectivités locales et coopératives notamment —, et à l'achat de valeurs d'Etat ou garanties par l'Etat, le reste étant déposé en compte courant auprès du Trésor. Compte tenu des liens administratifs et comptables très étroits qui existent entre le Trésor, l'Administration des postes et la Caisse de dépôts et prêts, étant donné par ailleurs que cette Caisse confie à la banque centrale le soin d'assurer ses opérations de caisse, les opérations de l'Administration des postes et de la Caisse de dépôts et prêts exercent, sur la liquidité bancaire, des répercussions analogues à celles des opérations du Trésor.

A la fin de décembre 1960, les fonds recueillis par l'Administration des postes s'élevaient à 2 461 milliards (dont 342 milliards de dépôts d'épargne, 1 723 milliards de bons postaux productifs d'intérêts (Buoni fruttiferi postali) et 396 milliards de dépôts aux comptes chèques postaux sur lesquels 228 milliards appartenaient à des organismes publics) et les dépôts de la Caisse de dépôts et prêts auprès du Trésor à 1 202 milliards.

33. Depuis la fin de la guerre, le budget italien s'est constamment soldé par un déficit que le Trésor a financé par des appels à la banque centrale et par l'émission de valeurs d'Etat.

La Banca d'Italia est un des plus importants prêteurs de fonds du Trésor. En vertu du décret législatif n° 544 du 7 mai 1947, la banque centrale est autorisée à accorder au Trésor des avances dans la limite de 15 % du montant des dépenses budgétaires (dépenses en capital exclues). Sur la base de 3 185 milliards de lires de dépenses courantes pour l'année 1960, le plafond des avances au Trésor s'établit actuellement à environ 475 milliards de lires. Lorsque le solde débiteur du compte des avances dépasse le maximum autorisé, la banque centrale doit en aviser le ministre du Trésor. Passé un délai de vingt jours à dater de cette notification, la Banca d'Italia cesse d'effectuer des paiements pour le compte du Trésor tant que le découvert du compte d'avances n'est pas ramené au-dessous du plafond de 15 %.

34. Ainsi qu'il ressort du tableau 7, les avances du Trésor n'ont jusqu'à présent jamais atteint le plafond fixé par le décret précité. En 1959, elles ont même été complètement remboursées en raison de la situation particulièrement favorable du Trésor au cours de l'année considérée.

En plus des avances, le Trésor dispose aussi d'autres possibilités de recours à la banque centrale (cf. tableau 7) :

Effets de stockage : le financement des opérations de stockages s'effectue grâce à l'émission, par les organismes stockeurs, d'effets qui sont escomptés par les établissements de crédit, puis présentés au réescompte. Au début de chaque campagne, le montant des effets émis par les organismes stockeurs représente

Tableau 7

SITUATION DEBITRICE ET CREDITRICE DU TRESOR ENVERS LA BANCA D'ITALIA

(en milliards de lires)

	Comptes débiteurs								Comptes créditeurs			Pour mémoire		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Financement de stockages	Financement de l'Office des changes en faveur du Trésor	Valeurs d'Etat	Bons du Trésor (réserves obligatoires)	Avances temporaires	Avances extra-ordinaires	Comptes débiteurs divers	Total (1 à 7)	Compte courant	Comptes créditeurs divers	Total (9 + 10)	Endettement net (8 - 11)	Réserves bancaires obligatoires (dépôts auprès de la banque centrale)	Total du bilan de la Banca d'Italia
1955	318	285	129	355	187	567	6	1847	-	52	52	1795	508	2471
1956	396	283	133	345	148	567	8	1879	-	35	35	1844	500	2636
1957	380	267	150	345	202	567	5	1916	-	43	43	1873	545	2841
1958	383	270	143	325	155	567	16	1859	-	35	35	1824	769	3298
1959	427	244	165	128	-	567	18	1549	162	44	206	1343	763	3557
1960	437	202	175	20	-	549	5	1388	159	38	197	1191	677	3652

Source: rapports annuels de la Banca d'Italia.

leur charge pour le financement de la récolte ; par la suite, leur montant résiduel, qui est mis à la charge du Trésor, trouve sa contrepartie, soit dans des stocks, soit dans la différence entre le prix de cession des récoltes et leur prix de revient.

Crédits en devises : le poste « financement de l'Office italien des changes en faveur du Trésor » retrace les cessions de devises de l'Office italien des changes au Trésor en vue d'assurer le financement des importations de l'Etat ; ce compte est débité de la contre-valeur en liras des cessions de devises, dont le montant est porté au crédit du compte courant de l'Office italien des changes auprès de la banque centrale. Le solde du compte indiqué à ce poste représente une dette du Trésor.

Valeurs d'Etat : le poste « valeurs d'Etat » comprend notamment des valeurs cédées par le Trésor à l'Office italien des changes – et rétrocédées par ce dernier à la banque centrale –, en règlement des dettes contractées à l'occasion d'opérations analogues à celles qui sont mentionnées ci-dessus (article 41 des statuts de la Banca d'Italia).

Bons du Trésor (réserves obligatoires) : à ce poste, sont retracés les achats de bons du Trésor effectués par la banque centrale en contrepartie des avoirs en compte des banques au titre des réserves obligatoires. Comme il est indiqué au paragraphe 24, la banque centrale peut acquérir en portefeuille des bons du Trésor, à concurrence de la fraction des réserves obligatoires conservées chez elle par les banques sous forme de soldes créditeurs (soit 677 milliards de liras à la fin de 1960). Indépendamment de la réglementation relative aux réserves obligatoires, la Banca d'Italia peut, en vertu de l'article 41 de ses statuts, acheter des bons du Trésor sans limitation.

Avances extraordinaires : les avances extraordinaires avaient été accordées pour assurer les charges du financement du Trésor pendant la période de guerre et d'après-guerre ; elles représentent notamment la contre-valeur des billets de banque émis par les autorités alliées pendant l'occupation (lire militari).

35. Les autres moyens importants de financement du Trésor sont constitués par les diverses émissions de valeurs du Trésor à court, moyen et long terme. Il faut mentionner d'abord les bons du Trésor détenus par les banques essentiellement pour respecter la réglementation des réserves obligatoires. A la fin de 1960, les portefeuilles de bons du Trésor détenus par les banques représentaient un total de 1 552 milliards de liras, dont 1 285 milliards de liras au titre des réserves obligatoires.

Le Trésor se procure aussi des ressources en émettant des emprunts à moyen et long terme sur le marché de capitaux. Il s'agit ici surtout d'obligations du Trésor à 7 ou 9 ans (buoni del Tesoro poliennali), dont la circulation s'élevait à la fin de 1960 à 2 000 milliards de liras environ. Les principaux acheteurs de ces valeurs sont les entreprises et les particuliers (environ 1 200 milliards de liras à la même date), mais les banques (aziende di credito) en possèdent également des montants considérables dans leurs portefeuilles (environ 540 milliards de liras à la fin de 1960).

D'une façon générale, les émissions de l'Etat sur le marché financier sont faites en fonction des besoins de financement du Trésor. Elles ne sont cependant pas tout à fait indépendantes de la politique de liquidité, dans la mesure notamment où la Banca d'Italia et le Trésor collaborent étroitement pour déterminer les modalités d'appel au marché, notamment le montant et les conditions de l'emprunt ainsi que la date de son lancement.

Dans certains cas exceptionnels, le Trésor a aussi procédé à des émissions en vue d'atteindre des objectifs d'une politique d'open-market. En 1959, par exemple, (cf. par. 15), le Trésor a émis un emprunt de 300 milliards de lire dans le seul but d'éponger des liquidités du marché.

36. L'effet global de l'ensemble des opérations financières du Trésor sur la liquidité du système bancaire et de l'économie apparaît dans les mouvements des comptes débiteurs et créditeurs du Trésor auprès de la banque centrale. On a déjà indiqué que les opérations du Trésor sont presque exclusivement déterminées par les besoins de financement de l'Etat et ne sont qu'occasionnellement influencées par des objectifs de politique monétaire. Le Trésor n'a guère eu d'ailleurs à intervenir dans ce domaine, en raison de l'absence en Italie, depuis la stabilisation monétaire de 1947, de fortes fluctuations de la conjoncture et de sérieuses tensions monétaires.

CHAPITRE 5

LES DIRECTIVES EN MATIERE DE CREDIT ET DE LIQUIDITE

37. La législation et la réglementation bancaires prévoient certaines limitations relatives à l'octroi des crédits par les banques, limitations qui sont reproduites dans les statuts des établissements intéressés. Il s'agit surtout de règles à observer par les caisses d'épargne, les établissements de crédit sur gage de première catégorie, et les caisses de crédit agricole et artisanal.

La loi bancaire prévoit en outre que le comité interministériel pour le crédit et l'épargne peut édicter des règles sur les points suivants :

- rapport entre les différentes catégories d'emplois des banques, soit du point de vue de la liquidité, soit du point de vue des secteurs économiques bénéficiaires des crédits ;
- rapport entre les fonds propres et les engagements (la fraction des dépôts qui dépasse le montant autorisé par cette ratio ne peut être employée qu'à certains placements) ;
- garanties à fournir pour éviter une accumulation de risques découlant d'un accroissement des ouvertures de crédits ;
- obligation d'obtenir l'autorisation de la Banca d'Italia pour certaines formes d'emploi de fonds ;
- prescriptions concernant l'émission de chèques « circulaires ».

38. La loi bancaire prévoit également que la Banca d'Italia peut établir des règles sur les points suivants :

- rapport entre le capital social et les investissements en immeubles et en valeurs mobilières ;
- plafonds des crédits ouverts.

La loi, et les directives adressées aux banques, prévoient enfin, en ce qui concerne les banques de dépôt, qu'aucune ouverture de crédit ne peut dépasser le cinquième du montant des fonds propres sans autorisation préalable de la Banca d'Italia, et que les achats d'actions ne peuvent être effectués que pour le compte de la clientèle. En revanche, les placements en valeurs à revenu fixe sont autorisés.

Cinquième partie

**LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
EN BELGIQUE**



SOMMAIRE

Remarques préliminaires	193
<i>La liquidité de l'ensemble de l'économie – La liquidité du système bancaire</i>	
Chapitre 1: La politique du réescompte	199
<i>Les conditions du crédit d'escompte (conditions qualitatives – plafonds de réescompte) – Le rôle de l'Institut de réescompte et de garantie (I.R.G.) – L'efficacité de la politique du réescompte</i>	
Chapitre 2: La politique d'open-market	208
<i>Le rôle du Fonds des rentes – La structure du marché monétaire – L'efficacité de la politique d'open-market</i>	
Chapitre 3: Le système des coefficients bancaires et des réserves obligatoires	217
Chapitre 4: La gestion de la trésorerie publique et ses incidences sur la liquidité	221

TABLEAUX

1 – Stock monétaire intérieur	195
2 – Liquidité quasi-monétaire (liquidité secondaire)	196
3 – Origines des variations du stock monétaire	197
4 – Importance et financement du portefeuille d'effets de l'Institut de réescompte et de garantie	204
5 – Emissions, remboursements d'emprunts et interventions du Fonds des rentes sur le marché des emprunts publics	209 191

TABLEAUX (suite)

6 – Principaux actifs et passifs du Fonds des rentes	212
7 – Les conditions d'émission des certificats de trésorerie	215

GRAPHIQUE

Taux d'escompte et taux pratiqués sur les marchés monétaire et financier	207
--------------------------------------------------------------------------	-----

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. En Belgique, la politique monétaire et du crédit s'appuie principalement sur la politique d'escompte, la politique d'open-market jouant jusqu'à présent un rôle moins grand. Mais depuis le début de cette année, les autorités monétaires disposent également de l'instrument de la politique des réserves obligatoires.

Les institutions monétaires sont caractérisées par l'existence de deux organismes placés en quelque sorte en avant de la banque centrale : le Fonds des rentes pour les opérations d'open-market et l'Institut de réescompte et de garantie pour certaines opérations d'escompte.

Si l'on veut comprendre la politique monétaire de la Belgique et son application par les organismes compétents, il est nécessaire de tenir spécialement compte des facteurs suivants : l'importance particulière, par rapport à d'autres Etats membres de la C.E.E., de la balance des paiements avec l'étranger, le niveau élevé de la circulation fiduciaire, la persistance depuis de nombreuses années du déficit budgétaire de l'Etat, et enfin la multiplicité des autorités compétentes en matière de politique monétaire (Trésor, Banque nationale de Belgique, Commission bancaire et Fonds des rentes, bien que cet organisme soit géré par le Trésor et la Banque nationale).

a) La liquidité de l'ensemble de l'économie

2. La Banque nationale de Belgique compte parmi les liquidités intérieures non seulement la circulation fiduciaire et les dépôts à vue, mais, comme aux Pays-Bas, certaines créances sur les institutions créatrices de monnaie ¹ et les caisses d'épargne. Ces créances sont désignées sous le nom de liquidités quasi-monétaires.

En dehors des espèces et des dépôts à vue des entreprises et des particuliers auprès des institutions créatrices de monnaie, la *masse monétaire intérieure* comprend les dépôts à vue du secteur public (avoirs du Trésor auprès de l'Office des chèques postaux et avoirs des organismes publics subordonnés, principalement auprès du Crédit communal).

Les liquidités quasi-monétaires englobent les avoirs d'épargne, les dépôts à terme et les avoirs en devises des résidents auprès des banques de dépôts, les

¹ C'est-à-dire la Banque nationale de Belgique, le Fonds monétaire belge (qui n'émet que des monnaies divisionnaires), les banques de dépôts, le Crédit communal, la Caisse nationale de crédit professionnel et l'Office des chèques postaux.

dépôts d'épargne, les avoirs entretenus auprès de la Caisse générale d'épargne et de retraite ainsi que les dépôts d'épargne à moins de deux ans auprès des caisses d'épargne privées.

3. La Banque nationale de Belgique publie, chaque mois, dans son bulletin mensuel un tableau donnant la décomposition et la répartition de la masse monétaire prise au sens étroit du terme (cf. tableau 1). Dans son rapport annuel, elle indique encore la ventilation par catégories des liquidités quasi-monétaires détenues auprès des banques et des caisses d'épargne (cf. tableau 2). Comme le montre ce tableau, les dépôts d'épargne détenus par les caisses d'épargne représentent la partie de beaucoup la plus importante de ces liquidités (en septembre 1961: 70 %). Les effets à court terme du Trésor se trouvent presque exclusivement entre les mains des banques et de certaines autres institutions financières; ils ne sont pas englobés dans les liquidités de l'économie. Sur la base des bilans trimestriels intégrés des institutions créatrices de monnaie, la Banque nationale de Belgique publie quatre fois par an un tableau des *causes de variations de l'ensemble des liquidités* (y compris les liquidités quasi-monétaires, sauf les dépôts à la Caisse générale d'épargne et de retraite et dans les caisses d'épargne privées). Les résultats de cette analyse font l'objet du tableau 3.

Les facteurs cités pour expliquer les variations du volume global des liquidités sont essentiellement les crédits accordés aux entreprises et aux particuliers, les crédits consentis au secteur public, les transactions avec l'étranger, à l'exclusion des opérations en capital du secteur public, ainsi que les liquidités provenant de la réalisation des titres de la dette publique. Les opérations en capital du secteur public avec l'étranger figurent dans ce tableau avec les crédits accordés par le système bancaire sous la rubrique «financement monétaire du secteur public».

b) La liquidité du système bancaire

4. Contrairement à la Nederlandsche Bank et à la Deutsche Bundesbank, la Banque nationale de Belgique ne publie pas dans ses analyses de tableaux relatifs aux variations de la liquidité bancaire et à leurs causes. A l'appui des bilans de la Banque nationale et à l'aide du rapport annuel de la Commission bancaire, on peut cependant avoir un aperçu de l'évolution de la liquidité bancaire et de l'importance respective de ses causes.

Les *avoirs liquides* des banques, qui comprennent les encaisses, les prêts au jour le jour et les avoirs à vue auprès de la Banque nationale de Belgique, de l'Office des chèques postaux et de la Caisse nationale de crédit professionnel, sont relativement faibles. De fin 1957 à fin 1960, ils s'élevaient en moyenne, pour les banques, à 4 1/2 % du montant global de leurs bilans. Le système des coefficients de trésorerie obligeait les banques à maintenir une certaine liquidité de caisse en relation avec leurs engagements (cf. page 217).

Tableau 1

STOCK MONETAIRE INTERIEUR

(en milliards de francs belges)

Position	Monnaie fiduciaire			Monnaie scripturale détenue par les entreprises et particuliers 2				Stock de monnaie scripturale	Total du stock monétaire	Pourcentage de monnaie fiduciaire
	1	2	3	4	5	6	7			
Fin d'année										11 = 3 : 10
1957	5,4	112,7	115,5	6,4	0,9	22,0	53,2	76,1	82,5	58,3 %
1958	5,5	117,4	120,3	7,2	0,5	24,0	57,5	82,0	89,2	57,4 %
1959	5,6	118,3	121,3	7,6	0,5	25,8	61,1	87,4	95,0	56,1 %
1960	5,8	124,1	126,8	7,3	0,7	26,9	58,7	86,3	93,6	57,5 %
1961	6,0	129,1	132,2	10,0	0,6	27,9	66,7	95,2	105,2	55,7 %

1 Déduction faite des encaisses des organismes monétaires.

2 Y compris des organismes paraétatiques administratifs et les avoirs des résidents congolais.

3 En l'occurrence au Crédit communal.

4 Banques de dépôts, Crédit communal et Caisse nationale de crédit professionnel.

Source: Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique (Tableau XIII - 4).

Tableau 2
LIQUIDITE QUASI-MONETAIRE
(liquidité secondaire)

(en milliards de francs belges)

Position	Dépôts du Trésor auprès de la Banque nationale de Belgique	Dépôts auprès des banques ¹			Dépôts auprès		Total
		Dépôts en monnaies étrangères	Dépôts en francs belges		de la Caisse générale d'épargne et de retraite ³	des caisses d'épargne privées ⁴	
			à plus d'un mois ²	en camets			
Fin de mois	1	2	3	4	5	6	7
1957 décembre	0,3	3,2	11,0	12,3	66,8	17,6	111,2
1958 décembre	0,6	2,6	14,2	13,2	75,2	20,1	125,9
1959 décembre	0,5	4,3	16,1	15,4	82,2	23,5	142,0
1960 décembre	0,2	7,2	19,1	15,6	85,8	25,8	153,7
1958 septembre	0,5	2,6	14,4	12,5	69,9	19,2	119,1
1959 septembre	0,6	3,1	16,2	14,7	77,3	22,3	134,2
1960 septembre	0,3	8,0	18,1	15,6	81,9	25,0	148,9
1961 septembre	—	8,4	25,2	15,9	86,7 ⁵	28,2	164,4 ⁵

¹ Avoirs des résidents belges, luxembourgeois et congolais.

² Les comptes des sociétés financières dans les banques ont pu être compris à partir de 1958 seulement.

³ Dépôts sur livrets et comptes courants.

⁴ Comptes d'épargne et de dépôts.

⁵ Chiffre provisoire.

Tableau 3

ORIGINES DES VARIATIONS DU STOCK MONETAIRE

(en milliards de francs belges)

Position	Période	Stock monétaire		Liquidités quasi-monétaires 1		Total du stock monétaire et des liquidités quasi-monétaires		Opérations avec l'étranger 2		Financement monétaire des pouvoirs publics			Monétisation d'effets publics		Crédits d'escompte, d'avances et d'acceptation aux entreprises et particuliers résidant en Belgique	Crédits à des intermédiaires financiers non monétaires	Emprunts obligataires des banques de dépôts	Divers
		de l'Etat	par cession de titres de la dette	par cession nette de devises	des autres pouvoirs publics	par l'intermédiaire du Fonds des rentes	achats sur le marché par les organismes monétaires	de l'Etat	par cession de titres de la dette	par cession nette de devises	des autres pouvoirs publics	par l'intermédiaire du Fonds des rentes	achats sur le marché par les organismes monétaires					
	1957	- 0,3	+ 1,3	+ 1,0	+ 1,3	+ 1,3	+ 1,1	+ 0,7	- 1,6	+ 1,2	- 1,7	+ 3,4	+ 0,1	- 0,6	- 0,7			
	1958	+ 11,5	+ 3,8	+ 15,3	+ 14,9	+ 14,9	+ 4,3	+ 1,4	- 0,1	+ 1,9	+ 2,2	- 8,4	+ 1,7	- 1,7	- 0,9			
	1959	+ 6,8	+ 5,8	+ 12,6	+ 0,7	+ 0,7	+ 7,0	- 4,0	+ 1,5	+ 1,8	+ 1,4	+ 4,4	+ 0,2	- 0,3	- 0,1			
	1960	+ 4,1	+ 5,8	+ 10,5	+ 1,9	+ 1,9	+ 3,0	+ 0,9	+ 1,9	+ 0,2	+ 1,9	+ 4,7	+ 0,2	- 0,7	- 3,5			
	1961																	
	1 ^{er} trim.	+ 2,2	+ 3,4	+ 5,4	- 1,9	- 1,9	+ 5,3	+ 0,2	- 0,6	+ 1,1	- 0,5	- 1,6	+ 0,8	- 0,3	+ 2,9			
	2 ^e trim.	+ 4,7	+ 0,4	+ 4,5	+ 0,1	+ 0,1	+ 5,9	- 6,1	+ 0,6	- 0,1	+ 0,3	+ 2,7	+ 0,7	- 0,3	+ 0,7			
	3 ^e trim.	+ 1,8	+ 3,6	+ 5,3	+ 4,0	+ 4,0	+ 4,0	- 1,7	- 0,5	+ 0,8	+ 0,1	+ 0,5	-	- 0,2	- 1,6			
	4 ^e trim.	+ 8,9	+ 1,9	+ 10,6	+ 5,5	+ 5,5	- 6,4	+ 1,0	+ 2,3	+ 0,9	+ 0,6	+ 6,5	+ 0,3	- 0,2	+ 0,1			

1 Non compris les dépôts auprès de la Caisse générale d'épargne et de retraite et des caisses d'épargne privées.

2 A l'exclusion des opérations en capital et des donations des pouvoirs publics.

Source: Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique (Tableau XIII - 3).

5. La *liquidité potentielle* des banques belges consiste principalement en effets de commerce et en acceptations bancaires réescomptables auprès de la banque centrale ou de l'Institut de réescompte et de garantie. Depuis de nombreuses années, le total des avoirs bancaires étrangers, réalisables à court terme, est peu élevé. D'une manière générale, les banques accusent même à court terme des soldes passifs envers l'étranger, soldes qui ont oscillé entre 2,5 milliards et 7 milliards de francs belges environ, pour la période allant de 1953 à 1960. En dehors des effets de commerce et des acceptations bancaires, la liquidité potentielle consiste surtout en certificats du Trésor et du Fonds des rentes. Ces certificats sont mobilisables auprès de la banque centrale, mais une partie relativement élevée de ces titres est immobilisée par suite du système des coefficients bancaires en vigueur depuis 1946 – système qui a d'ailleurs été considérablement réformé au début de 1962 – (cf. page 218), de sorte que, dans l'ensemble, ils ne peuvent être considérés comme liquidités potentielles qu'avec certaines réserves.

Les principaux facteurs de variations de la liquidité bancaire sont :

- les variations de la circulation monétaire,
- les variations nettes des créances sur l'étranger de l'institut d'émission,
- les transactions nettes de l'Etat avec la banque centrale,
- les transactions nettes du Fonds des rentes avec la banque centrale.

6. En matière de politique du crédit, la Banque nationale de Belgique a utilisé, dans le passé, les instruments agissant quantitativement et directement sur la liquidité bancaire, mais dans une mesure beaucoup plus faible qu'en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas. Jusqu'à la fin de 1961 un système des réserves obligatoires de forme classique n'existait pas et n'aurait d'ailleurs pas eu de raison de coexister avec le *système des coefficients bancaires*. Mais à la suite d'une réforme, dont l'essentiel est étudié plus loin, un tel système a été créé récemment. Quant à la politique d'open-market, elle n'est pas appliquée par la banque centrale, mais par un fonds spécial, le Fonds des rentes, sur les opérations duquel celle-ci peut exercer une influence. Jusqu'à présent, ces possibilités d'action de la banque centrale sur le crédit bancaire reposaient donc en premier lieu sur les conditions de son réescompte et de ses autres crédits de «refinancement». Les dispositions concernant les coefficients bancaires – récemment modifiées d'ailleurs – jouent un rôle important pour la structure des actifs des banques.

Les chapitres suivants traitent d'abord de la politique du réescompte de la Banque nationale de Belgique, puis de la politique d'open-market pratiquée par le Fonds des rentes en coopération avec elle, une partie de ce chapitre étant également consacrée à la structure du marché monétaire et aux opérations effectuées sur ce marché. Viennent ensuite un chapitre sur le système des coefficients bancaires, en vigueur jusqu'en 1961 et du nouveau système des réserves obligatoires qui vient d'être instauré, et enfin un chapitre sur les incidences exercées sur la liquidité par les opérations du secteur public avec la banque centrale.

CHAPITRE 1

LA POLITIQUE DU REESCOMPTE

7. Les banques recourent au crédit de la Banque nationale de Belgique, soit directement, en lui faisant réescompter des effets de commerce et, dans une moindre mesure, en se faisant ouvrir des crédits en compte courant contre nantissement de titres de la dette publique, soit par l'intermédiaire d'un institut spécialisé, l'Institut de réescompte et de garantie, qui réescompte notamment des acceptations bancaires qu'il peut à son tour mobiliser auprès de la banque centrale. Le système des coefficients bancaires et le niveau relativement élevé de la circulation fiduciaire par rapport à la masse monétaire globale (environ 56 % à la fin de 1961), ont souvent obligé les banques à faire appel à la banque centrale et les ont incitées par conséquent à veiller à ce que les crédits qu'elles octroient soient mobilisables. En tout cas, les effets de commerce jouent en Belgique, de même que les acceptations bancaires, un rôle primordial en matière de crédit. Le réescompte des effets émis par le Trésor est limité, étant donné que la plus grande partie des portefeuilles d'effets publics des banques est, comme nous l'avons déjà indiqué, immobilisée, sinon théoriquement, du moins pratiquement, par le système des coefficients bancaires. En cas de nécessité toutefois, les banques peuvent généralement obtenir des avances sur titres contre nantissement de titres de la dette publique, jusqu'à concurrence de 95 % de leur valeur nominale; pour certains titres publics, les avances sont limitées à 80 %.

a) Les conditions du crédit d'escompte

8. L'admission des effets de l'escompte est soumise à des *conditions qualitatives* fixées en partie par les statuts de la banque centrale et en partie par la Banque nationale elle-même. Elle est également limitée par des restrictions quantitatives qui découlent de l'institution des *plafonds de réescompte*.

aa) Les conditions qualitatives

Aux termes de l'article 17 de ses statuts, la Banque nationale de Belgique est autorisée à escompter des effets et d'autres titres servant au financement des opérations commerciales. Aux termes de l'article 19, ces effets doivent venir à échéance au plus tard dans les 120 jours, et porter trois signatures solvables, une de ces signatures pouvant toutefois être remplacée par un nantissement (de titres ou de marchandises). Par ailleurs, conformément à l'alinéa 2 de ce même

article, certains effets peuvent être également admis au réescompte avec deux signatures seulement. Les autres conditions de réescompte qui concernent la nature et la qualité des effets présentés sont fixées par la Banque nationale elle-même. C'est ainsi que pour *encourager le commerce extérieur*, elle applique depuis le mois de février 1945 une procédure spéciale, dont elle modifie fréquemment les conditions, au réescompte des traites tirées dans le cadre des exportations et des importations.

En outre, par sa politique de fixation de différents taux d'escompte la Banque nationale de Belgique vise à sélectionner les effets qu'elle est appelée à refinancer. Le tableau ci-dessous indique les taux en vigueur depuis le 18 janvier 1962. Il convient de remarquer qu'à partir du 10 novembre 1960, la Banque nationale de Belgique a, pour la première fois depuis 1951, différencié les taux d'escompte à l'importation et à l'exportation.

9. En matière de financement du commerce intérieur, la politique de la Banque nationale de Belgique peut être qualifiée de *politique des « échéances autorisées »*. En vertu de ses statuts, la banque centrale peut accepter à l'escompte des traites qui ont encore au maximum 120 jours à courir. Ceci suppose que la durée de celles-ci peut donc être plus longue. Depuis de nombreuses années, elle n'accepte d'ailleurs à l'escompte que des traites d'une durée totale de 120 jours. Jusqu'à ces derniers temps, la banque centrale fixait même la durée maxima des traites escomptables en fonction de la nature des marchandises dont la vente est financée par ces traites. Actuellement, elle se montre plus libérale dans ce domaine, tout en continuant à refuser à l'escompte des effets établis entre des sociétés dont les intérêts sont trop étroitement liés.

La Banque nationale de Belgique ne réescompte pas non plus les effets servant à la mobilisation des crédits de caisse ni, depuis 1939, les effets servant au financement des ventes à tempérament.

La détermination des conditions qualitatives est, entre les mains de la banque centrale, un instrument qui s'adapte facilement aux circonstances et lui permet d'exercer une influence directe sur le volume du crédit.

bb) Les plafonds de réescompte

10. En dehors de ces conditions qualitatives, la Banque nationale de Belgique pourrait également influencer le crédit bancaire en fixant des plafonds de réescompte. Elle détermine en effet pour chaque banque, par décision intérieure, un plafond qui n'est toutefois pas porté officiellement à la connaissance des établissements intéressés et n'a pratiquement jamais l'importance que ces plafonds peuvent par exemple avoir en France ou en Allemagne fédérale.

Lorsque la Banque nationale de Belgique estime que les portefeuilles
200 d'effets des banques se gonflent exagérément, elle préfère recourir à la « *moral*

**TAUX D'ESCOMPTE ET DES AVANCES EN COMPTE COURANT ET PRETS
DE LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE**

	Taux en vigueur			
	le 31-12-1960	depuis le		
		24-8-1961	24-12-1961	18-1-1962
<i>Escompte</i>				
Traites acceptées domiciliées en banque, warrants	5,-	4,75	4,50	4,25
Acceptations de banque préalablement visées par la Banque nationale de Belgique				
Importations	5,-	4,75	4,50	4,25
Exportations	4,-	3,75	3,50	3,25
Traites acceptées non domiciliées en banque	5,50	5,25	5,-	4,75
Traites non acceptées domiciliées en banque	5,75	5,50	5,25	5,-
Traites non acceptées et non domiciliées en banque, promesses	6,25	6,-	5,75	5,50
<i>Avances en compte courant et prêts</i>				
Certificats de trésorerie et certificats du Fonds des rentes émis à maximum 366 jours (quotité au maximum 95 %)	Taux du certificat + 5/16 % Minimum : 2 1/4 %			
Autres effets publics ¹ (quotité au maximum 80 %)	6,25	6,-	5,75	5,50

¹ Sont seuls acceptés en nantissement les titres et effets publics « au porteur » libellés en francs belges

suasion ». En Belgique, le plafond de réescompte a plus d'importance sur le plan de la gestion de chaque banque que sur celui de la politique globale du crédit. Jusqu'ici la Banque n'a pratiquement presque jamais exclu du réescompte les effets répondant à ses conditions qualitatives. D'ailleurs les plafonds fixés n'ont été atteints que dans des cas exceptionnels.

11. La fixation des « plafonds de réescompte » est réglée de la manière suivante : pour les effets servant au financement des opérations intérieures, les banques sont autorisées à demander à la Banque nationale de Belgique un montant ne dépassant pas le double de celui de leurs fonds propres. Un autre maximum (correspondant à deux fois et demie le montant des fonds propres) a été fixé pour les effets qui servent notamment au financement des opérations de commerce extérieur et sur lesquelles la banque centrale se borne à apposer son visa (cf. par. 12).

Les effets représentatifs d'opérations de commerce intérieur peuvent être directement présentés par les banques à l'escompte de la Banque nationale de Belgique, alors que les acceptations bancaires servant au financement des opérations de commerce extérieur passent par *l'Institut de réescompte et de garantie* qui ne transmet ces effets à la Banque nationale de Belgique, après les avoir endossés, que lorsqu'il ne dispose pas de crédits au jour le jour suffisants. Ces acceptations bancaires sont imputées sur le plafond fixé pour chaque banque au titre des effets servant au financement des opérations de commerce extérieur.

b) Le rôle de l'Institut de réescompte et de garantie (I.R.G.)

12. Cet Institut a été fondé en 1935 afin d'assurer la mobilisation des crédits bancaires d'une durée inférieure à deux années. Il devait fonctionner comme une sorte d'écluse entre la Banque nationale de Belgique et les banques de dépôts, et aider celles-ci à financer les opérations pour lesquelles elles ne peuvent recourir à la banque centrale en raison de la durée de ces opérations. Pour sa part, cet Institut reconstitue ses liquidités en empruntant de l'argent au jour le jour (cf. page 203) et en réescomptant auprès de la Banque nationale de Belgique des effets auxquels il reste moins de 120 jours à courir. Le capital de l'Institut, qui s'élève à 600 millions de francs belges a été souscrit par les grandes banques commerciales belges. Par ailleurs l'Etat belge garantit les engagements de l'Institut jusqu'à concurrence de 12 milliards de francs belges.

L'importance de l'Institut de réescompte et de garantie s'est accrue depuis 1945, c'est-à-dire depuis que la Banque nationale de Belgique a commencé à admettre au réescompte, dans les limites des plafonds qu'elle fixe elle-même pour chaque banque, les acceptations bancaires et les effets de commerce servant à financer des transactions avec l'étranger. Pour bénéficier de cette possibilité de réescompte, les exportateurs et importateurs doivent soumettre à l'examen de la banque centrale leurs effets et notamment les effets tirés par eux sur des banques commerciales belges et acceptés par celles-ci. De cette façon, la Banque nationale de Belgique a la possibilité de déterminer les importations et exportations qu'elle est disposée à financer, et la durée pour laquelle les crédits d'acceptation peuvent être accordés. Si l'opération de commerce extérieur remplit les conditions requises pour bénéficier d'un financement privilégié, la Banque nationale de Belgique appose son visa sur l'acceptation bancaire, qui devient ainsi une *acceptation « visée »*.

13. Ce visa comporte deux avantages. D'une part, il rend l'acceptation bancaire réescomptable auprès de la Banque nationale de Belgique, sous réserve qu'il reste au maximum à cette dernière 120 jours à courir. D'autre part, — et c'est là son principal intérêt — il permet de réescompter auprès de l'Institut de réescompte et de garantie à des taux particulièrement favorables, qui sont, pour les acceptations à court terme, inférieurs au taux d'escompte de la banque centrale.

Comme les acceptations bancaires ont en général des échéances assez longues, pouvant aller jusqu'à deux ans, l'avantage lié au visa est notable. *Il s'est, en conséquence, créé pour ces acceptations bancaires un marché spécial*, sur lequel l'Institut de réescompte et de garantie joue un rôle prépondérant. Ses fonds propres ne suffisant pas pour financer ses achats d'acceptations, l'Institut reconstitue ses liquidités en empruntant de l'argent au jour le jour. Il exerce ainsi un rôle de transformation des capitaux, car ses placements en acceptations bancaires sont en général à terme plus éloigné. La Caisse générale d'épargne et de retraite est l'un de ses principaux bailleurs de fonds; elle lui a par exemple prêté en moyenne environ 1 milliard de francs belges au jour le jour en 1960. Le tableau 4 ci-dessous donne un aperçu du financement du portefeuille d'effets de l'Institut.

Il ressort de ce tableau que l'Institut n'a pu recourir au marché monétaire que dans une mesure très variable et que, suivant la liquidité du marché monétaire, il a par suite dû faire plus ou moins appel au réescompte de la Banque nationale de Belgique.

On constate aussi, depuis la réforme du marché monétaire en novembre 1957, que le recours de l'I.R.G. au crédit de la banque centrale a diminué considérablement. Cette diminution pourrait résulter, en partie, de ce que le Fonds des rentes a cessé d'emprunter en permanence sur le marché de l'argent au jour le jour, devenant même un bailleur important de « call money » depuis que son financement est assuré par le placement de ses certificats dans les banques qui, jusqu'à la fin de l'année 1961, pouvaient les utiliser en couverture partielle de leurs dépôts à vue (voir page 210). Ceci explique que les emprunts de « call money » de l'Institut aient pu s'accroître en 1959 et 1960.

Mais l'explication essentielle est l'abondance des liquidités dans l'économie belge au cours de l'année de récession 1958, puis, au cours des années ultérieures pendant lesquelles des fonds se sont accumulés dans les banques.

14. En dehors des opérations qu'il effectue pour son propre compte, l'Institut de réescompte et de garantie joue de plus en plus le rôle *d'intermédiaire pour le placement des acceptations bancaires non visées*. Celles-ci sont achetées par les banques belges et luxembourgeoises, ainsi que par quelques établissements de crédit de droit public - notamment la Caisse générale d'épargne et de retraite mentionnée plus haut - qui désirent employer leurs liquidités à des placements rémunérateurs. L'importance de ce rôle d'intermédiaire s'est beaucoup accrue au cours de ces dernières années. C'est ainsi que l'Institut a placé des acceptations bancaires pour un montant de 7,2 milliards de francs belges en 1959, et 8,7 milliards en 1960, contre 0,3 milliard en 1953.

Le tableau suivant donne un aperçu de la répartition des acceptations bancaires (dont 9,7 milliards de FB d'acceptations visées) entre les différents groupes d'établissements à la fin de l'année 1961 :

- 2,4 milliards de FB auprès de la Banque nationale de Belgique,
- 3,0 milliards de FB auprès de l'Institut de réescompte et de garantie,
- 2,7 milliards de FB auprès des banques,
- 6,2 milliards de FB en dehors des banques au sens étroit du terme.

Tableau 4

IMPORTANCE ET FINANCEMENT DU PORTEFEUILLE D'EFFETS
DE L'INSTITUT DE REESCOMPTE ET DE GARANTIE ¹

(en millions de francs belges)

Période	« Call » emprunté par l'I. R. G.	Réescompte de l'I. R. G. à la Banque nationale de Belgique	Portefeuille
	1	2	3
1953	2842	755	2566
1954	2733	1414	2513
1955	2540	1589	2344
1956	2602	615	2261
1957	2514	2579	1891
1958	2504	195	2583
1959	2981	560	2521
1960	3001	380	3173
1961	3014	357	3316

¹ Les séries des colonnes 1 et 2 ne sont pas comparables avec celle de la colonne 3. Les deux premières sont des moyennes journalières, établies sur la base des données par jour ouvrable. La troisième donne une moyenne journalière, établie sur la base des chiffres à fin de mois seulement. Ses montants sont, évidemment, plus bas puisque c'est aux échéances mensuelles que le portefeuille de l'I. R. G. a été le plus souvent réescompté partiellement.

Source : Banque nationale de Belgique.

c) L'efficacité de la politique du réescompte

15. Dans le cadre de sa politique d'escompte, la Banque nationale de Belgique n'a que des possibilités d'action limitées sur les opérations de crédit des banques. Comme les mesures de politique qualitative d'escompte de la Banque nationale de Belgique n'ont guère influé la liquidité bancaire, et que les contingents de réescompte n'ont jamais joué un rôle effectif, cette politique n'a été efficace que dans la mesure où la modification des taux d'intérêt a eu des incidences sur l'évolution de l'économie. Jusqu'à la fin de l'année 1961, les taux d'intérêt les plus importants étaient plus ou moins étroitement liés aux taux d'escompte de la Banque nationale de Belgique. Tant qu'il n'y eut pas de véritable système de réserves obligatoires et que les possibilités demeurèrent faibles dans le domaine des transactions d'open-market, cette liaison a revêtu une certaine importance pour l'efficacité de la politique du réescompte. Les diverses réformes du Fonds des rentes, qui font l'objet du chapitre suivant, puis la création d'un système de réserves obligatoires, ont rendu possible – voire nécessaire – un relâchement de cette liaison rigide, surtout en ce qui concerne les taux du marché monétaire, et

ont soumis plus étroitement aux conditions du marché – c'est-à-dire au jeu de l'offre et de la demande – l'évolution des taux. Ceci vaut surtout pour le taux d'intérêt des certificats de trésorerie B (cf. tableau 7, page 215) et des certificats du Fonds des rentes à échéance de quatre mois, émis par adjudication. Le taux d'intérêt sur les dépôts à terme, lié jusqu'alors au taux d'escompte suivant un barème fixe, sera, à l'avenir, établi conformément à des accords entre la Banque nationale de Belgique et les banques, en tenant compte de la situation du marché monétaire, de la situation conjoncturelle et de l'évolution de la balance des paiements.

16. Il existe en outre quelques taux d'intérêt qui ne sont pas non plus rattachés au taux de l'escompte de façon rigide, mais qui suivent plus ou moins ses fluctuations.

Comme l'Institut de réescompte et de garantie doit toujours envisager l'éventualité d'un recours au réescompte de la banque centrale, il doit adopter ses propres taux à l'évolution du taux officiel de l'escompte. Il est intéressant de noter à cet égard que le taux d'escompte appliqué par cet Institut aux effets auxquels il reste moins de 120 jours à courir est constamment inférieur au taux d'escompte de la Banque nationale de Belgique, si bien que lorsqu'il réescompte auprès de la Banque nationale de Belgique des effets acceptés à ces taux inférieurs, l'Institut subit une perte. Il y a toutefois compensation sur l'ensemble de ses opérations, du fait que l'Institut de réescompte et de garantie n'a à verser que des intérêts très faibles sur les capitaux à court terme qu'il emprunte sur le marché monétaire. Il ressort du graphique ci-après que le taux d'intérêt de l'argent au jour le jour est régulièrement très inférieur au taux de l'escompte. La réforme du marché monétaire de novembre 1959 rend difficilement comparable l'évolution des taux de l'argent au jour le jour avant et après cette date.

Alors que le taux d'escompte officiel de la Banque nationale de Belgique était fixé à 4,5% et le taux d'escompte des acceptations bancaires visées résultant des opérations d'exportation à 3,5%, l'Institut de réescompte et de garantie appliquait les taux indiqués à la page suivante, au 31 décembre 1961, pour le réescompte des acceptations bancaires.

Jusqu'à la fin de 1957, l'Institut de réescompte et de garantie différenciait ses taux d'intérêt en fonction de la situation de la balance des paiements et même en fonction des zones monétaires avec lesquelles les transactions étaient effectuées. Il tendait ainsi à stimuler soit les exportations, soit les importations ou à favoriser, par le jeu du taux d'intérêt, une certaine répartition du commerce extérieur par zones monétaires. La distinction entre les zones monétaires a cessé d'être en vigueur le 6 décembre 1957. Comme le montre le tableau précédent, la différenciation entre les exportations et les importations – après un abandon temporaire pendant la période du 6 décembre 1957 au 4 décembre 1958 – est toujours valable.

TAUX PRATIQUES PAR L'I.R.G.
(par première signature de banque de droit belge)

Durée	Importations	Exportations
120 jours maximum	3 3/4 ¹	2 3/4 ²
121 à 240 jours	4 1/2	3 1/2
241 à 365 jours	4 7/8	3 7/8
366 à 545 jours	5 1/8	4 1/8
546 à 730 jours	5 1/2	4 1/2

¹ 3 7/8% pour les acceptations commerciales.

² 2 7/8% pour les acceptations commerciales.

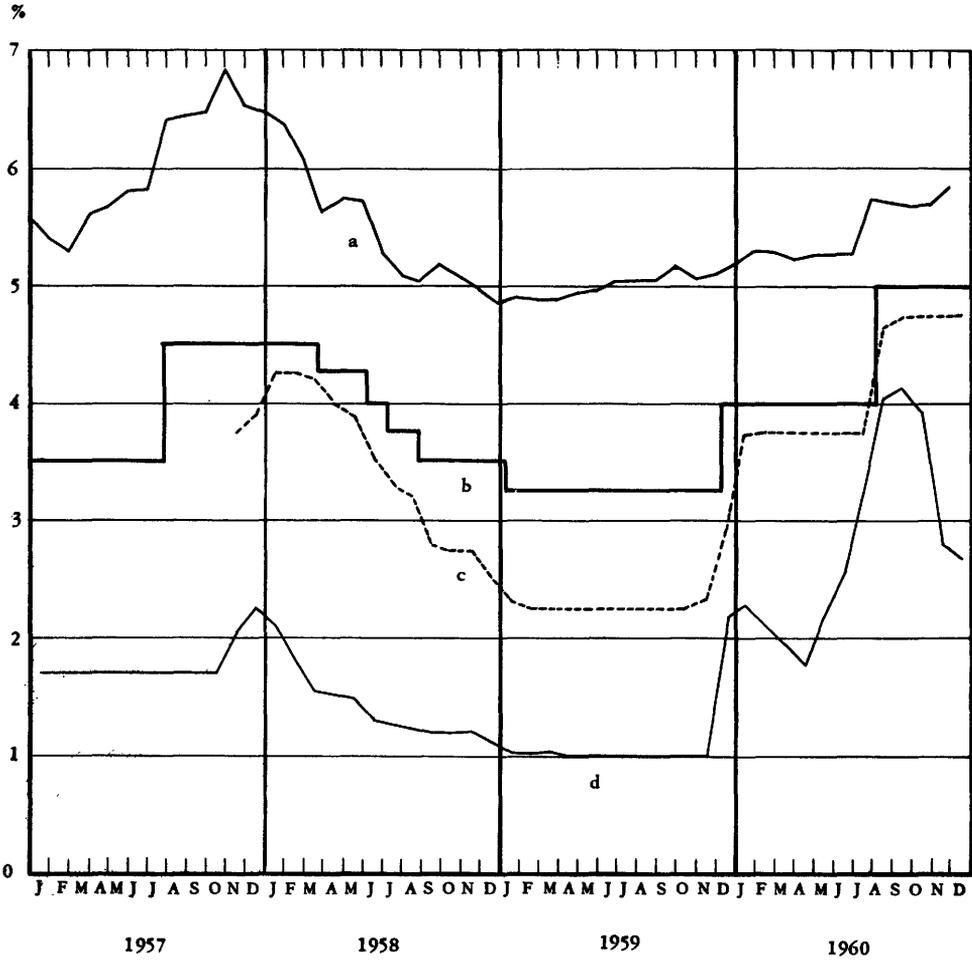
17. Les taux d'intérêt appliqués par les banques aux crédits accordés aux entreprises et aux particuliers sont souvent fixés en fonction du taux de l'escompte.

Enfin, le taux d'intérêt des bons du Trésor à échéance de moins de quatre mois est fixé par la Banque nationale de Belgique, chargée de son placement. Le taux d'intérêt de ces effets publics à court terme ne doit pas être supérieur au taux officiel de l'escompte.

18. Si l'on fait abstraction de l'influence directe – qu'il ne faut d'ailleurs pas surestimer – des variations du taux de l'escompte sur les décisions des banques et de leurs clients, l'efficacité de la politique de l'escompte dépend pour une large part de la mesure dans laquelle les banques et l'économie considèrent les modifications du taux d'escompte par la banque centrale comme l'indice d'une modification de la situation des liquidités, c'est-à-dire de la mesure dans laquelle les objectifs visés par la politique du réescompte de la banque centrale peuvent être également atteints sur le marché monétaire, et éventuellement sur le marché financier. Cette question sera traitée dans le chapitre suivant, relatif à la politique d'open-market.

Graphique

TAUX D'ESCOMPTE ET TAUX PRATIQUES
SUR LES MARCHES MONETAIRE ET FINANCIER



- a. Titres d'Etat à échéance de 5 à 20 ans.
- b. Taux d'escompte.
- c. Taux des certificats de trésorerie (4 mois).
- d. Taux de l'argent au jour le jour.

Source: Bulletins d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique.

CHAPITRE 2

LA POLITIQUE D'OPEN-MARKET

19. En Belgique, les opérations d'open-market sont effectuées par le *Fonds des rentes* qui, depuis les dernières réformes, peut aussi bien intervenir sur le marché monétaire que sur le marché financier. Sans doute la Banque nationale de Belgique peut-elle se livrer à ces opérations en vertu de la loi du 24 août 1939 (dans sa version modifiée du 28 juillet 1948), qui règle son organisation et son activité. L'article 11, alinéa 3, de ce texte l'autorise en effet à acheter et à vendre les titres à court et à moyen terme émis ou garantis par l'Etat belge, par le Luxembourg ou par les institutions bénéficiant de la garantie de l'Etat. Conformément à l'article 11, alinéa 9, elle peut en outre négocier des obligations publiques à long terme, cotées en bourse. Depuis la guerre elle a cessé de se livrer à ces opérations et elle en a entièrement abandonné le soin au Fonds des rentes. *Les opérations du Fonds des rentes sont toutefois placées sous le contrôle paritaire du Trésor et de la banque centrale*, de telle sorte que celle-ci peut exercer indirectement une influence sur les opérations monétaires importantes du Fonds des rentes.

a) Le rôle du Fonds des rentes

20. Lors de sa fondation en mai 1945, le Fonds des rentes a reçu pour tâche de régulariser le marché des obligations émises par les pouvoirs publics. Dans ce but, il peut acheter et vendre les titres à moyen et long terme émis ou garantis par l'Etat, émis par la Régie des téléphones et télégraphes, la Société des chemins de fer belges, le Crédit communal de Belgique, les provinces et les communes.

Pour remplir ce rôle, le Fonds des rentes surveillait et influençait *le marché des titres à revenu fixe* émis par les collectivités publiques mentionnées ci-dessus. Il se portait contrepartie de l'offre ou de la demande excédentaire de titres et déterminait ainsi le niveau des cours. Le tableau 5 ci-joint concernant les opérations du Fonds des rentes sur le marché des capitaux donne dans la colonne intitulée « intervention du Fonds » des renseignements sur l'ampleur du montant net des cessions ou des achats de titres sur le marché pendant les années 1946 à 1960.

Dans l'esprit des promoteurs du Fonds des rentes, la plus importante des missions qui lui étaient confiées était de normaliser, par des interventions régulatrices, le marché des capitaux à long terme. Il est certain, cependant, que

Tableau 5

**EMISSIONS, REMBOURSEMENTS D'EMPRUNTS ET INTERVENTIONS
DU FONDS DES RENTES SUR LE MARCHE DES EMPRUNTS PUBLICS ¹**

(en milliards de francs belges)

	Emissions	Remboursements ²	Emissions nettes	Interventions du Fonds des rentes			Appel net au marché des capitaux
				Cessions	Rachats	Interventions nettes	
	1	2	3 = 1 - 2	4	5	6 = 4 - 5	7 = 3 + 6
1946	4,1	2,7	1,4			- 2,2	- 0,8
1947	9,9	3,5	6,4			- 0,9	5,5
1948	8,1	3,2	4,9			- 0,1	4,8
1949	15,7	-	15,7			0,8	16,5
1950	9,5	0,5	9,0			- 1,3	7,7
1951	11,8	4,4	7,4	1,2	0,9	+ 0,3	7,7
1952	25,7	7,4	18,3	1,4	0,6	+ 0,8	19,1
1953	20,9	3,8	17,1	1,8	1,1	+ 0,7	17,8
1954	38,2	12,7	25,5	1,5	3,0	- 1,5	24,0
1955	14,8	0,6	14,2	2,1	1,6	+ 0,5	14,7
1956	24,2	4,3	19,9	0,7	2,1	- 1,4	18,5
1957	19,0	2,1	16,9	2,5	0,7	+ 1,8	18,7
1958	26,6	5,4	21,2	2,4	1,6	+ 0,8	22,0
1959	30,3	2,4	27,9	0,5	1,8	- 1,3	26,6
1960	36,1	13,1	23,0	-	2,1	- 2,1	20,9

¹ Soit: les fonds d'Etat, des pouvoirs publics subordonnés et des organismes parastataux; non compris les cessions directes aux institutions financières et les emprunts d'assainissement monétaire.

² Les remboursements par voie de rachat en bourse ou par voie de tirage au sort figurent à la colonne 5.

les décisions prises par le Fonds des rentes de relever ou de faire baisser les cours des titres de la dette publique, ont été un des éléments de la politique des taux d'intérêt dans la Belgique d'après-guerre. Agissant en étroite communauté de vues avec la Banque nationale de Belgique, le Fonds des rentes provoquait dans une large mesure dans *les taux à long terme, des mouvements parallèles aux variations des taux officiels de l'escompte.*

21. Il pouvait, en outre, exercer une *influence monétaire directe* en créant ou en détruisant des liquidités dans le circuit bancaire. En effet, jusqu'en 1957, il a financé son portefeuille d'effets publics en empruntant des fonds à très court terme sur le marché monétaire ou, si ces prêts étaient insuffisants, en recourant à la Banque nationale de Belgique. Jusqu'en 1957, les ressources empruntées à très court terme par le Fonds des rentes ne provenaient pas des banques, mais des placeurs institutionnels (fonds d'épargne, de pensions, etc.).

De la sorte, lorsque le Fonds des rentes voulait appuyer une politique expansionniste, il pouvait accroître ses achats de titres de la dette publique, et faisait ainsi baisser les taux d'intérêt à long terme ; il pouvait, en outre, recourir à la Banque nationale de Belgique, qui élargissait à cette occasion, la base du crédit, qui prenait la forme d'avances, et surtout d'escompte de bons de caisse du Fonds des rentes ; ce dernier crédit était d'ailleurs imputé sur le plafond des avances à l'Etat, fixé à 10 milliards de francs belges. A défaut, le Fonds des rentes aurait pu procéder à des achats de soutien de la dette, en les finançant grâce à des crédits de la Banque nationale de Belgique, achats si importants qu'ils permettent des opérations d'arbitrage et favorisent ainsi le placement de nouveaux emprunts par le Trésor.

22. En novembre 1957, à l'occasion de la réforme monétaire, le Fonds des rentes a reçu une *mission supplémentaire dans le domaine de la politique monétaire* : il a été autorisé à placer ses propres certificats auprès des banques qui purent les incorporer dans les actifs retenus pour le calcul du coefficient de couverture partielle, en effets publics, des dépôts à un mois au plus (cf. page 217).

Dans la mesure où le Fonds des rentes stérilisait, en les conservant en compte à la banque centrale, les ressources provenant des souscriptions des banques à ses certificats, il mettait en action, à charge pour lui d'en supporter le service d'intérêt, un mécanisme donnant les mêmes résultats qu'un relèvement du coefficient de couverture.

Le Fonds des rentes pouvait aussi ne pas émettre ses certificats en période d'augmentation des dépôts : pour assurer leur couverture partielle des dépôts à vue en francs belges, les banques étaient obligées alors d'accumuler des moyens de trésorerie à leurs comptes à la banque centrale ; dans une telle situation, la stérilisation s'opérait à la charge des banques.

23. Après la réforme de novembre 1957, le Fonds des rentes a été chargé de
210 contribuer à la stabilisation du marché des effets publics : lorsque les dépôts

bancaires se contractaient, permettant aux banques de procéder à l'encaissement de certificats de trésorerie B (ou même A), le Fonds des rentes s'était engagé à acheter un montant égal de ces certificats protégeant ainsi le Trésor des fluctuations du volume des liquidités fournies au marché monétaire. Bien que dans le cadre du système modifié des coefficients bancaires, les certificats de trésorerie B soient maintenant émis par adjudication, le Fonds des rentes doit veiller à ce que le montant de leur circulation ne tombe pas en dessous de 9,1 milliards de francs (cf. tableau 7, page 215).

La réforme de novembre 1957 n'a pas enlevé au Fonds des rentes toute possibilité de se financer en recourant à la Banque nationale de Belgique. Lorsque le Fonds des rentes aura à rembourser ses propres certificats ou à souscrire des certificats B, il pourra, si ses autres ressources sont insuffisantes, prélever sur un compte courant d'avances que la Banque lui a ouvert. Les avances inscrites à ce compte courant ne sont pas imputées sur le plafond légal de 10 milliards de francs.

24. *La loi du 19 juin 1959 a élargi encore les possibilités d'intervention* du Fonds des rentes sur le marché des valeurs de la dette publique. En effet, le Fonds a été autorisé explicitement à intervenir sur *le marché des effets à court terme*. Pour lui donner les moyens de remplir cette nouvelle mission, des ressources supplémentaires ont été mises à sa disposition, indépendamment de celles qu'il se procure par l'émission de certificats. Il a bénéficié de la cession par l'Etat des 2,8 milliards provenant de la reprise par la Banque nationale de Belgique de la souscription en or de la Belgique au Fonds monétaire international. Il dispose aussi à la banque centrale d'une marge de crédit en compte courant d'avances, dont le montant est actuellement fixé à 2 milliards ; la banque centrale a la faculté et la responsabilité d'accroître ce concours en fonction des besoins réels de l'économie. L'usage du compte d'avances ne peut être envisagé pour l'alimentation du Trésor, pour le soutien systématique des cours au profit de celui-ci ou pour l'approvisionnement d'un marché monétaire asséché par des évasions de capitaux à l'étranger.

A ces nouveaux moyens d'action mis à la disposition du Fonds des rentes, il faut encore ajouter le produit de l'émission de ses propres certificats. Leur encours s'élevait à 5,7 milliards au 30 juin 1959 et à 5,8 milliards au 31 décembre 1960.

25. *Une troisième fonction a été reconnue au Fonds des rentes, lors de la réforme du marché de l'argent au jour le jour et à très court terme*, le 17 novembre 1959 ; le marché a été unifié et son fonctionnement assoupli tant dans les négociations entre les prêteurs et les emprunteurs, que pour la formation des taux. Cette réorganisation a facilité les interventions du Fonds des rentes, qui est chargé désormais de régulariser le marché de l'argent au jour le jour. A cet égard, ses interventions ont exclusivement pris la forme de prêts de fonds disponibles au marché du « call money ». Lorsqu'il intervient de la sorte, le Fonds des rentes réduit les avoirs qu'il détient en compte auprès de la Banque nationale de

Tableau 6

PRINCIPAUX ACTIFS ET PASSIFS DU FONDS DES RENTES

(en millions de francs belges)

Fin de période	Actifs					Passifs				
	Portefeuille (valeur nominale)			Solde créditeur à la Banque nationale de Belgique	Prêts d'argent à très court terme	Certificats placés dans les banques	Emprunts d'argent à très court terme	Opérations à réméré	Crédit reçu de la Banque nationale	
	Valeurs cotées ¹	Certificats de trésorerie tranche B	Autres certificats						Avances	Escompte de bons de caisse ²
1951	4 936	-	-	-	-	-	2 698	250	-	1 562
1952	4 112	-	-	-	-	-	2 350	1 000	-	344
1953	3 532	-	-	-	-	-	1 999	1 000	-	120
1954	5 023	-	-	-	-	-	2 248	1 000	-	1 327
1955	4 533	-	-	-	-	-	2 039	1 000	-	920
1956	5 930	-	-	-	-	-	2 631	800	-	1 998
1957	4 112	1 242	-	-	-	486	2 457	585	1 237	200
1958	3 311	1 370	-	-	-	4 059	274	-	-	45
1959 janv.	4 298	90	-	-	-	3 893	107	-	-	45
févr.	3 985	20	-	-	-	3 651	68	-	-	-
mars	4 152	-	-	427	-	4 300	-	-	-	-
avril	4 339	420	-	1 098	-	5 512	-	-	-	-
mai	4 715	40	-	1 351	-	5 757	-	-	-	-
juin	5 107	204	-	729	-	5 706	-	-	-	-
juillet	4 044	160	-	1 072	-	4 949	-	-	-	-
août	4 228	50	-	4 883	-	6 021	-	-	-	-
sept.	4 784	453	-	3 479	-	5 514	-	-	-	-
oct.	4 292	187	300	5 056	-	6 663	-	-	-	-
nov.	4 368	184	1 000	3 342	1 510	7 211	-	-	-	-
déc.	4 572	623	2 700	1	-	4 608	72	-	-	-
1960 janv.	4 908	5	1 200	719	1 922	5 421	-	-	-	-
févr.	5 030	37	100	1 476	2 413	5 760	-	-	-	-
mars	4 767	85	-	2 683	1 910	6 147	-	-	-	-
avril	4 992	64	1 200	3 925	1 239	8 099	-	-	-	-
mai	5 105	228	-	3 545	2 640	8 163	-	-	-	-
juin	5 085	201	100	2 862	2 644	7 508	-	-	-	-
juillet	5 995	70	-	1 188	2 237	5 933	-	-	-	-
août	5 936	6	450	3	1 211	4 242	-	-	-	-
sept.	6 075	89	1 000	-	103	3 896	-	-	-	-
oct.	6 097	11	600	75	1 332	4 773	-	-	-	-
nov.	6 366	-	400	1 312	1 583	6 165	-	-	-	-
déc.	6 661	1 403	1 200	6	15	5 812	-	-	-	-

¹ Y compris les opérations à réméré avec les institutions parastatales.

² Y compris les bons de caisse escomptés auprès d'organismes autres que la Banque nationale de Belgique.

Belgique; ce faisant il restitue aux banques, directement ou par l'intermédiaire de l'Institut de réescompte et de garantie, une partie des liquidités qu'il avait empruntées auprès d'elles en émettant ses propres certificats.

26. Au total, si l'on veut apprécier *l'incidence des opérations du Fonds des rentes*, considérées comme instrument de la politique de crédit, deux éléments doivent être pris en considération :

1. La politique de taux à long terme que le Fonds suit sur le marché des rentes, agit sur le niveau de ces taux et contribue à faire baisser ou s'élever les cours;

2. Les mouvements du compte du Fonds des rentes à la banque centrale peuvent résulter de ponctions de liquidités bancaires par l'émission de certificats, et du reflux partiel de ces liquidités dans le circuit lorsque le Fonds des rentes les emploie sur le marché des effets publics à long terme, sur le marché des effets publics à court terme, ou même sur le marché de l'argent au jour le jour. En 1960, le Fonds des rentes a, pendant une assez longue période, exercé une action expansionniste sur les liquidités bancaires, en apportant plus aux banques, par ses opérations d'actif, qu'il ne leur a emprunté par ses émissions de certificats ou ses opérations sur le marché de l'argent au jour le jour (cf. tableau 6, page 212).

Sur une longue période, le Fonds des rentes peut mener une politique d'expansion de la liquidité bancaire, en utilisant le montant de 2,8 milliards versé à son compte lors de la reprise, par la Banque nationale de Belgique de la souscription en or au Fonds monétaire international, ou en tirant sur le compte d'avances que la Banque nationale de Belgique lui a ouvert.

Les variations du compte du Fonds des rentes à la Banque nationale de Belgique donnent une idée des répercussions globales des opérations du Fonds sur le volume des liquidités (cf. tableau 6).

b) La structure du marché monétaire

27. Les transactions effectuées sur le marché monétaire belge portent sur les certificats du Trésor et du Fonds des rentes, les effets de commerce et l'argent au jour le jour.

On ne pouvait toutefois pas parler d'un marché au sens propre du terme, en ce qui concerne les effets publics. Cet état de choses tenait à l'obligation faite aux banques de détenir de tels effets en vertu de la réglementation du coefficient de couverture et au régime fiscal des effets publics, qui en favorisait le maintien dans les portefeuilles bancaires. En outre quelques taux d'intérêt importants étaient liés au taux d'escompte de la Banque nationale de Belgique (cf. page 204).

La réforme du système des coefficients bancaires, mentionnée ci-dessus, et le maniement plus souple des taux sur le marché monétaire, ont rendu possible, à présent, l'élargissement du marché des effets publics. On ne pouvait auparavant parler d'un taux de marché qu'en ce qui concerne les certificats à court terme

émis par adjudication à échéance de 6, 9 et 12 mois; un tel taux existe maintenant pour les certificats de trésorerie B et les certificats du Fonds des rentes.

Comme le montre le tableau 7 ci-après (page 215), relatif aux conditions d'émission des différentes catégories de certificats, les certificats à court terme, les certificats B du Trésor et les certificats du Fonds des rentes sont maintenant émis par adjudication, mensuelle pour ceux de la première catégorie, hebdomadaire pour les autres.

Quant au marché des effets de commerce – il s'agit surtout d'acceptations bancaires –, le rôle important qu'y joue l'Institut de réescompte et de garantie a été souligné dans le chapitre sur la politique du réescompte.

Le véritable marché monétaire est, en Belgique, le *marché de l'argent au jour le jour*, qui a été réorganisé en novembre 1959. Avant cette réforme les transactions portaient sur de l'argent à un jour, cinq jours et dix jours; depuis cette date, seules sont encore effectuées les transactions portant sur des fonds à un jour. Une chambre centrale de compensation procède à la compensation définitive de ces transactions à un taux uniforme.

28. Les acteurs du marché du «call money» – qui peuvent être des organismes publics en Belgique ou à l'étranger – ne forment qu'un *cercle limité*. Ils sont en effet tenus, sauf les organismes publics dont les engagements sont garantis par l'Etat, de déposer une garantie auprès de la Banque nationale de Belgique, sous forme de titres d'Etat ou d'effets réescomptables auprès de cette institution; les banques peuvent, à cet égard, transférer au profit de ces opérations, les effets publics déjà déposés par elles en nantissement auprès de la banque centrale pour obtenir des avances en compte courant.

Actuellement, les bailleurs de fonds sont les banques belges, la Caisse générale d'épargne et de retraite, plusieurs organismes publics de crédit, des organismes étrangers titulaires de comptes auprès de la Banque nationale de Belgique, et le Fonds des rentes. Les emprunteurs sont surtout l'Institut de réescompte et de garantie, en second lieu les banques belges ainsi que l'Office national du Ducroire (qui assure les crédits à l'exportation), certains autres organismes publics de crédit, et, enfin, le Fonds des rentes. Parmi ces autres organismes publics de crédit, figurent la Caisse nationale de crédit professionnel, la Société nationale de crédit à l'industrie et le Crédit communal de Belgique. Ces instituts émettent des bons de caisse à court terme et des emprunts à long terme; ils achètent des certificats du Trésor à court terme et d'autres effets du marché monétaire. Ils accordent en outre des crédits au jour le jour, ou s'en procurent en cas de besoin.

Dans le groupe des organismes publics de crédit, la Caisse générale d'épargne et de retraite et l'Institut de réescompte et de garantie occupent une place particulière. A la fin de l'année 1960, la Caisse générale d'épargne et de

Tableau 7

LES CONDITIONS D'EMISSION DES CERTIFICATS DE TRESORERIE

	Certificats de trésorerie		Certificats de trésorerie A ¹	Certificats de trésorerie B ¹ Certificats du Fonds des rentes	Certificats spéciaux du Trésor
	à très court terme	à court terme			
Durée	1,2 ou 3 mois	6, 9 ou 12 mois	1 an	4 mois	variable
Taux	fixé par la Banque nationale de Belgique selon les conditions du marché (janvier 1962: 3,10 - 3,60%) mais inférieur ou égal au taux d'escompte (juin 1961: 5%)	établi d'après les adjudications mensuelles (février 1962: 3,8 - 4%)	1 15/16%	établi d'après les adjudications hebdomadaires (janvier 1962: 3,99%)	fixé entre le Trésor et l'acheteur
Emission	souscrit par la Banque de Belgique qui les place parmi les participants au marché monétaires ²	par adjudication mensuelle	pas d'émissions nouvelles; renouvellement de titres échus seulement	par adjudication; (mais pour les certificats de trésorerie B, ne sont renouvelés que les titres échus)	accords directs entre souscripteurs et Trésor; sans intervention de la Banque nationale de Belgique
Marché	entre les participants du marché monétaire		entre les banques		non
Montant en circulation	variable	volume fixé par la Banque nationale et le Trésor	19,8 milliards de FB	certificats B: 9,1 milliards de FB certificats du Fonds des rentes: pas de limite	variable
Rachat par la banque centrale et le Fonds des rentes	non: toutefois le Fonds des rentes intervient sur ce marché		non	achat par le Fonds des rentes	non

¹ Cf. à ce sujet page 218.

² Le montant de la Banque nationale de Belgique en certificats à très court terme entre dans le calcul du plafond des crédits du Trésor à concurrence de 10 milliards de FB.

Source: Banque nationale de Belgique.

versements d'épargne et de ses opérations d'assurance en certificats du Trésor à court et à très court terme à concurrence de 2 milliards de francs belges et en acceptations bancaires à concurrence de 2,4 milliards de francs belges. Elle avait en outre accordé des crédits au jour le jour d'un montant de 0,8 milliard. Le rôle de l'Institut de réescompte et de garantie a été précisé dans le chapitre précédent.

29. Tout en organisant le marché de l'argent au jour le jour, la Banque nationale de Belgique n'y participe pas, c'est-à-dire qu'elle n'intervient *ni comme acheteur ni comme vendeur*. Elle a simplement pour tâche, en sa qualité d'agent du Trésor, de placer les certificats émis par celui-ci, auprès des acteurs du marché monétaire.

Il y a lieu de souligner que le portefeuille de certificats du Trésor figurant dans le bilan de la Banque nationale de Belgique – portefeuille qui par exemple est passé de 4,2 milliards de francs belges à 9,8 milliards du 22 février au 11 avril 1960 – n'a aucun rapport avec les opérations du marché monétaire. Ces chiffres ne reflètent que les avances accordées à l'Etat dans la limite du plafond légal.

c) L'efficacité de la politique d'open-market

30. Comme on l'a vu précédemment, les opérations systématiques d'open-market ne sont devenues possibles que depuis la réforme fondamentale du Fonds des rentes ; c'est dire qu'il s'agit d'une expérience encore très récente.

La situation du Trésor belge lui rend difficile la poursuite d'une politique souple d'open-market sur le marché monétaire. Les opérations du Fonds des rentes sur le marché des valeurs à long terme devaient, dans une certaine mesure, servir à mettre les taux d'intérêt en harmonie avec la politique d'escompte de la Banque nationale de Belgique. Sur le marché des titres publics à court terme, les opérations du Fonds ont eu pour effet de préserver le Trésor des répercussions résultant des fluctuations de la liquidité bancaire, comme ce fut par exemple le cas lors de la crise congolaise.

A la fin de novembre 1960 la situation du Fonds était la suivante :

(en milliards de francs belges)

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Titres de la dette publique	6,4	Certificats émis par le Fonds	6,2
Certificats du Trésor à court terme	0,4	Recours aux moyens de paiement mis à la disposition du Fonds en raison de la prise en charge de la participation au F.M.I. par la Banque nationale	2,8
Crédits au jour le jour	1,5		
Avoirs à la Banque nationale de Belgique	1,3		

CHAPITRE 3

LE SYSTEME DES COEFFICIENTS BANCAIRES ET DES RESERVES OBLIGATOIRES

31. Entre 1946 et fin 1961 des dispositions, prises en vertu d'un arrêté royal de 1935, obligeaient les banques à respecter certains rapports entre des éléments d'actif – consistant essentiellement en créances sur le Trésor – et leurs engagements en francs belges (coefficients bancaires). Ce système avait été instauré à l'époque afin d'éviter la monétisation des bons du Trésor placés dans les banques durant la guerre.

Jusqu'à fin 1961, les « banques de grande circulation » étaient assujetties à trois coefficients qui se présentaient de la manière suivante :

Coefficient de trésorerie

COMPOSITION

Encaisse

Dépôts à la Banque nationale, aux comptes chèques postaux et à la Caisse nationale de crédit professionnel sous déduction :

- des emprunts au jour le jour non garantis
- des avances des banquiers

Prêts au jour le jour garantis ou à des institutions publiques de crédit (maximum 2% des engagements)

} Taux minimum 4%
des engagements
à un mois au plus
et à plus d'un mois

Coefficient de solvabilité

Moyens propres

} Taux minimum 5%
des engagements

Coefficient de couverture

A. Passif en francs belges à un mois au plus

a) Couverture partielle

Avoirs à la Banque nationale non compris dans le coefficient de trésorerie

Certificats de trésorerie tranches A et B
Certificats du Fonds des rentes

} 50%

b) Couverture diversifiée

Tous les éléments de la couverture partielle et de plus :

Trésorerie (y compris « call money »)

Tous effets en francs belges émis ou garantis par l'Etat (3 ans au plus)

Certificats de trésorerie à très court terme (4 mois au maximum)

Certificats du Trésor émis par adjudication (6 à 12 mois)

15%

B. Passif à plus d'un mois (jusqu'à deux ans)

Tous les éléments des couvertures partielles et diversifiées du passif à un mois au plus, et de plus :

Titres d'emprunts en francs belges émis ou garantis par l'Etat sans limitation d'échéance

65%

Tandis que les « banques de grande circulation » étaient assujetties à une obligation de couverture de 65 %, ces obligations s'élevaient à 50 % pour les banques régionales et spécialisées, et à 60 % pour les banques de moyenne circulation.

32. *La réglementation des coefficients bancaires* a été modifiée à plusieurs reprises au cours de cette période par la Commission bancaire, autorité compétente en la matière. *La réforme de fin 1957, qui a aboli le lien automatique entre les variations des dépôts et les portefeuilles des banques en bons du Trésor*, a été particulièrement importante. Depuis lors, les banques ne pouvaient plus détenir pour la couverture partielle des dépôts additionnels des bons du Trésor, mais devaient, à cet effet, acquérir des certificats du Fonds des rentes. Ainsi, ce Fonds voyait-il s'accroître les ressources qu'il pouvait utiliser à des opérations d'open-market et à d'autres interventions sur le marché monétaire.

Les bons du Trésor (d'un montant de 28,9 milliards de francs) détenus par les banques au moment de cette réforme ont été remplacés par des certificats spéciaux de trésorerie des tranches A et B. Lors de cette opération, il avait été prévu que sur ces 28,9 milliards, une tranche A de certificats de trésorerie, s'élevant à 20 milliards, resterait dans des banques ; dans l'éventualité où les dépôts descendraient au-dessous du niveau de fin octobre 1957, les banques avaient la possibilité, par suite de cette réduction de leurs engagements, d'encaisser les certificats de trésorerie de la tranche B, auquel cas le Fonds des rentes devrait souscrire un montant équivalent de certificats de trésorerie.

33. Bien que, théoriquement, ce système de coefficients bancaires pût être considéré comme une forme de réserve obligatoire, la pratique a montré qu'il lui manquait la flexibilité nécessaire à l'efficacité d'un instrument de la politique monétaire. *Les taux de base* relatifs à ce système n'avaient jamais été modifiés. Une des raisons en était probablement que la fixation des coefficients bancaires était soumise à une procédure assez lourde. En effet, la Commission bancaire ne pouvait modifier ces taux qu'en accord avec le ministère des finances et le ministère des affaires économiques.

En créant à la fin de l'année 1961 un instrument de réserve obligatoire, le gouvernement belge a donné aux autorités monétaires la possibilité d'agir directement sur la liquidité des banques en modifiant les taux de réserves, comme cela se pratique depuis longtemps en Allemagne et aux Pays-Bas. Dans le cadre de cette nouvelle réglementation, les dispositions primitivement en vigueur sur le « coefficient de trésorerie » et le « coefficient de couverture » ont été abrogées et remplacées par des *mesures transitoires*.

Forme des réserves obligatoires

En vertu des dispositions de la nouvelle réglementation, les réserves obligatoires sont détenues sous forme d'avoirs en dépôt spécial auprès de la Banque nationale de Belgique. Toutefois, sur proposition motivée de la Banque nationale de Belgique, la Commission bancaire a la faculté de stipuler qu'une partie des réserves obligatoires peut consister en avoirs auprès du Fonds des rentes ou en effets publics de type spécial remis en dépôt auprès de la banque centrale.

Passifs soumis à l'obligation de réserves

Par engagements soumis à l'obligation de réserves, on entend tous les passifs exigibles des banques, dont le terme contractuel n'excède pas deux ans. Ces engagements se répartissent en trois catégories, à savoir :

1. Les engagements à vue ou dont le terme contractuel ne dépasse pas un mois ;
2. Les engagements dont le terme contractuel dépasse un mois sans excéder deux ans ;
3. Les engagements constatés par des carnets de dépôts.

Les banques pour lesquelles le calcul des réserves obligatoires détermine un montant ne dépassant pas 20 millions de francs sont dispensées de l'obligation de réserve. La Commission bancaire peut relever le montant de cette franchise lorsque l'un des taux de réserves applicables aux différentes catégories d'engagements bancaires atteint un niveau supérieur aux deux cinquièmes des taux maxima mentionnés dans l'alinéa suivant.

Taux des réserves obligatoires

Les taux des réserves obligatoires sont fixés par la Commission bancaire sur proposition de la Banque nationale de Belgique. Cette proposition de la banque centrale doit être motivée par les exigences de la politique du crédit. Les taux ne peuvent dépasser 20 % pour les engagements à vue et à un mois au plus, ni 7 % pour les engagements à plus d'un mois et pour les carnets de dépôts. Ils ne peuvent, sauf approbation du ministre des finances et du ministre des affaires économiques, être augmentés de plus de trois points par période de 30 jours.

Base de calcul

La nouvelle réglementation prévoit explicitement que les taux des réserves obligatoires peuvent être appliqués soit sur la totalité des dépôts, soit sur leur accroissement, soit encore en combinant ces deux données. Les engagements soumis à l'obligation de réserves le dernier jour ouvrable du mois constituent la base de calcul des réserves obligatoires, pour la période mensuelle prenant cours le 15 du mois suivant.

Jusqu'à présent, la nouvelle réglementation des réserves obligatoires ne présente qu'un cadre, qui n'a pas encore été rempli par les autorités monétaires. Son incidence en matière de politique de réserves obligatoires semble être assez limitée à l'heure actuelle, étant donné l'obligation, toujours en vigueur, de détenir un montant élevé d'effets publics. Dans le cadre des dispositions transitoires précédemment mentionnées, il est en effet prévu que les banques doivent continuer de remplir leurs engagements découlant du système du coefficient de couverture en vigueur jusqu'alors. Toutefois, cette obligation ne doit être remplie que sur la base de la moyenne des dépôts entre le 31 janvier et le 31 octobre 1961 : elle ne s'applique plus à l'accroissement des dépôts.

De plus, dans le cadre de ce régime, les banques ont la possibilité de choisir entre les différentes catégories d'actifs admises, tout en étant obligées de conserver le portefeuille de certificats de trésorerie de tranche A qu'elles possédaient lors de l'entrée en vigueur de la nouvelle réglementation.

CHAPITRE 4

LA GESTION DE LA TRESORERIE PUBLIQUE ET SES INCIDENCES SUR LA LIQUIDITE

34. Aux termes de l'article 32 de ses statuts, la Banque nationale de Belgique est chargée du service de caissier de l'Etat. Le compte courant de l'Etat ne comporte la plupart du temps qu'un solde créditeur relativement minime. Outre ce compte courant, il existe un compte spécial du Trésor pour le versement de la taxe exceptionnelle de conjoncture instituée en 1959.

Le Trésor règle une part importante de ses paiements par l'intermédiaire de l'Office des *chèques postaux*. Celui-ci, qui met ses excédents à la disposition du Trésor et qui n'est pas – comme en Allemagne et aux Pays-Bas – considéré comme faisant partie du système bancaire, joue en Belgique un rôle important dans le mécanisme des paiements. Les avoirs aux chèques postaux des entreprises et des particuliers représentaient en moyenne, au cours des dernières années, 10 % environ de la masse monétaire. Dans la mesure où les virements des comptes privés aux comptes publics se font par des chèques postaux, la liquidité des banques ne s'en trouve pas influencée. Cependant la liquidité bancaire est sévèrement éprouvée lors des principales échéances fiscales de janvier et de juillet à l'occasion desquelles des sommes importantes sont également versées aux pouvoirs publics par le débit des comptes bancaires. Pour soulager les banques, le Fonds des rentes effectue les opérations d'open-market correspondantes.

La *politique budgétaire* de l'Etat exerce, en Belgique comme à l'étranger, une influence directe sur le volume et la répartition des liquidités dans l'économie. Le déficit budgétaire joue ici un rôle important non seulement par son volume, mais aussi par la manière dont il est financé: recours à l'institut d'émission, recours au marché monétaire, émission d'emprunts à moyen et long terme, appel aux marchés étrangers ou recours à des réserves.

Sixième partie

**LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
AUX PAYS-BAS**

SOMMAIRE

Remarques préliminaires	227
<i>La liquidité de l'ensemble de l'économie – La liquidité du système bancaire</i>	
Chapitre 1: La politique d'escompte	235
<i>Conditions du crédit d'escompte – L'efficacité de la politique d'escompte</i>	
Chapitre 2: La politique d'open-market	240
<i>Les fondements juridiques – La structure du marché monétaire – L'efficacité de la politique d'open-market</i>	
Chapitre 3: La politique des réserves obligatoires	246
<i>Base juridique de la réglementation concernant les réserves obligatoires – Les établissements de crédit soumis à l'obligation des réserves minima – Calcul des réserves obligatoires – Taux des réserves obligatoires – Rémunération des avoirs et intérêt de pénalité – Efficacité de la politique des réserves obligatoires</i>	
Chapitre 4: Autres moyens d'action de la politique monétaire	253
Chapitre 5: Les placements des banques sur les marchés monétaires étrangers et les interventions de la Nederlandsche Bank sur le marché à terme des changes	255
Chapitre 6: La gestion de la trésorerie et ses incidences sur la liquidité des banques	257
Chapitre 7: Les directives de solvabilité et de liquidité	259

TABLEAUX

1 – Liquidité interne	229
2 – Sources de la liquidité interne	230
3 – Causes de l'élargissement et du resserrement du marché monétaire	234
4 – Recours des établissements de crédit à la Nederlandsche Bank	237
5 – Bons du Trésor en circulation	242
6 – Variations et montant du portefeuille d'open-market de la Nederlandsche Bank	245
7 – Taux et montants des réserves obligatoires	251
8 – Avoirs en devises et autres placements à l'étranger des banques commerciales	256

GRAPHIQUE

Taux d'escompte et taux pratiqués sur les marchés monétaire et financier	238
--------------------------------------------------------------------------	-----

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. Dans la conduite de sa politique monétaire et de crédit, la Nederlandsche Bank recourt non seulement aux modifications du taux d'escompte, mais surtout aux moyens d'action ayant un effet sur la liquidité du système bancaire et, par son intermédiaire, sur la liquidité de l'économie, donc sur la demande effective. Le contrôle direct du crédit dans un sens sélectif ne joue en revanche aucun rôle. Il a certes été largement exercé dans les premières années d'après-guerre, mais son utilisation est apparue de plus en plus difficile lorsque la situation économique est devenue plus normale¹. Les dispositions qui permettaient à la Nederlandsche Bank d'exercer un large contrôle sur l'octroi de crédits par les banques ont donc été abrogées à la fin de 1950 et provisoirement remplacées par le contrôle quantitatif global des crédits (jusqu'à la fin du mois de mars 1952).

2. Aux Pays-Bas, la notion de « politique de liquidité » se rapporte d'une façon générale aux mesures prises par l'institut d'émission et — il convient de le préciser dès maintenant — par le Trésor, pour agir sur la liquidité de l'économie, plutôt qu'aux mesures relatives à la liquidité bancaire elle-même, bien que celles-ci constituent le point de départ de l'action exercée par l'institut d'émission. A cet égard, la terminologie est donc différente de celle de la république fédérale d'Allemagne.

a) La liquidité de l'ensemble de l'économie

3. Depuis 1951, la Nederlandsche Bank se réfère dans ses analyses périodiques à une notion de liquidité qui s'écarte en partie de celle à laquelle recourent les autres pays de la C.E.E.. Par liquidité de l'économie, la Banque entend en effet non seulement la *liquidité primaire*, c'est-à-dire la liquidité détenue sous forme monétaire (espèces et dépôts à vue) par le secteur non bancaire (à l'exception toutefois des avoirs du Trésor), mais également certaines autres créances

¹ Le Dr Holtrop, président de la Banque, a déclaré en novembre 1958 devant le comité Radcliffe qu'il était possible de pratiquer une politique sélective du crédit lorsque les objectifs de la politique économique générale sont simplement et clairement définis, comme en temps de guerre ou en période de reconstruction et que la population est en conséquence disposée à accepter des contrôles de cette nature. Toutefois, lorsque les objectifs deviennent moins nets et que l'éventail des possibilités s'étend, il devient très difficile de préciser le but de la politique économique et de décider quels sont les biens les plus importants. Le critère du « bien-être général » est aussi peu satisfaisant que la distinction entre ce qui est « essentiel » et « non-essentiel ». Cette distinction est dangereuse dans la mesure où elle favorise la tendance au protectionnisme, car « essentiel » signifie facilement tout ce qui se substitue aux importations ou encourage les exportations, tandis que « non-essentiel » représente tous les autres biens. Il n'existe dans une économie libre aucun fondement permettant de démarquer ce qui est « essentiel » et « non-essentiel ».

liquides de ce secteur sur les caisses publiques et les institutions créatrices de monnaie pour autant que ces créances puissent être très rapidement et en grande partie converties en monnaie, sans frais ni pertes en capital notables, ou être utilisées au pair pour le paiement d'impôts (liquidité secondaire).

Au sens de la présente analyse, la *liquidité secondaire* comprend les éléments suivants :

a. Les créances à court terme du secteur non bancaire sur le Trésor, qui se présentent essentiellement sous forme d'effets et de bons du Trésor ; on y comprend également les avoirs auprès du Trésor, notamment ceux des organismes collecteurs d'épargne, bien que leurs montants soient maintenant peu élevés ;

b. Les créances à court terme du secteur non bancaire sur les collectivités locales, telles que provinces, communes, « Bank voor Nederlandsche Gemeenten » (Banque pour les communes néerlandaises), etc. Ces créances se présentent essentiellement sous forme de titres non négociables sur le marché monétaire, parfois également sous forme de prêts au jour le jour et d'avances en compte courant.

c. Les créances à court terme du secteur non bancaire sur les « institutions créatrices de monnaie » sous forme de dépôts à terme, de dépôts d'épargne et d'avoirs en devises des résidents ainsi que les fonds prêtés au jour le jour à ces institutions.

4. Sont considérées comme *institutions créatrices de monnaie*, outre la Nederlandsche Bank et les banques commerciales, l'Office des chèques postaux, l'Office de virement de la commune d'Amsterdam, les caisses de crédit agricole qui acceptent des dépôts et accordent des crédits à court terme ainsi que les banques de titres (effectenkredietinstellingen) et le Trésor. Comme il y a aux Pays-Bas une distinction relativement nette entre les opérations à court terme des banques, d'une part, et les opérations à long terme des caisses d'épargne, d'autre part, les caisses d'épargne ne sont pas comprises parmi les établissements créateurs de monnaie. C'est pourquoi les avoirs auprès des caisses d'épargne ne sont pas englobés par l'analyse monétaire néerlandaise, dans la liquidité secondaire, contrairement aux dépôts d'épargne auprès des banques, qui sont sans doute assez faibles, mais dont l'importance s'est récemment accrue.

Le tableau 1 ci-dessous de la « liquidité interne », emprunté au rapport annuel de la Nederlandsche Bank, donne un aperçu, d'une part, de la ventilation entre liquidité primaire et liquidité secondaire au sens de la définition en usage aux Pays-Bas et, d'autre part, de la répartition entre les principaux détenteurs de la liquidité primaire et secondaire ainsi que de l'ensemble de la liquidité.

Les sources de la liquidité primaire et secondaire, comme le montre le tableau 2 ci-dessous, intitulé « sources de la liquidité interne de l'économie », sont essentiellement les crédits que la banque centrale et les autres

228 institutions créatrices de monnaie accordent au Trésor (compte tenu des variations

Tableau 1

LIQUIDITE INTERNE
(Montants en fin de période arrondis à 10 millions de florins)

Ventilation des liquidités ¹	1958	1959	1960	1961 ³
1. Disponibilités monétaires (liquidités primaires)				
a) billets et monnaies divisionnaires	4 580	4 680	5 090	5 470
b) dépôts à vue	5 560	5 910	6 220	6 710
Total	10 140	10 590	11 310	12 180
2. Liquidités secondaires				
a) créances sur l'Etat	1 320	1 420	1 390	1 440
b) créances sur les collectivités locales	1 300	890	540	420
c) créances sur les institutions créatrices de monnaie	2 790	3 560	4 380	4 540
1) dépôts à terme et argent au jour le jour	2 230	2 770	3 220	3 090
2) avoirs en devises des résidents	240	290	240	220
3) dépôts d'épargne	320	500	920	1 230
Total	5 410	5 870	6 310	6 400
3. Liquidité interne (3 = 1 + 2)	15 550	16 460	17 620	18 580
Détenteurs ²				
1. Liquidités primaires				
a) entreprises et particuliers	9 840	10 320	10 930	11 790
b) caisses de retraites, compagnies d'assurance et autres fonds	150	130	140	150
c) caisses d'épargne	60	70	100	120
d) collectivités locales	90	70	140	120
Total	10 140	10 590	11 310	12 180
2. Liquidités secondaires				
a) entreprises et particuliers	3 810	4 080	4 560	4 430
b) caisses de retraites, compagnies d'assurance et autres fonds	690	720	640	680
c) caisses d'épargne	720	840	840	880
d) collectivités locales	190	230	270	410
Total	5 410	5 870	6 310	6 409
3. Total des liquidités internes (3 = 1 + 2)				
a) entreprises et particuliers	13 650	14 400	15 490	16 220
b) caisses de retraites, compagnies d'assurance et autres fonds	840	850	780	830
c) caisses d'épargne	780	910	940	1 000
d) collectivités locales	280	300	410	530
Total	15 550	16 460	17 620	18 580
Ne sont pas compris				
Dépôts à vue des non-résidents auprès des banques	200	210	250	230
Dépôts d'épargne auprès des caisses d'épargne y compris les intérêts en cours	7 680	8 800	9 930	11 190
Avoirs à l'étranger et placements sur le marché monétaire à l'étranger par le secteur privé	150	390	200	180

¹ Les disponibilités monétaires comprennent aussi les billets et les monnaies divisionnaires détenus par des non-résidents, ainsi que les dépôts à vue (très peu élevés) des non-résidents auprès des comptes chèques postaux et de l'Office de virement de la commune d'Amsterdam.

² La catégorie « entreprises et particuliers » dont les chiffres ont été obtenus par différence, inclut également les fonds qui ne peuvent pas être incorporés dans la catégorie « caisses de retraites, compagnies d'assurances et autres fonds ». Les caisses d'épargne comprennent aussi les départements d'épargne des banques de crédit agricole.

³ Chiffres provisoires.

Tableau 2

SOURCES DE LA LIQUIDITE INTERNE

(Variations en millions de florins)

	1959	1960	1961 ⁶
1. Création de liquidités pour l'Etat			
a) création de monnaie			
(1) recours net (+) à la Nederlandsche Bank ¹ (dont transactions d'open-market)	537 (44)	- 998 (- 174)	235 (178)
(2) recours net (+) aux autres institutions créatrices de monnaie	- 953	103	114
(3) transactions spéciales, mentionnées sous 6. a) (1)	- 421	107	- 664
Total (1) à (3)	- 837	- 788	- 315
b) émission (+) de titres de la dette flottante ayant le caractère de liquidités secondaires	103	- 30	53
Total a) + b)	- 734	- 818	- 262
2. Création de liquidités pour les collectivités locales			
a) crédits accordés (+) par :			
(1) la Nederlandsche Bank	29	- 46	-
(2) les autres institutions créatrices de monnaie	32	- 67	- 119
Total (1) + (2)	61	- 113	- 119
b) émission (+) de titres de la dette flottante ayant le caractère de liquidités secondaires	- 410	- 349	- 125
Total a) + b)	- 349	- 462	- 244
3. Création de monnaie pour le secteur privé			
Crédits accordés (+) par :			
(1) la Nederlandsche Bank	- 2	2	9
(2) les banques	483	614	720
(3) les caisses de crédit agricole	97	45	68
(4) les autres institutions créatrices de monnaie*	24	15	37
Total (1) à (4) (dont à moyen terme)	602 (*)	676 (28)	834 (203)
4. Autres causes de création de monnaie			
a) transactions nettes des institutions créatrices de monnaie sur le marché financier (achats (+))			
(1) achats et ventes de titres sur le marché	65	103	215
(2) prêts directs ²	40	126	242
b) augmentation (-) des fonds propres des institutions créatrices de monnaie ³ et autres postes	- 93	- 174	- 103
Total a) + b) (dont création de monnaie par les offices de virement)	12 (74)	55 (195)	354 (102)
5. Création de liquidités internes (1. à 4.)	- 469	- 549	682

Tableau 2 (suite)

	1959	1960	1961 ⁶
6. Achat net de devises par les institutions créatrices de monnaie au secteur privé et à l'Etat			
a) transactions spéciales			
(1) de l'Etat			
- transactions avec le F.M.I.	131	66	442
- augmentation (+) des créances consolidées (nettes) résultant des accords de paiement, cédées par la Nederlandsche Bank	119	- 173	39
- remboursement anticipé de la dette à l'étranger	171	-	183
Total	421	- 107	664
(2) du système bancaire: achat d'obligations à la Banque mondiale ⁴	207	-	-
b) augmentation (+) des avoirs en or et en devises auprès			
(1) de la Nederlandsche Bank	- 497	1 514	- 199
(2) des banques	855	- 400	- 611
c) crédits accordés (+) à l'étranger par les banques	284	664	483
d) augmentation (+) des autres créances nettes sur l'étranger ⁵	106	38	- 63
Total a) à d)	1 376	1 709	274
7. Variations de la liquidité interne (5. + 6.)			
a) liquidités primaires	453	717	867
b) liquidités secondaires			
(1) créances sur les institutions créatrices de monnaie (dont: dépôts d'épargne)	761 (172)	822 (421)	161 (314)
(2) créances sur le secteur public	- 307	- 379	- 72
Total a) + b)	907	1 160	956

1 Y compris prélèvements sur le compte courant.

2 Y compris des prêts aux collectivités locales.

3 Non compris émissions propres d'actions et d'obligations.

4 Cf. paragraphe 34.

5 Y compris les créances consolidées provenant des accords de paiements, qui n'ont pas été cédées à l'Etat, des obligations étrangères libellées en devises, ainsi que les erreurs et omissions.

6 Chiffres provisoires.

Source: rapport annuel de la Nederlandsche Bank 1961.

des avoirs de celui-ci auprès de la Nederlandsche Bank), aux autres institutions publiques et au secteur privé, les achats nets de devises et de titres effectués par les institutions créatrices de monnaie, le placement de titres à court terme du secteur public en dehors des institutions créatrices de monnaie.

b) La liquidité du système bancaire

5. La liquidité du système bancaire comprend la « *liquidité de caisse* » des banques, c'est-à-dire leurs encaisses et leurs avoirs auprès de la banque centrale, ainsi que leurs actifs liquides susceptibles d'être cédés ou donnés en nantissement à la banque centrale (liquidité potentielle).

La « *liquidité de caisse* » des banques est, comme pour les banques de la République fédérale, presque entièrement fonction de l'obligation d'entretenir des réserves minima. Il n'existe guère en tout cas, à peu d'exception près, de réserves excédentaires notables, les banques pouvant utiliser leurs réserves minima comme « *working balances* » (fonds de roulement).

La « *liquidité potentielle* », dont le volume permet de prendre une mesure exacte de la liquidité du système bancaire, comprend essentiellement:

- les titres à court terme émis par le Trésor;
- les prêts au jour le jour aux courtiers de change (cf. paragraphe 21);
- les avoirs à l'étranger et les placements sur les marchés monétaires à l'étranger;
- les effets de commerce pouvant être présentés à l'escompte de la banque centrale, qui ne jouent toutefois qu'un rôle secondaire.

Le graphique publié dans le rapport annuel de la Nederlandsche Bank ne reprend comme actifs liquides que les effets du Trésor à un an au plus et les créances à court terme sur l'étranger ayant le caractère de devises; par contre, les effets de commerce ne sont pas considérés comme liquidités bancaires.

6. Si l'on fait abstraction des mesures spécialement prises par la banque centrale en matière de politique de liquidité, la liquidité de caisse des banques est essentiellement déterminée par les facteurs suivants:

- variation de la circulation monétaire;
- montant net des transactions en devises entre les banques et la Nederlandsche Bank;
- montant net des transactions entre la Nederlandsche Bank et le Trésor, qui affectent la liquidité interne;
- variation des réserves minima résultant d'une variation du montant des dépôts;
- crédits de la banque centrale aux collectivités locales; ces crédits n'ont qu'une importance très faible, sauf en périodes d'un resserrement au marché monétaire.

Le montant net des transactions de la Nederlandsche Bank avec les entreprises et les particuliers a également peu d'importance. Certes, la loi instituant la Nederlandsche Bank ne s'oppose pas à ces transactions ; la Banque pourrait donc parfaitement se livrer également à des opérations de crédit direct avec les entreprises et les particuliers, mais la politique de la Banque consiste à abandonner aux banques le financement du secteur privé.

En ce qui concerne les facteurs déterminant la liquidité bancaire, la Nederlandsche Bank publie dans ses rapports annuels un tableau intitulé « resserrement et élargissement du marché monétaire » qui comporte essentiellement les mêmes éléments, encore qu'ils soient présentés dans un ordre légèrement différent que les tableaux correspondants publiés par la Deutsche Bundesbank. Ce tableau, extrait des rapports annuels de la Nederlandsche Bank, est reproduit ci-dessous (page 234).

7. La politique du crédit de la Nederlandsche Bank exerce une action sur la liquidité de caisse des banques essentiellement par les opérations d'open-market et par la manipulation du taux des réserves minima imposées aux banques commerciales. Ces opérations et ces mesures doivent cependant être considérées en étroite liaison avec la politique d'escompte de la Banque. Elles servent à influencer la situation du marché monétaire de manière à aligner les taux de ce marché sur le taux d'escompte fixé par la Banque. Nous étudierons successivement ci-après la *politique d'escompte* de la Nederlandsche Bank, puis sa *politique d'open-market* et sa *politique des réserves minima*. Viendront ensuite quelques considérations sur les *interventions* occasionnelles de la banque centrale sur le *marché à terme des changes*, sur les relations de la Banque avec le secteur public, notamment avec le Trésor, ainsi que sur les pouvoirs de la Nederlandsche Bank en matière de contrôle des banques.

Tableau 3

**CAUSES DE L'ELARGISSEMENT ET DU RESSERREMENT
DU MARCHÉ MONÉTAIRE**

Facteurs	Elargissement (+) / resserrement (-) Variations moyennes ¹ arrondies à 10 millions de Fl		
	du 22.1.1959 au 21.1.1960	du 22.1.1960 au 21.1.1961	du 22.1.1961 au 21.1.1962
1. Facteurs autonomes			
a) transactions de l'Etat autres que l'émission ou le remboursement de bons du Trésor (excédent des dépenses (+) / recettes (-))	- 640	- 970	- 370
b) diminution (+) / augmentation (-) de la circulation des billets de banque	- 90	- 360	- 350
c) diminution (+) / augmentation (-) des réserves obligatoires résultant d'une diminution / augmentation du montant des dépôts	- 80	- 50	- 60
d) causes diverses	- 20	-	-
Total	- 830	- 1380	- 78
2. Achat (+) / vente (-) d'or et de devises par la Nederlandsche Bank	+ 150	+ 1360	+ 510
3. Solde des facteurs autonomes et des achats nets d'or et de devises par la Nederlandsche Bank	- 680	- 20	- 270
4. Octroi (+) remboursement (-) de crédits à/par la Nederlandsche Bank aux/par les pouvoirs subordonnés	+ 10	-	-
5. Remboursement net (+) émission nette par l'Etat (-) des bons du Trésor sur le marché monétaire	+ 790	+ 180	- 130
6. Transactions d'open-market et modification du taux des réserves obligatoires			
a) 1) diminution (+) / augmentation (-) des réserves obligatoires à cause d'un abaissement / élévation de leur taux	+ 220	- 80	+ 210
2) dont: relatifs aux achats de titres de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement ²	- 210	-	-
b) transactions d'open-market	- 80	- 60	+ 110
Total	- 70	- 140	+ 320
7. Elargissement (+) / resserrement (-) du marché monétaire (= 1/6) se traduisant par:	+ 50	+ 20	- 80
a) augmentation (+) des avoirs libes moyens des banques auprès de la Nederlandsche Bank	+ 50	+ 10	- 30
b) diminution (+) du recours moyen à la Nederlandsche Bank par:			
1) les banques	- 10	+ 10	- 50
2) les courtiers de change	+ 10	-	-
8. Montant moyen de l'excédent (+) / insuffisance (-) sur le marché monétaire s'exprimant par:	40	60	- 20
a) les avoirs libes moyens des banques auprès de la Nederlandsche Bank	50	60	30
b) le recours moyen (-) à la Nederlandsche Bank par:			
1) les banques	- 10	-	- 50
2) les courtiers de change	-	-	-

¹ Moyennes établies d'après les moyennes journalières au cours de la période de référence (cf. page 248).

² Cf. paragraphe 34.

CHAPITRE 1

LA POLITIQUE D'ESCOMPTE

8. Dans le cadre de la politique d'escompte, les banques et les courtiers de change (cf. paragraphe 21) recourent généralement à la Nederlandsche Bank en prenant des crédits en compte courant contre la remise en gage d'effets du Trésor ou, dans une moindre mesure, d'autres gages. Elles ont en outre la possibilité d'escompter des effets à court terme (effets publics, effets commerciaux et acceptations bancaires) auprès de la Nederlandsche Bank, à condition que le nombre de jours restant à courir avant l'échéance ne soit pas supérieur à 105.

a) Conditions du crédit d'escompte

9. Contrairement à ce qui se passe en Allemagne fédérale, en France et en Belgique, l'escompte des effets de commerce et des acceptations bancaires ne joue qu'un rôle restreint. En vertu d'un accord passé en 1922 par la banque centrale avec quelques banques, certains effets servant au financement du commerce extérieur s'ils sont présentés à la banque centrale, sont automatiquement considérés comme escomptables dès lors qu'ils remplissent certaines conditions (échéance inférieure à quatre mois, valeur du crédit d'escompte d'un million de florins au maximum). Les effets utilisés dans les autres transactions peuvent également être déclarés escomptables, en vertu de conventions spéciales, à la demande des établissements bancaires. La faculté de réescompte accordée à ces effets permet de les négocier sur le marché monétaire, mais de telles opérations sont très rares.

Les effets du Trésor peuvent être remis en garantie d'avances ou présentés à l'escompte de la Banque sans limitation précise, mais, dans le cadre de sa politique de crédit, la Banque est libre vis-à-vis du Trésor d'accepter ou de refuser ces effets (cf. également page 257).

Les effets à court terme émis par les collectivités locales peuvent également être déclarés escomptables par la Nederlandsche Bank, dans la limite toutefois d'un plafond d'escompte généralement fixé à 15% des recettes courantes inscrites à leur dernier budget. Le fort accroissement de la dette flottante des collectivités locales en 1957 – considéré comme peu souhaitable par la Nederlandsche Bank – a conduit celle-ci à soumettre de telles facilités à certaines conditions, c'est-à-dire que la Nederlandsche Bank a établi le principe selon lequel le plafond qu'elle accorde doit être conforme à la norme fixée par les 235

pouvoirs publics pour la dette flottante des collectivités locales (25 % des recettes courantes); toutefois, afin d'assouplir ces conditions, elle a introduit le règlement suivant: seules les collectivités locales dont la dette flottante (en montant net) ne dépasse pas le quart des recettes courantes continueront à bénéficier de la limite normale, soit 15 % du montant de ces recettes; pour celles dont la dette flottante est comprise entre le quart et la moitié du montant des recettes courantes, le maximum a été diminué de moitié; enfin, celles dont la dette flottante dépasse 50 % des recettes courantes sont désormais privées de ces possibilités. Le montant net de la dette flottante des collectivités locales ayant considérablement diminué au cours des dernières années, la Nederlandsche Bank a fixé de façon définitive, depuis le milieu de l'année 1961, ses accords de plafond en conformité avec la réglementation gouvernementale mentionnée ci-dessus. Depuis lors, seules les collectivités locales dont la dette flottante ne dépasse pas 25 % des recettes courantes peuvent prétendre aux facilités accordées par la banque centrale.

10. En général, les banques s'efforcent de gérer leur trésorerie de façon à ne pas avoir à recourir à la Nederlandsche Bank. Cette politique est en partie fondée sur la conception de la banque centrale selon laquelle les banques ne doivent compter que temporairement sur son aide. La Nederlandsche Bank considère le recours à son crédit comme un privilège et non comme un droit. Ce recours ne doit pas entraîner un endettement permanent des banques auprès d'elle.

11. Les taux des crédits en comptes courants accordés aux banques contre remise de valeurs mobilières ou d'autres titres est de $\frac{1}{2}$ % supérieur au taux officiel de l'escompte. Toutefois, comme généralement les banques ne font appel à la Nederlandsche Bank que pour des délais très courts, les avances sur titres jouent un rôle plus important que les crédits de réescompte.

Par ailleurs, la Nederlandsche Bank a institué pour un certain temps, en septembre 1957, alors que l'expansion du crédit était particulièrement forte, un taux de pénalisation que devaient acquitter, lorsqu'elles recouraient à la banque centrale, toutes les banques qui, de l'avis de celle-ci, ne faisaient pas preuve d'une retenue suffisante en matière d'octroi de crédits. Ce taux de pénalité dépassait d'un point le taux officiel de l'escompte.

b) L'efficacité de la politique d'escompte

12. La modification du taux d'escompte de la Nederlandsche Bank se répercute en général sur les taux d'intérêts débiteurs et créditeurs pratiqués par les banques. Bien que celles-ci soient libres de fixer leurs taux — la loi sur le contrôle des banques ne comprend pas de réglementation à cet égard — leurs taux débiteurs sont très souvent liés au taux d'escompte.

Toutefois, les banques considèrent généralement le taux débiteur de 5 % comme un minimum, de sorte que — comme on applique habituellement une différence

Tableau 4

**RECOURS DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT
A LA NEDERLANDSCHE BANK ¹**

(en millions de florins)

Moyenne mensuelle		Recours total	dont crédit en compte courant
1958	1er trimestre	5	3
	2e trimestre	13	10
	3e trimestre	9	3
	4e trimestre	6	4
1959	1er trimestre	3	3
	2e trimestre	3	3
	3e trimestre	2	2
	4e trimestre	18	16
1960	1er trimestre	3	2
	2e trimestre	7	7
	3e trimestre	3	3
	4e trimestre	2	2
1961	1er trimestre	3	3
	2e trimestre	3	3
	3e trimestre	10	10
	4e trimestre	50	23

¹ Banques commerciales, caisses centrales de crédit agricole et banques de titres (effectenkredietinstellingen).

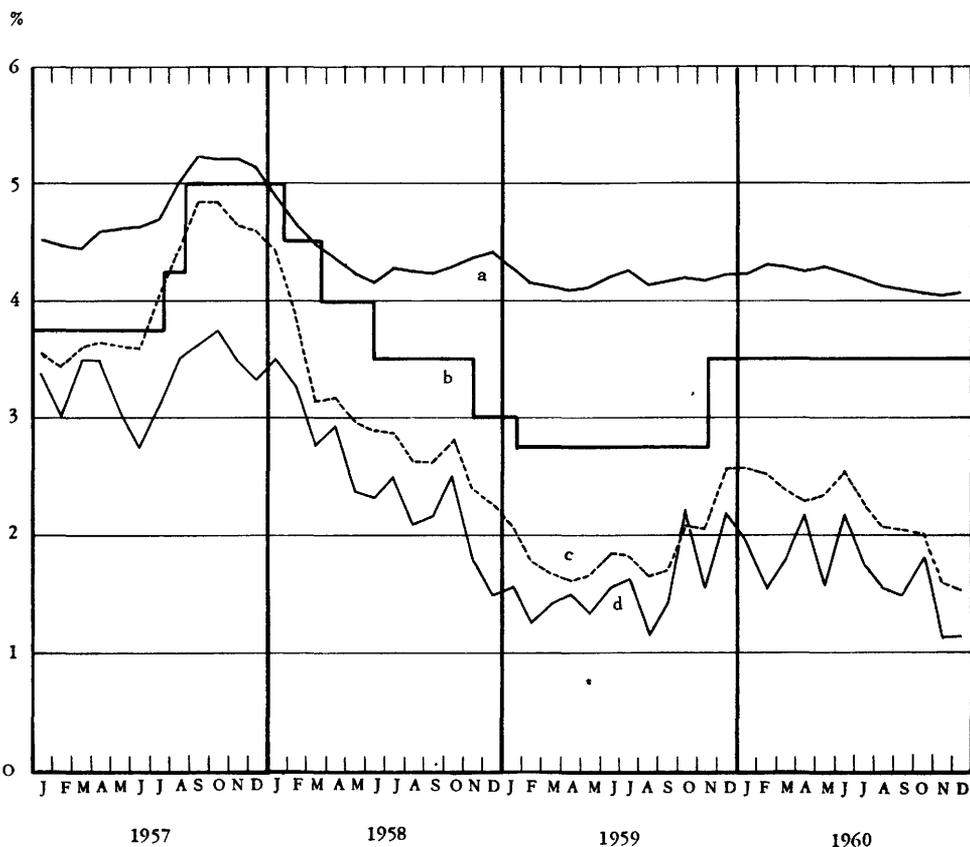
Source: rapports annuels de la Nederlandsche Bank.

de 2% entre le taux d'escompte officiel et le taux débiteur des banques – une modification du taux de l'escompte au-dessous de cette limite de 3% ne se répercute pas, sinon dans une faible mesure, sur le coût du crédit.

Comme l'a exposé le président de la Nederlandsche Bank devant le comité Radcliffe, les variations du taux d'escompte exercent sur les demandes de crédit une influence qui varie en fonction des circonstances. Cependant, on s'accorde habituellement à estimer que les modifications du taux de l'escompte exercent une faible influence sur la demande de crédit. La véritable efficacité de la politique d'escompte réside davantage dans le fait que les entreprises et les banques voient dans les modifications du taux d'escompte le signal d'une raréfaction ou d'une plus grande abondance des crédits et prennent leurs dispositions en conséquence. La Nederlandsche Bank ne procède généralement pas isolément à la modification du taux de l'escompte, mais le plus souvent en liaison avec ses objectifs en matière de politique du marché monétaire. Si les taux du marché monétaire doivent s'aligner sur le taux officiel de l'escompte, la politique monétaire et du crédit aux Pays-Bas exige en général que la banque centrale prenne

Graphique

TAUX D'ESCOMPTE ET TAUX PRATIQUES
SUR LES MARCHES MONETAIRE ET FINANCIER



- a. Taux de rendement moyen sur neuf emprunts gouvernementaux à 3 %, 3¼ % et 3½ %,
- b. Taux d'escompte,
- c. Taux du marché pour les bons du Trésor à 3 mois,
- d. Taux de l'argent au jour le jour.

Source: rapports annuels de la Nederlandsche Bank.

simultanément des mesures d'action directe sur la liquidité, car comme on l'a vu précédemment, les banques néerlandaises n'ont qu'exceptionnellement des dettes de réescompte vis-à-vis de la banque centrale (cf. tableau 4), contrairement à la situation existant en France, en Belgique et en Allemagne fédérale (cf. tableau 4).

13. Dans les premières années d'après-guerre, la Nederlandsche Bank ne disposait pas encore des moyens d'action nécessaires en matière de politique du marché monétaire, de sorte que pendant des années les taux du marché monétaire étaient nettement inférieurs au taux d'escompte qui, pourtant, n'atteignait que 2½ %. Lorsque pendant la crise de Corée la forte expansion du crédit bancaire

obligea la banque centrale à adopter des mesures restrictives, celle-ci releva son taux d'escompte à 3%, puis à 4% (cf. graphique ci-après concernant l'évolution du taux d'escompte et des taux pratiqués sur les marchés monétaire et financier. Pour rendre ces taux effectifs en dépit de la forte liquidité des banques, la Nederlandsche Bank a fait usage de certains pouvoirs qui lui avaient été conférés durant la réforme monétaire de 1945. Ces pouvoirs lui permettaient d'enjoindre aux banques de ne pas réduire leurs réserves liquides, y compris les effets du Trésor, en-deça d'une certaine limite ou, à l'inverse, de ne pas augmenter leurs crédits au-delà d'un certain volume, sans recourir à la banque centrale. Bien que demeuré très liquide, le système bancaire était contraint de s'adresser à la Banque et, ainsi, le taux d'escompte devenait effectif.

Les expériences de cette période ont abouti en 1952 à la conclusion entre le Trésor et la banque centrale, d'un accord qui donnait à celle-ci la possibilité d'effectuer ses propres opérations d'open-market. La Banque a fait un nouveau pas vers une politique active du marché monétaire en concluant en 1954 avec les principales banques et les caisses centrales de crédit agricole un gentlemen's agreement qui lui donnait la possibilité de pratiquer une politique de réserves obligatoires.

CHAPITRE 2

LA POLITIQUE D'OPEN-MARKET

14. La Nederlandsche Bank n'utilise pour ses opérations d'open-market que des effets du Trésor à court terme. La loi de 1948 qui établit ses statuts lui permet sans doute également d'acheter et de vendre des obligations cotées en bourse, émises ou garanties par l'Etat; mais en fait la Nederlandsche Bank ne détient pas de portefeuille de ces valeurs.

a) Les fondements juridiques

15. Le droit de la Nederlandsche Bank d'intervenir sur le marché est réglementé par la loi du 23 avril 1948 portant statut de la Nederlandsche Bank. Cette loi autorise la Banque à acheter et à vendre les titres suivants :

– effets acceptés par les banques et les banquiers privés ayant leur siège aux Pays-Bas, et arrivant à échéance dans un délai correspondant aux usages commerciaux

– effets du Trésor

– obligations émises par l'Etat ou dont le gouvernement néerlandais a garanti le service d'intérêt et d'amortissement, sous réserve que ces obligations soient officiellement cotées à la bourse d'Amsterdam.

16. Bien que la Nederlandsche Bank ait eu la possibilité d'appliquer une politique d'open-market depuis 1937 sur la base de son ancien statut, elle n'a pratiqué une telle politique que depuis 1952. C'était en effet le Trésor qui, auparavant, intervenait sur le marché monétaire par l'intermédiaire de son propre agent, même lorsque ses encaisses suffisaient à satisfaire les besoins financiers courants; c'était donc le Trésor, et non la banque centrale, qui avait pour tâche d'éponger les liquidités excédentaires des banques.

Dans l'accord de 1952, conclu entre le Trésor public et la banque centrale, la responsabilité de la politique d'open-market a été confiée à la Nederlandsche Bank. La politique du Trésor tend depuis lors à limiter ses émissions au renouvellement des effets publics arrivant à échéance. Il arrive toutefois que le Trésor cède sur le marché monétaire des effets publics au-delà ou en-deça de ce qui est nécessaire au strict renouvellement des échéances. Il le fait alors en étroite

17. Lors de la conclusion de l'accord, la Nederlandsche Bank disposait de créances sur le Trésor (pour 2,1 milliards de florins) représentant la contrepartie des anciens avoirs en RM qu'elle lui avait transférés. Ces créances étaient représentées à concurrence de 800 millions de florins par des bons du Trésor, tandis que le reste consistait en une créance inscrite. Au cours des premières opérations d'open-market, la banque centrale avait déjà cédé une partie importante de son portefeuille de bons du Trésor. La poursuite de sa politique d'open-market se trouva assurée lorsque le gouvernement se déclara prêt à convertir en bons du Trésor selon les besoins de la Banque le reste de la créance inscrite. Lorsque, par la suite, en 1956, le Trésor remboursa cette dette à l'aide de la contre-valeur du fonds Marshall, la masse de manœuvre de la Nederlandsche Bank fut complétée par le transfert à l'Etat de ses créances sur l'U.E.P. et l'Argentine. Les remboursements en question ont amené la Banque à se demander si son portefeuille de titres d'open-market suffirait désormais, – notamment en raison de la liquidité croissante provenant des excédents de devises – à assurer un contrôle effectif du marché monétaire. Ce sont surtout ces préoccupations qui ont été à l'origine de la convention conclue avec les banques en vue d'instaurer un système de réserves obligatoires.

b) La structure du marché monétaire

18. Ce sont essentiellement des effets publics à court terme qui sont négociés sur le marché monétaire des Pays-Bas. Toutefois, seuls jouent un rôle dans la politique d'open-market menée par la banque centrale les bons du Trésor, qui se répartissent en deux catégories distinctes :

- les « promesses » du Trésor (promessen) sont des billets à ordre dont l'échéance peut atteindre un an ;
- les « biljetten », en revanche, sont des bons du Trésor au porteur dont l'échéance est supérieure à un an, mais ne peut excéder cinq ans. Des coupons d'intérêts semestriels sont annexés aux titres.

Le tableau 5, page 242, relatif aux effets du Trésor en circulation, montre que les bons dont l'échéance varie de un à cinq ans constituent la majeure partie des effets négociés sur le marché monétaire. La part prise par ces valeurs s'est encore accrue durant les dernières années dans le cadre de la politique générale de consolidation menée par le Trésor public.

19. Le tableau donne en outre une idée de la structure du marché monétaire et montre que, contrairement d'ailleurs à ce qui se passe en Allemagne fédérale ce ne sont pas seulement les banques qui achètent des bons du Trésor. La proportion des bons du Trésor en circulation détenus par les banques, qui en 1953 était encore de 68 %, est tombée jusqu'à 41 % à la fin de 1956 et elle est ensuite restée relativement stable. La partie détenue dans le système des caisses de crédit agricole a considérablement augmenté : de 8 % fin 1953 à 21 % fin 1961. 241

Tableau 5

BONS DU TRESOR EN CIRCULATION

(en millions de florins)

	Fin 1953	Fin 1956	Fin 1960	Fin 1961
Schatkistpromessen (bons à un an d'échéance maximum)	958	114	228	434
Schatkistbiljetten (bons d'un an à cinq ans d'échéance ¹)	3 625	2 679	2 666	2 439
	4 583	2 793	2 894	2 873
<i>dont détenus par :</i>				
les banques commerciales	3 099 68 %	1 140 41 %	1 228 42 %	1 169 41 %
les caisses centrales de crédit agricole	395 8 %	257 9 %	585 20 %	621 21 %
la banque centrale dans le cadre des « accords de reprise » ²	- -	- -	64 2 %	- -
Banques	3 494 76 %	1 397 50 %	1 877 64 %	1 790 62 %
Organismes publics et semi-publics	307 7 %	347 13 %	285 10 %	
Investisseurs institutionnels	239 5 %	309 11 %	307 11 %	1 083 38 %
Autres détenteurs	543 12 %	740 26 %	425 15 %	
	4 583 100 %	2 793 100 %	2 894 100 %	2 873 100 %
Certificats de trésorerie (échéance de plus de 5 ans) ³		1 200	1 200	1 200
<i>dont détenus par :</i>				
les banques commerciales		1 127 94 %	1 125 94 %	1 125 94 %
les caisses centrales de crédit agricole		73 6 %	75 6 %	75 6 %

¹ En général, titres à échéance de 2, 3 ou 5 ans.² Cf. page 243, point 22.³ Pris par les banques dans le cadre du gentlemen's agreement de 1954, échéance : 8, 10 et 12 ans.

Les autres détenteurs sont les organismes publics et semi-publics, les institutions financières, notamment les organismes collecteurs d'épargne, et enfin les courtiers de change, les entreprises et les particuliers.

20. Par l'intermédiaire de son agent propre le Trésor public est l'émetteur le plus important d'effets du Trésor sur le marché monétaire. Alors qu'au cours des années antérieures le Trésor offrait les bons à des taux fixes au préalable, ses émissions de bons à moins d'un an (promessen) ne s'effectuent plus depuis 1956 que par la voie de l'adjudication publique: l'agent du Trésor offre sur le marché des effets à échéance déterminée. Les participants au marché indiquent les taux auxquels ils sont prêts à prendre différents montants de ces effets. Le Trésor détermine le taux en fonction de ces propositions. Tous les demandeurs qui se sont portés acheteurs à un taux inférieur reçoivent la totalité de leur demande, tandis que ceux qui ont offert le taux fixé reçoivent une adjudication complète ou incomplète. Toutefois, pour l'émission des bons du Trésor à plus d'un an (biljetten), c'est l'agent du Trésor qui, comme autrefois, fixe, sans appel d'offres, le taux auquel ces effets seront vendus.

21. Les transactions sur les effets publics à court terme et l'octroi des prêts au jour le jour et à très court terme s'effectuent uniquement, par téléphone, par l'intermédiaire de courtiers agissant pour leur propre compte (wisselmakelaars) qui proposent les taux relatifs aux diverses échéances et dont le rôle s'explique par l'évolution historique. Avant 1926, ces courtiers jouaient uniquement le rôle d'intermédiaire dans les opérations monétaires et de change. Ils ne détenaient pas de portefeuille d'effets à court terme pour leur propre compte. En 1926, la Nederlandsche Bank les a autorisés à se livrer à des opérations d'escompte et leur a en outre consenti des facilités spéciales en matière d'avances sur titres. Depuis, ces courtiers détiennent un portefeuille propre de valeurs du Trésor. Ils financent ces portefeuilles, qui comprennent surtout, depuis 1945, des bons du Trésor à moins d'un an, en empruntant aux banques de l'argent au jour le jour. Lorsque les prêteurs réclament leurs fonds, les courtiers peuvent obtenir des liquidités auprès de la banque centrale en lui cédant leurs bons du Trésor ou en obtenant une avance sur titre. La Nederlandsche Bank a donné aux courtiers la faculté particulière d'escompter auprès d'elle à l'ancien taux une partie de leur portefeuille d'effets le jour ou le taux d'escompte est modifié.

Dans leur rôle d'intermédiaires entre les banques et la banque centrale, les courtiers sont cependant loin d'avoir l'importance des maisons d'escompte de Grande-Bretagne, qui sont les seules à bénéficier de crédits de réescompte auprès de la Banque d'Angleterre.

c) L'efficacité de la politique d'open-market

22. Dans ses interventions d'open-market portant sur des périodes assez longues, la Nederlandsche Bank n'a fait que subir l'évolution du marché monétaire en se bornant à céder ou à reprendre des effets aux taux du marché et en fonction 243

des besoins de celui-ci. C'est ainsi qu'elle a épongé, notamment de 1952 à 1955 et en 1958, les liquidités provenant des devises qui lui étaient cédées. Cette politique a été appliquée d'une façon flexible. La Nederlandsche Bank a aussi fait face, par l'achat d'effets à court terme, aux déficits passagers affectant le marché monétaire même en période d'abondantes liquidités. De plus, pour pallier les resserrements temporaires du marché monétaire – provoqués par exemple par les fluctuations saisonnières des rentrées fiscales ou par les échéances de fin d'année –, elle a, dans le cadre d'«accords de reprise», pris en pension des effets à court terme que les banques s'engageaient à reprendre à l'expiration du délai fixé.

23. Par sa politique de marché monétaire, la Nederlandsche Bank a aussi influencé de façon active la situation du marché monétaire. C'est ainsi qu'au début de 1956, elle a provoqué un relèvement du taux pratiqué sur le marché en vendant, à des taux croissants, des bons du Trésor à échéance de cinq ans. De 1956 à 1957, la Banque n'a pas repris d'effets, en dépit du resserrement du marché monétaire résultant du déficit de la balance des paiements et, de ce fait, elle n'a pas arrêté la hausse considérable des taux du marché (cf. graphique page 238 et tableau 6 page 245). C'est seulement en réduisant le taux des réserves obligatoires – et encore ne l'a-t-elle fait qu'avec un certain retard – que la Nederlandsche Bank a quelque peu allégé le marché.

Tableau 6

**VARIATIONS ET MONTANT DU PORTEFEUILLE D'OPEN-MARKET
DE LA NEDERLANDSCHE BANK ¹**

(en millions de florins)

	Bons du Trésor (« promessen » et « biljetten »)					Montant des bons du Trésor en fin d'année
	achetés au Trésor ²	remboursés par le Trésor	achetés sur le marché	émis sur le marché	Total des variations	
	1	2	3	4	5	
1952	-	- 700	-	- 649	- 1 349	151
1953	+ 600	-	-	- 235	+ 366	517
1954	-	-	+ 98	- 255	- 157	360
1955	-	-	+ 141	- 179	- 38	322
1956	+ 275	-	-	- 135	+ 138	460
1957	+ 68	-	-	-	+ 68	528
1958	+ 156	- 52	+ 348 ³	- 799	- 347	181
1959	+ 402	- 290	+ 296	- 234	+ 174	355
1960	+ 146	- 246	+ 55	- 126	- 171	184
1961	+ 451	- 343	+ 425	- 161	+ 336	520 ⁴

¹ Non compris les pensions (cf. page 244).² Achats de la banque centrale au Trésor par suite:

a) de la prise en charge par l'Etat des créances consolidées sur l'Argentine dans le cadre d'un accord: 1957: 68 millions de Fl; 1958: 56 millions de Fl; 1959: 40 millions de Fl; 1960: 20 millions de Fl;

b) de la conversion en bons du Trésor des dettes inscrites de l'Etat en application de l'accord du 26-2-1947: 1958: 100 millions de Fl;

c) de la prise en charge des créances nettes consolidées sur les pays de l'U.E.P. dans le cadre d'un accord: 1959: 362 millions de Fl; 1960: 126 millions de Fl, et 1961: 161 millions de Fl; le montant pour 1960 et 1961 concerne les bons remboursés à échéance par le Trésor, que la Nederlandsche Bank avait vendus sur le marché libre;

d) du financement partiel du tirage en florins sur le F.M.I. par la Grande-Bretagne.

³ Y compris 100 millions de Fl achetés à l'étranger.⁴ Y compris 36 millions de Fl de bons du Trésor achetés par des banques centrales étrangères en vue d'investir leurs avoirs en florins détenus à la Nederlandsche Bank.

Source: rapports annuels de la Nederlandsche Bank.

CHAPITRE 3

LA POLITIQUE DES RESERVES OBLIGATOIRES

24. C'est en 1954 que le système des réserves obligatoires a été introduit aux Pays-Bas. La Nederlandsche Bank a conclu à cette époque avec les principales banques commerciales ainsi qu'avec les deux caisses centrales de crédit agricole un gentlemen's agreement en vertu duquel ces banques se déclaraient disposées à déposer auprès d'elles des avoirs minima, dont le montant serait fixé dans chaque cas par la Nederlandsche Bank dans certaines limites. L'exposé des motifs remarquait que les banques participeraient ainsi au financement des réserves d'or et de devises de la banque centrale.

La conclusion de cet accord doit être replacée dans le contexte de l'évolution des liquidités au cours des années 1952 et 1953. Les banques avaient vu affluer, par suite des ventes de devises à l'institut d'émission, des liquidités s'élevant à 1,7 milliard de florins en 1952 et à 0,8 milliard de florins en 1953. Sans doute le Trésor et la banque centrale avaient-ils résorbé ces excédents en plaçant des bons du Trésor. Les taux d'intérêt des bons du Trésor à 12 mois étaient néanmoins tombés à 0,40% en 1953. En conséquence, la banque centrale avait dû rechercher comment continuer à contrôler le marché monétaire sans voir fondre trop rapidement son portefeuille de bons du Trésor.

25. Le fait qu'il ait été permis aux banques de convertir une partie de leurs effets publics à court terme en obligations du Trésor à plus long terme, qui constituent un placement plus rémunérateur, les a encouragées à s'engager volontairement à entretenir certaines réserves minima. Les banques participant à l'accord purent de cette manière se procurer des obligations du Trésor (Schatkistcertificaten) à 8, 10 ou 12 ans, rapportant un intérêt de $2\frac{5}{8}$, $2\frac{3}{4}$ ou $2\frac{7}{8}$ % contre remise de valeurs à court terme qui ne produisaient pratiquement aucun intérêt.

Les banques intéressées ont dû, il est vrai, s'engager à ne céder ces obligations ni à les remettre en garantie d'avances à aucune autre institution que la Nederlandsche Bank et les banques ayant participé à l'accord. Cette restriction en matière de vente ou de mise en gage ne s'applique plus, lorsque ces titres ont été acquis par la Nederlandsche Bank.

En outre, la Nederlandsche Bank se déclara disposée à accorder, en cas de besoin, aux banques qui avaient signé l'accord, des avances contre la mise en gage de ces obligations du Trésor, sous certaines conditions et jusqu'à concurrence d'une limite maxima. Lorsque les crédits ainsi accordés sont d'une

durée ininterrompue de plus d'un an, la banque emprunteuse peut vendre ces valeurs à la banque centrale sur la base d'un cours à déterminer.

a) Base juridique de la réglementation concernant les réserves obligatoires

26. L'article 10, 5a, de la loi du 18 janvier 1952 relative au contrôle du crédit, prise en exécution de la loi du 23 avril 1948 sur les banques, donne à la Nederlandsche Bank le droit d'exiger des banques enregistrées auprès d'elle qu'elles lui confient en compte courant des avoirs proportionnels aux dépôts qui leur sont confiés.

Certes, la Nederlandsche Bank aurait pu établir sur la base de cette législation une réglementation appropriée, mais elle a préféré conclure avec les banques un gentlemen's agreement sur les réserves minima parce que la loi de 1952 ne prévoit ces mesures que pour un an avec faculté de prorogation pour une autre année au maximum et que par ailleurs la loi elle-même devait être abrogée le 1er janvier 1955. En fait, elle a été maintenue jusqu'à ce jour et est encore en vigueur aujourd'hui dans sa version du 21 juin 1956, (art. 10, 7a), la plus récente.

b) Les établissements de crédit soumis à l'obligation des réserves minima

27. L'accord sur les réserves obligatoires a été conclu avec trente-neuf banques ainsi qu'avec les deux caisses centrales de crédit agricole. Les dépôts gérés par ces trente-neuf banques représentaient fin 1954, 97 % du total des dépôts gérés par les banques de cette catégorie, les quelques quatre-vingt banques restantes ne groupant que 3 % du total des dépôts.

Le service de chèques postaux doit également, depuis juillet 1957, entretenir des réserves auprès de la banque centrale. A l'origine, le taux des réserves obligatoires du service de chèques postaux était fixé par le ministre des finances et le ministre des communications, avec un certain retard, il est vrai, sur les modifications des taux de réserves valables pour les banques ayant adhéré au gentlemen's agreement. Depuis le 1er janvier 1959, la réglementation générale s'applique au service de chèques postaux à cela près que les modifications du taux des réserves minima ne peuvent entrer en vigueur, pour cette institution, qu'après un délai d'un mois.

Les banques de prêts sur titres (effectenkredietinstellingen) qui acceptent également des dépôts, ne tombent pas sous le coup de la réglementation relative aux réserves obligatoires, en raison du montant relativement peu élevé de leurs dépôts. Les caisses d'épargne, qui acceptent seulement des dépôts d'épargne, ne sont pas tenues non plus d'entretenir des réserves. Les caisses de crédit agricole affiliées aux deux organismes centraux qui ont adhéré à l'accord supportent indirectement les charges découlant de l'obligation, assumée par ces organismes, d'entretenir des réserves.

c) Calcul des réserves obligatoires

28. Le montant des réserves obligatoires (verplichte kasreserve), est calculé sur la base de certains dépôts recueillis par les banques et les deux caisses centrales de crédit agricole, et de divers autres engagements (toevertrouwde gelden). Il s'agit des postes suivants des passifs des bilans bancaires :

- dépôts à vue et à terme de la clientèle ;
- dépôts à vue et à terme des établissements de crédit ne participant pas à l'accord et des caisses d'épargne ;
- autres engagements à court terme ayant le caractère de dépôts.

Les engagements en devises et les dépôts d'épargne ne sont pas soumis à la réglementation des réserves obligatoires.

Pour calculer les réserves minima des deux caisses centrales de crédit agricole, il faut retrancher des avoirs détenus auprès de ces organismes par les banques affiliées, une part correspondant à celle des dépôts d'épargne dans le total des dépôts confiés à ces mêmes banques. Les dépôts d'épargne gérés par les caisses de crédit agricole sont ainsi libérés de toute charge, même indirecte, découlant des réserves obligatoires.

29. Pour les établissements gérant un total de dépôts relativement peu élevé, on ne tient pas compte, dans le calcul des réserves obligatoires d'un établissement donné, de la première tranche de dix millions des engagements assujettis aux réserves ; par ailleurs, la tranche des cinquante millions suivants n'est soumise à l'obligation que sur la base d'un taux réduit de moitié.

Pour les banques commerciales, on calcule à la fin de chaque mois la moyenne des réserves obligatoires sur la base du montant des dépôts et engagements précités. Les réserves minima ainsi calculées doivent être entretenues, en moyenne, dans la période commençant le premier jour ouvrable suivant le 21^e jour du mois considéré et se terminant le 21^e jour du mois suivant (si, par exemple, le montant des dépôts soumis à l'obligation des réserves est déterminé à fin mars 1961, les réserves obligatoires doivent correspondre à la moyenne des montants journaliers des dépôts pendant la période du 22 mars au 21 avril 1961). En ce qui concerne les caisses centrales de crédit agricole, le calcul des réserves obligatoires utilise le mois calendaire.

Le fait que les banques ne sont tenues de respecter les réserves obligatoires qu'en moyenne mensuelle leur permet, comme en Allemagne fédérale, de compenser une différence en moins un jour donné par une différence en plus un autre jour. Ainsi, les réserves obligatoires revêtent dans une certaine mesure le caractère

d) Taux des réserves obligatoires

30. Les taux sont applicables sans distinction à tous les dépôts et engagements des banques soumis à l'obligation des réserves minima. L'accord de février 1954 prévoit un taux maximum de 15%. Toutefois, la Nederlandsche Bank s'est déclarée prête à ne procéder à toute augmentation dépassant de 10% le montant des engagements assujettis qu'après avoir vendu la plus grande part de son portefeuille d'open-market et qu'après avoir pris des contacts avec les banques. Une telle consultation ne s'est toutefois pas encore révélée nécessaire.

e) Rémunération des avoirs et intérêt de pénalité

31. Les avoirs gérés en compte courant par la Nederlandsche Bank au titre des réserves obligatoires ne portent aucun intérêt. La réglementation néerlandaise concernant les réserves minima ne prévoit pas non plus le paiement d'un taux de pénalité lorsque les réserves effectives n'atteignent pas le niveau prescrit.

f) Efficacité de la politique des réserves obligatoires

32. Il est stipulé, dans l'accord passé entre la Nederlandsche Bank et les banques acceptant la réglementation relative aux réserves obligatoires, que la banque centrale fixera le pourcentage des réserves compte tenu de l'évolution des réserves en or et en devises *et* des causes de cette évolution. Dans l'exposé qu'il a fait devant le comité Radcliffe, le président de la Nederlandsche Bank a déclaré que cette clause signifiait par exemple qu'une diminution des réserves en or et en devises pourrait justifier un abaissement du taux des réserves obligatoires si elle s'accompagnait d'une contraction des dépôts en banque, mais qu'une perte de devises qui s'accompagnerait d'une expansion du crédit ne donnerait pas lieu à une réduction du taux des réserves.

33. Pour des raisons tenant aux conditions structurelles de l'activité économique aux Pays-Bas, le système des réserves obligatoires, de même que la politique d'open-market, se distinguent nettement des mesures correspondantes pratiquées par les banques centrales de pays plus grands, tels que les Etats-Unis. A cet égard, le président de la Nederlandsche Bank a souligné, dans le mémorandum qu'il a rédigé à l'intention du comité Radcliffe, que le commerce extérieur n'a dans ces pays qu'une influence relativement minime sur la liquidité des banques; au contraire, aux Pays-Bas, où le commerce extérieur joue un rôle prépondérant, toute expansion excessive du crédit entraîne immédiatement un déficit de la balance des paiements, puisque l'étranger bénéficie d'un tiers environ des dépenses nationales. Toute expansion du crédit a par conséquent une forte influence directe sur les liquidités des banques qui voient leurs dépôts augmenter beaucoup moins vite que les crédits qu'elles accordent et qui se trouvent par suite très vite à court de liquidité. Le système des réserves obligatoires, a dit encore le président de la Nederlandsche Bank, rend néanmoins de

réels services, même dans un petit pays comme les Pays-Bas. Mais il faut tenir compte du fait que les circonstances ne sont pas les mêmes que dans un pays comme les Etats-Unis. Autrement, on ne comprendrait pas pourquoi les Pays-Bas ont maintenu leurs réserves obligatoires à un niveau élevé même pendant des périodes de développement économique modéré, et les ont réduites pendant des périodes d'expansion excessive pour les augmenter à nouveau pendant une phase de récession, alors qu'un pays comme les Etats-Unis a pratiqué à juste titre une politique opposée.

34. Ainsi qu'il ressort du tableau 7 (page 251), la Banque a, pendant la période de stabilité ou de faible augmentation des réserves en devises qu'ont constitué les années 1954 et 1955, maintenu les réserves obligatoires à 10 %, et cela pratiquement jusqu'au mois de mars 1956, après les avoir augmentées graduellement dans les premiers mois qui ont suivi l'entrée en vigueur de l'accord. A partir du mois d'avril 1956, lorsque les réserves en devises ont commencé à diminuer ainsi que les dépôts en banque, le taux des réserves a été abaissé graduellement, jusqu'à un minimum de 4 % en octobre 1957. A partir de février 1958, le taux a été de nouveau relevé graduellement pour atteindre 10 % en août 1958. Lorsqu'en avril 1959 les banques signataires de l'accord ont repris à la Banque mondiale les titres correspondant aux dernières annuités (soit 207 millions de florins) d'un emprunt contracté auprès d'elle par le gouvernement néerlandais en 1947, la Nederlandsche Bank a appuyé cette opération en abaissant le taux des réserves à 7 %, si bien que tout compte fait la liquidité du marché monétaire n'a pas été affectée par ces transactions. Le taux a été abaissé d'un point en juillet 1959 – et ainsi ramené à 6 % – mais seulement pour une période de calcul, en liaison avec l'émission d'un emprunt gouvernemental. Depuis juillet 1960 enfin, il a été relevé trois fois (juillet 1960 et janvier et avril 1961) jusqu'à 10 %, afin d'absorber la liquidité des banques résultant de l'afflux de devises. En août 1961, la Nederlandsche Bank l'a cependant ramené de nouveau à 8 % afin notamment de faciliter le placement d'un emprunt d'Etat ; pour atténuer le resserrement du marché monétaire dû à d'importants paiements d'impôts, la Banque a même réduit ce taux à 6 % en octobre 1961.

Ainsi qu'il ressort du tableau, la Banque n'a chaque fois, à une exception près, augmenté le taux des réserves obligatoires que de 1 % des engagements assujettis à l'obligation des réserves ; les réductions du taux, au contraire, ont souvent été plus importantes. Comme, pour des raisons techniques, il n'est possible de modifier ce taux qu'une fois par mois, ce moyen d'action ne permet pas d'absorber les variations à court terme, mais seulement de résorber ou, au contraire, de libérer une certaine quantité de liquidité au-delà de laquelle on recourt à la politique plus souple de l'open-market.

Tableau 7

TAUX ET MONTANTS DES RESERVES OBLIGATOIRES

(en millions de florins)

Fin de mois		Dépôts auprès des banques	Taux des réserves obligatoires	Montant des réserves obligatoires	Réserves en pourcentages des dépôts
		1	2	3	4 = 3 : 1
Février	1954	5 259	-	-	-
Mars		5 330	5	222	4,2
Avril		5 388	6	270	5,0
Mai		5 517	7	319	5,8
Juin		5 720	8	373	6,5
Juillet		5 806	9	439	7,6
Août		5 683	10	493	8,7
Septembre		5 642	10	481	8,5
Octobre		5 688	10	478	8,4
Novembre		5 761	10	487	8,5
Décembre		5 641	10	495	8,8
Janvier	1955	5 651	8	387	6,8
Février		5 612	10	483	8,6
Mars		5 677	10	481	8,5
Avril		5 659	10	485	8,6
Mai		5 689	10	482	8,5
Juin		5 845	10	485	8,3
Juillet		5 975	10	500	8,4
Août		5 885	10	514	8,7
Septembre		5 931	10	505	8,5
Octobre		6 079	10	508	8,4
Novembre		6 186	10	526	8,5
Décembre		6 066	10	537	8,9
Janvier	1956	5 975	10	525	8,8
Février		5 975	10	516	8,6
Mars		6 014	10	516	8,6
Avril		5 914	8	415	7,0
Mai		6 066	9	459	7,6
Juin		5 947	9	460	7,7
Juillet		5 951	9	461	7,7
Août		5 935	9	457	7,7
Septembre		5 783	9	446	7,7
Octobre		5 652	7	338	6,0
Novembre		5 622	7	334	5,9
Décembre		5 664	7	338	6,0
Janvier	1957	5 650	7	337	6,0
Février		5 671	7	339	6,0
Mars		5 707	6	294	5,2
Avril		5 712	6	292	5,1
Mai		5 785	6	297	5,1
Juin		5 777	6	295	5,1
Juillet		5 860	6	300	5,1
Août		5 543	6	282	5,1
Septembre		5 296	6	270	5,1
Octobre		5 168	4	174	3,4
Novembre		5 213	4	176	3,4
Décembre		5 303	4	180	3,4

Tableau 7 (suite)

Fin de mois	Dépôts auprès des banques	Taux des réserves obligatoires	Montant des réserves obligatoires	Réserves en pourcentages des dépôts	
	1	2	3	4 = 3 : 1	
Janvier	1958	5 487	4	187	3,4
Février		5 744	5	247	4,3
Mars		5 832	6	302	5,2
Avril		5 797	6	301	5,2
Mai		5 892	7	353	6,0
Juin		5 837	8	402	6,9
Juillet		6 040	9	467	7,7
Août		6 143	10	534	8,7
Septembre		6 030	10	522	8,7
Octobre		5 880	10	506	8,6
Novembre		6 200	10	537	8,7
Décembre		6 303	10	547	8,7
Janvier	1959	6 683	10	586	8,8
Février		6 739	10	594	8,8
Mars		6 890	10	607	8,8
Avril		6 989	7	433	6,2
Mai		6 983	7	432	6,2
Juin		6 845	6	360	5,3
Juillet		6 998	7	429	6,1
Août		7 087	7	435	6,1
Septembre		6 930	7	426	6,1
Octobre		6 788	7	416	6,1
Novembre		7 042	7	430	6,1
Décembre		7 106	7	435	6,1
Janvier	1960	7 332	7	451	6,2
Février		7 290	7	450	6,2
Mars		7 455	7	463	6,2
Avril		7 482	7	464	6,2
Mai		7 460	7	458	6,1
Juin		7 506	7	463	6,2
Juillet		7 686	8	543	7,0
Août		7 920	8	561	7,1
Septembre		7 790	8	550	7,1
Octobre		7 680	8	543	7,1
Novembre		7 759	8	549	7,1
Décembre		7 630	8	540	7,1
Janvier	1961	8 111	9	650	8,0
Février		8 246	9	660	8,0
Mars		8 284	9	664	8,0
Avril		8 259	10	736	8,9
Mai		8 193	10	727	8,9
Juin		8 268	10	733	8,9
Juillet		8 282	10	736	8,9
Août		8 421	8	601	7,1
Septembre		8 209	8	583	7,1
Octobre		7 640	6	405	5,3
Novembre		7 731	6	413	5,3
Décembre		7 718	6	410	5,3

CHAPITRE 4

AUTRES MOYENS D'ACTION DE LA POLITIQUE MONETAIRE

35. En plus des instruments décrits dans les paragraphes précédents, la banque centrale des Pays-Bas dispose d'autres possibilités d'action sur la liquidité bancaire et sur l'octroi des crédits. Celles-ci trouvent leurs fondements dans des accords passés avec les banques dans le cadre de la loi sur le contrôle des banques entrée en vigueur en 1952 et considérablement modifiée en 1956.

Sur ces bases, la Nederlandsche Bank peut :

- a) réglementer la liquidité minimum, c'est-à-dire le rapport des actifs liquides aux dépôts ;
- b) réglementer les montants maxima des crédits ou des placements ;
- c) prohiber ou restreindre l'emploi de certaines formes de crédit.

Selon cette réglementation, la Nederlandsche Bank doit d'abord essayer de s'entendre avec les banques sur les mesures à prendre. C'est seulement faute d'un accord qu'elle peut donner les directives indiquées ci-dessus, qui doivent être soumises à l'approbation du ministre des finances et transmises au Parlement, dans les trois mois, pour confirmation. Leur validité est limitée à un an avec possibilité d'une seule prolongation.

36. C'est ainsi qu'après l'expiration, en 1952, de la faculté pour la banque centrale d'édicter des restrictions quantitatives globales mentionnées au début de cette étude (cf. page 227), celle-ci a conclu en 1954, avec les banques intéressées, un accord pour la mise en œuvre éventuelle de deux directives visant à restreindre le crédit. L'une d'elles devait assurer le respect d'une relation déterminée entre les actifs liquides des banques et les dépôts de leur clientèle. D'après l'autre, la Banque pouvait, si les circonstances l'exigeaient, demander aux banques de ne pas dépasser un certain plafond de crédits qui resterait à fixer. Ces directives n'avaient cependant pas de caractère absolu, en ce sens que les banques avaient la latitude de demeurer en dessous du coefficient de liquidité comme de dépasser le plafond de crédits, à condition toutefois de « refinancer » la différence auprès de l'institut d'émission.

37. De telles directives n'ont cependant jamais été édictées. En revanche, la Nederlandsche Bank a conclu, en mai 1960, un nouvel accord avec les banques et les organismes de crédit agricole, aux termes duquel les banques peuvent être obligées de détenir des avoirs additionnels auprès de la banque centrale. 253

Alors qu'en général les réserves obligatoires sont calculées sur la base des dépôts de la clientèle et des autres engagements des banques, on a créé par ce nouvel accord la possibilité d'un régime de réserves plus étendu, où les crédits accordés constitueraient la base de calcul. En bref, la réglementation ainsi adoptée impose aux banques qui dépasseront un plafond de crédit (qui reste à fixer) de maintenir auprès de la Nederlandsche Bank un dépôt non productif d'intérêt calculé en pourcentage (également à fixer) de cet excédent.

Cet accord contient les modalités suivantes: le cas échéant, la Nederlandsche Bank peut attirer l'attention des banques et des caisses de crédit agricole ainsi que de leurs caisses centrales sur la nécessité de restreindre leurs octrois de crédits à court terme aux entreprises et aux particuliers de telle sorte que ces crédits ne dépassent pas un pourcentage déterminé (x %) par an. Un établissement de crédit reste dans la norme fixée par la Nederlandsche Bank si la moyenne des crédits à court terme octroyés par lui – moyenne calculée d'après les trois derniers bilans mensuels remis à la Nederlandsche Bank –, n'a pas augmenté: de plus de x % par an par rapport à la moyenne des mêmes mois d'une année de base à fixer, ou de plus de $\frac{x}{12}$ % par mois par rapport à la moyenne de trois mois d'un trimestre de base à fixer.

Au cas où l'ensemble des banques participant à l'accord dépasserait ces deux limites, la Nederlandsche Bank pourrait exiger des banques ayant excédé l'une et l'autre limite, qu'elles déposent auprès d'elle un avoir improductif, qui n'est pas imputé sur les réserves obligatoires ordinaires. Le montant de ce dépôt serait fixé en appliquant un certain pourcentage au dépassement le plus faible affectant l'une des deux normes mentionnées ci-dessus. Ce pourcentage ne peut pas dépasser 100. Il n'est pas tenu compte, dans le calcul, des premiers 100 000 florins de l'excédent, et l'on applique un quart du pourcentage aux 400 000 florins suivants, puis un demi pour une tranche supplémentaire de 500 000 florins. Le montant des dépôts détenus auprès de la Nederlandsche Bank doit être ajusté mensuellement en fonction du dépassement des normes.

Au cas où la base utilisée pour déterminer la limite fixée à l'expansion de crédit serait peu élevée, en raison de facteurs exceptionnels, la Nederlandsche Bank pourrait corriger la période de base. De plus, la Nederlandsche Bank peut, à la demande d'une banque, suspendre l'obligation de verser un dépôt, si l'expansion de crédits dépasse la limite en raison de facteurs exceptionnels, et si l'on peut s'attendre à une rapide résorption de cette augmentation. Si le total des crédits accordés par les banques ne dépasse pas la limite fixée pendant une période de trois mois, la banque centrale prendra contact avec les banques afin de discuter la suspension ou l'annulation de cette directive.

38. Cet accord fut appliqué pour la première fois en juillet 1961, après consultation des banques, par suite de l'expansion du crédit. Compte tenu des prévisions d'accroissement du «produit national brut» les banques devaient limiter la progression de leurs crédits en 1961 à 15 % au maximum, par rapport à la moyenne des encours de crédits enregistrés pendant les mois correspondants de l'année

CHAPITRE 5

LES PLACEMENTS DES BANQUES SUR LES MARCHES MONÉTAIRES ÉTRANGERS ET LES INTERVENTIONS DE LA NEDERLANDSCHE BANK SUR LE MARCHÉ À TERME DES CHANGES

39. Jusqu'en 1957 environ, les banques qui avaient obtenu dans le cadre du gentlemen's agreement de 1954 la possibilité de faire des placements à l'étranger se sont dans l'ensemble bornées à entretenir des avoirs à l'étranger pour financer les transactions commerciales avec l'étranger (working balances). Par la suite les banques prirent l'habitude d'augmenter le volume de leurs placements sur les marchés monétaires étrangers, pour pouvoir également procéder à des arbitrages d'intérêt, notamment, après le retour à la convertibilité, en raison de l'accroissement des réserves de change des Pays-Bas et de l'augmentation des taux sur les marchés monétaires étrangers, surtout aux États-Unis. Il ressort du tableau 8 ci-après que les banques commerciales avaient déjà en 1958 porté leurs placements sur les marchés monétaires étrangers d'environ 600 millions à 700 millions de florins, et que ces placements atteignaient 1,8 milliard de florins à la fin de 1959.

Au cours des dernières années, la politique des taux suivie par la Nederlandsche Bank a eu pour but de stimuler le placement des liquidités des banques à l'étranger; il n'y avait donc aucune raison de favoriser particulièrement ces placements par des opérations de change à terme.

La Nederlandsche Bank est intervenue seulement une fois au cours des dernières années, sur le marché à terme des changes, afin d'exercer une influence indirecte sur la liquidité du système bancaire et sur la situation du marché monétaire. Cette intervention a eu lieu en septembre 1957, lorsque, par suite de la vague de spéculation sur les changes qui s'est produite à cette époque, la demande de devises à terme de la clientèle des banques a fortement augmenté et les achats au comptant de devises par les banques pour la couverture de leurs propres engagements à terme ont entraîné une diminution des réserves de devises de la banque centrale, ainsi qu'une forte tension sur le marché monétaire. A cette époque la Nederlandsche Bank s'est déclarée disposée à effectuer avec les banques des opérations de change à terme, à titre de contre-garantie des ventes à terme de ces établissements. C'est ainsi qu'en août et septembre 1957, elle a vendu aux banques la contrevaletur de 390 millions de florins (dont 78,5 millions en \$ U.S.A. et 103 millions en DM). Ces interventions de la Banque constituent des mesures exceptionnelles, justifiées par les circonstances.

Tableau 8

**AVOIRS EN DEVISES ET AUTRES PLACEMENTS A L'ETRANGER
DES BANQUES COMMERCIALES**

(en millions de florins)

Montants en fin de période	Total	dont	
		avoirs en devises	placements sur les marchés monétaires étrangers
1956	551	376	175
1957	639	466	173
1958	731	564	167
1959	1 845	1 090	755
1960	1 823	1 448	375
1961	1 444	1 243	201

Source : rapports annuels de la Nederlandsche Bank.

CHAPITRE 6

LA GESTION DE LA TRESORERIE ET SES INCIDENCES SUR LA LIQUIDITE DES BANQUES

40. La loi de 1948 portant statut de la Nederlandsche Bank désigne celle-ci comme l'agent comptable du Trésor. En revanche les avoirs des pouvoirs subordonnés se trouvent presque exclusivement dans les autres institutions créatrices de monnaie.

La centralisation des opérations de trésorerie publique entre les mains de la Nederlandsche Bank est un facteur important de l'évolution à court terme de la liquidité du marché monétaire, d'autant plus que le Trésor est pratiquement le seul collecteur d'impôts, abstraction faite d'impôts locaux minimes. Au moment des principales échéances fiscales (surtout du mois d'août au mois de décembre), les banques perdent une partie considérable de leurs liquidités du fait des versements du secteur privé au Trésor. La Nederlandsche Bank pare aux conséquences qui en résultent sur le marché monétaire en pratiquant une politique d'open-market appropriée.

Les répercussions des recouvrements d'impôts sur la liquidité du système bancaire sont d'ailleurs atténuées par les versements que le Trésor fait chaque trimestre aux communes.

41. Les avances de trésorerie que la banque centrale met à la disposition des administrations publiques pour leur permettre de financer leurs déficits jouent un rôle important en matière de politique de la liquidité. La loi de 1948, complétée en 1955, a fixé au Trésor un plafond de crédit de 150 millions de florins auprès de la Nederlandsche Bank. Dans la limite de cette somme, le Trésor peut à tout moment demander des avances sans intérêt, qui doivent être couvertes par le dépôt ou la remise en garantie de bons du Trésor. Au-delà de cette limite, la Banque est libre de ses décisions, et n'est pas tenue de faire des avances au Trésor ou d'acquiescer directement des bons du Trésor. Il en est de même pour la prise en charge de titres de l'Etat dans le cadre de sa politique d'open-market.

D'autre part, la Banque et le Trésor sont convenus que le Trésor doit éviter tout financement inflationniste et que par conséquent, les crédits ne seront pas accordés pour financer des dépenses budgétaires courantes. Toutefois, si les besoins du Trésor sont dus aux difficultés du refinancement de sa dette à court terme sur le marché monétaire, la Banque doit, ainsi que son président l'a expliqué devant le comité Radcliffe, « considérer les demandes du Trésor 257

d'un autre œil». C'est ainsi qu'en 1951, lorsque le renouvellement des bons du Trésor s'est heurté à des difficultés (c'est d'ailleurs à la suite des expériences faites à cette époque que s'est développée la notion de «liquidité secondaire») la Banque a largement accordé son aide au Trésor.

42. Au cours des dernières années, l'action du Trésor sur la liquidité des banques s'est exercée aussi par sa politique d'emprunt. Le Trésor a émis à plusieurs reprises des emprunts à long terme au-delà de ses besoins courants de financement, et a employé le produit de ces émissions à des remboursements de dette publique extérieure et à l'accroissement de ses avoirs auprès de la Nederlandsche Bank.

CHAPITRE 7

LES DIRECTIVES DE SOLVABILITE ET DE LIQUIDITE

43. Pour protéger les déposants, la Nederlandsche Bank peut émettre des directives en matière de solvabilité et de liquidité.

Il s'agit notamment :

- a) de prescriptions concernant le minimum des liquidités par rapport à l'ensemble des dépôts recueillis ou à certaines catégories de ces dépôts ;
- b) des prescriptions concernant le montant maximum des crédits accordés ou des investissements effectués par rapport aux fonds propres (y compris les réserves) ;
- c) d'interdictions ou de limitations concernant l'octroi de certains crédits, en fonction de leur nature, de leur forme ou de leur montant ;
- d) d'interdictions ou limitations concernant certains investissements en fonction de leur nature, de leur forme ou de leur montant.

Coefficient de solvabilité: le capital et les réserves doivent représenter au moins 20 % du montant des prêts et des placements, à l'exception de ceux qui offrent des garanties particulières, pour lesquels ce pourcentage est ramené à 10 %.

Coefficient de liquidité: les fonds liquides doivent couvrir 10 % des dépôts à terme et engagements équivalents, ainsi que 30 % des autres engagements, c'est-à-dire surtout des dépôts à vue. Pour les dépôts à terme d'une durée de 3 à 10 ans, le taux est de 5 %.

Septième partie

**LES INSTRUMENTS
DE LA POLITIQUE MONETAIRE
AU LUXEMBOURG**

SOMMAIRE

Remarques préliminaires	265
<i>La liquidité de l'ensemble de l'économie – La liquidité du système bancaire</i>	
Chapitre 1: La politique des taux d'intérêt, le marché monétaire et le marché financier	271
Chapitre 2: La gestion de la trésorerie publique et le recours de l'Etat au crédit	277
Chapitre 3: Les coefficients de trésorerie et de liquidité	278

TABLEAUX

1 – Liquidité intérieure	268
2 – Liquidité du système bancaire	270
3 – Principales rubriques du bilan des banques luxembourgeoises au 31-12-1960	274
4 – Etablissements de crédit au Luxembourg	279

GRAPHIQUES

1 – Taux d'intérêt en Belgique et au Luxembourg	272
2 – Taux du marché financier en Belgique et au Luxembourg	275

REMARQUES PRELIMINAIRES

1. En 1922, le grand-duché de Luxembourg a conclu avec la Belgique un traité d'union économique d'une durée de cinquante ans. En vertu de ce traité, les échanges de marchandises et de services entre les deux pays sont, à peu d'exceptions près, exempts de droits de douane, de taxes et de restrictions quantitatives à l'importation et à l'exportation. Les échanges extérieurs sont réglés, en collaboration avec le Luxembourg, par la Belgique qui conclut également les accords de commerce et de paiements intéressant l'Union économique belgo-luxembourgeoise. Un institut géré en commun, l'Institut belgo-luxembourgeois du change, a été créé en 1945 pour régler les paiements avec l'étranger.

2. Le traité instituant l'U.E.B.L. et les protocoles connexes contiennent des dispositions fixant l'émission de billets par les autorités luxembourgeoises. Ces conventions créent *entre la Belgique et le Luxembourg une association monétaire*. Le Luxembourg, ne possédant pas de banque centrale propre, ne peut pas appliquer de politique monétaire propre au véritable sens du terme.

Comme les banques luxembourgeoises investissent régulièrement leurs excédents de liquidités en « call » et en effets à court terme sur le marché monétaire belge, la politique monétaire et du crédit de la Banque nationale de Belgique exerce une influence, même si celle-ci n'est manifestement pas très grande, sur les conditions d'octroi du crédit au Luxembourg.

3. Plusieurs facteurs favorisent la participation des banques luxembourgeoises au marché monétaire belge. C'est ainsi qu'en 1935, la Banque nationale de Belgique a créé au Luxembourg une succursale et un Comptoir d'escompte. La succursale peut procéder à toutes les opérations de crédit et de dépôt prévues par la loi instituant la Banque nationale de Belgique ; en pratique cependant, son activité se réduit à approvisionner la place en monnaie fiduciaire belge. Occasionnellement, les banques luxembourgeoises effectuent aussi des virements sur la Belgique par l'intermédiaire de cette succursale. Le Comptoir d'escompte est chargé d'avaliser des effets commerciaux pour les rendre négociables auprès de la succursale de la Banque nationale de Belgique. Toutefois, l'activité du Comptoir d'escompte est pratiquement nulle, puisqu'il n'avalise pas de papier libellé en francs luxembourgeois, ni de papier en francs belges ou en d'autres devises étrangères, payable sur le territoire du Grand-Duché.

Le système bancaire luxembourgeois dispose de sa propre caisse de compensation (clearing) par laquelle les banques font passer leurs créances réciproques. Ces compensations sont effectuées par la Caisse d'épargne de 265

l'Etat auprès de laquelle les banques luxembourgeoises tiennent des comptes. La succursale de la Banque nationale de Belgique au Luxembourg n'en fait pas partie. C'est pourquoi les virements effectués sur la Belgique par des banques privées luxembourgeoises, dans le cadre de ce clearing, passent par la Caisse d'épargne de l'Etat, qui procède à ces transferts en débitant les comptes de ses correspondants belges, l'Office des chèques postaux ou, si cela s'avère nécessaire, en passant par la succursale de la Banque nationale de Belgique au Luxembourg.

4. Au sens étroit du terme, *le système bancaire luxembourgeois* englobe la Caisse d'épargne de l'Etat, qui est une institution de droit public, deux grandes banques et un certain nombre d'établissements de crédit moins importants. La Caisse d'épargne de l'Etat, qui exécute aussi bien les opérations financières de l'Etat que toutes les opérations normales de banque, exerce une certaine influence sur les autres établissements de crédit. Le volume de ses opérations est en effet aussi important que celui de toutes les autres banques réunies. En l'absence d'un capital propre, la Caisse d'épargne de l'Etat n'a pas à servir d'intérêts à ce titre cependant qu'elle doit faire de larges dotations à son fonds de réserves, de provisions, d'amortissements et de prévisions. Sur le plan de la concurrence avec les autres banques, elle joue un rôle prépondérant, notamment en raison de ses conditions de crédit.

Les deux grandes banques sont la Banque internationale et la Banque générale du Luxembourg. Elles ont des liens financiers avec certaines banques belges; c'est notamment le cas de la Banque générale du Luxembourg, qui était autrefois une succursale, et est maintenant une filiale de la Société générale de Belgique. Ces deux grandes banques gèrent environ 35% du total des dépôts du système bancaire luxembourgeois; avec la Caisse d'épargne de l'Etat, qui détient environ 50% de ce total, les trois grands établissements de crédit du Luxembourg recueillent approximativement 85% de l'ensemble des fonds déposés auprès des banques luxembourgeoises (données à la fin de 1960). De même que les succursales des banques étrangères au Luxembourg, les autres banques luxembourgeoises n'ont pas une très grande importance. Elles gèrent environ 15% des dépôts de l'ensemble des établissements de crédit luxembourgeois.

a) La liquidité de l'ensemble de l'économie

5. De même que dans les autres pays de la Communauté, on englobe au Luxembourg dans la *masse monétaire* (liquidité interne), ou liquidité primaire, des entreprises et des particuliers, la circulation fiduciaire, les dépôts à vue à un mois au plus auprès des banques luxembourgeoises et les dépôts auprès de l'Office luxembourgeois des chèques postaux. Les espèces circulant légalement au Luxembourg sont constituées par les billets et les monnaies divisionnaires, émis par l'Etat luxembourgeois et l'Etat belge ainsi que par les billets de banque luxembourgeois et belges. En vertu des accords du 15 avril 1952,

(non encore ratifiés ni par le Parlement luxembourgeois, ni par le Parlement belge) les autorités luxembourgeoises, en l'occurrence l'Etat, ne peuvent émettre des billets et des monnaies divisionnaires propres que pour un montant limité, soit actuellement pour un maximum de 308,6 millions. Le montant des émissions luxembourgeoises est calculé sur la base du rapport des populations de la Belgique et du Luxembourg (actuellement 29 à 1) et en fonction du plafond autorisé pour les émissions par l'Etat belge de billets et de monnaies divisionnaires (à l'exclusion donc des billets de banque), ce plafond s'élevant présentement à 7,5 milliards; au chiffre ainsi calculé s'ajoute un montant fixe de 50 millions de francs. Les billets et monnaies divisionnaires luxembourgeois en circulation se sont effectivement élevés à 200 millions de francs au cours des deux dernières années.

Les billets et monnaies du Luxembourg sont émis par la Caisse générale de l'Etat, et par la Banque internationale de Luxembourg. Cette banque possède le privilège d'émettre des billets jusqu'à concurrence de 20 millions de francs. Un accord passé avec la Belgique en 1935 prévoit en outre que la valeur nominale des coupures luxembourgeoises ne doit pas dépasser 100 francs.

6. La plus grande partie de la circulation monétaire du Luxembourg consiste en billets et monnaies divisionnaires belges. Ces billets et ces monnaies sont des moyens de paiement légaux au même titre que ceux émis au Luxembourg, alors qu'à l'inverse les moyens de paiement luxembourgeois ne sont pas acceptés en Belgique. Le montant total des *billets et monnaies belges circulant au Luxembourg* n'est pas connu.

Une manière forfaitaire de calcul basée sur les rapports des populations entre la Belgique et le Luxembourg donne le résultat suivant: au 31 décembre 1960 la circulation fiduciaire belge en U.E.B.L. était de 126,8 milliards, la circulation fiduciaire luxembourgeoise au Luxembourg de 0,2 milliards, soit au total 127,0 milliards. A la même date, la Belgique comptait 9 178 000 habitants et le Luxembourg 323 000, soit au total 9 501 000. En divisant la circulation fiduciaire totale de 127,0 milliards par la population totale de l'U.E.B.L., on arrive à une circulation fiduciaire par tête d'habitant de 13 367 ou, pour la Belgique, 122,7 milliards de francs belges et, pour le Luxembourg, 4,3 milliards de francs dont 4,1 milliards en billets et monnaie divisionnaire belges et 0,2 milliards en billets et monnaie divisionnaire luxembourgeois. Les dépôts à vue des banques luxembourgeoises, libellés en francs luxembourgeois et pour une faible part en francs belges, s'élevaient à la fin 1960 à environ 5 milliards, les dépôts auprès de l'Office des chèques postaux du Luxembourg qui, de même que ceux de la Caisse d'épargne de l'Etat, sont libellés en francs luxembourgeois, se montaient à la même date à environ 1 milliard. Au total, les dépôts comptant dans la masse monétaire représentaient à fin 1960 environ 6,0 milliards (cf. tableau 1; « la liquidité intérieure »).

7. Le Luxembourg connaît aussi la notion de « quasi-monnaie ». D'après la terminologie néerlandaise, on pourrait la désigner sous le nom de *liquidités* 267

Tableau 1

LIQUIDITE INTERIEURE

(en millions de francs)

	31-12-1958	31-12-1959	31-12-1960
I. Disponibilités monétaires intérieures			
Liquidités primaires			
Billets et monnaies divisionnaires luxembourgeoises	191	198	234
Billets et monnaies divisionnaires belges ¹	3 912	3 952	4 084
moins encaisses des banques luxembourgeoises	- 251	- 240	- 258
Total	3 852	3 910	4 060
Dépôts à vue ²	4 530	4 704	4 975
Dépôts en comptes chèques postaux	888	929	987
Total	9 270	9 543	10 022
II. Liquidités secondaires			
Dépôts à terme	2 744	2 983	3 395
Dépôts d'épargne	5 794	6 337	6 736
Effets publics	132	114	101
Dépôts à vue et à terme en monnaies étrangères auprès des banques luxembourgeoises	566	977	1 815
Total	9 236	10 411	12 047
I + II Liquidité intérieure totale	18 506	19 954	22 069

¹ Estimations.² Ces montants comprennent également les dépôts de belges et d'autres non-résidents, dépôts qui devraient être éliminés. Ces montants ne sont toutefois pas ventilables.

Source: Annuaire statistique de l'Office de la statistique générale; Commissariat au contrôle des banques, Luxembourg.

secondaires de l'économie. Ces liquidités comprennent les dépôts à terme à plus d'un mois qui s'élevaient à 3,4 milliards à fin 1960, les dépôts d'épargne représentant 6,7 milliards et, partiellement, les engagements des banques luxembourgeoises, découlant des dépôts en monnaies étrangères sur comptes à vue et à terme, qui se montaient au total à environ 1,8 milliard. ¹

Font enfin partie de la liquidité secondaire de l'économie les effets publics (bons du Trésor et bons de la reconstruction) détenus par les entreprises et les particuliers (fin 1960: 101 millions).

¹ Toutefois ce poste comprend également des avoirs de non-résidents, qui ne devraient pas figurer ici, mais qui vraisemblablement sont peu importants. Il n'est cependant pas possible de les séparer, car on ne peut distinguer entre les comptes en monnaies étrangères ouverts au nom des résidents et des non-résidents.

8. L'Office statistique du Luxembourg publie dans son « Annuaire statistique » un tableau concernant la masse monétaire. Ce tableau ne tient pas compte des billets et monnaies belges en circulation dans le pays. Un autre tableau indique les dépôts de la clientèle en comptes à terme et d'épargne. Pour les autres données nécessaires, il faut faire appel à la documentation interne du Luxembourg. Il n'est pas publié d'analyse des facteurs déterminant la liquidité de l'ensemble de l'économie, mais il est facile de déterminer certains d'entre eux, tels que le montant des crédits accordés ainsi que les opérations avec l'étranger.

b. La liquidité du système bancaire

9. Ordinairement on entend par *liquidité de trésorerie* du système bancaire les avoirs des banques en billets, monnaies divisionnaires et avoirs en compte auprès de la banque centrale et par liquidités potentiellés les actifs des banques qui peuvent être convertis en liquidités de trésorerie à la banque d'émission. Comme le Luxembourg ne possède pas de banque centrale, la notion de liquidités du système bancaire s'écarte de celle qui a cours dans les autres pays.

10. La liquidité de trésorerie du système bancaire comprend les encaisses en billets et monnaies divisionnaires ainsi que les avoirs auprès de la Banque nationale de Belgique. Les dépôts des banques auprès de l'Office des chèques postaux et de la Caisse d'épargne de l'Etat sont également compris dans les statistiques luxembourgeoises dans les disponibilités.

11. Font partie de la *liquidité potentielle* les avoirs auprès des banques étrangères, y compris les crédits accordés au jour le jour et les portefeuilles d'effets de commerce et du Trésor qui peuvent être transformés en liquidités par voie d'escompte auprès des banques belges. Les banques luxembourgeoises placent une grande partie de leurs liquidités en effets de commerce belges visés par la Banque nationale de Belgique et réescomptables à tout moment, auprès de l'Institut de réescompte et de garantie¹. Les portefeuilles d'effets du Trésor belge sont pris en considération dans le calcul des liquidités potentielles étant donné qu'ils peuvent être cédés sur le marché monétaire belge.

Les effets du Trésor luxembourgeois doivent être compris dans les liquidités potentielles pour autant qu'ils sont remboursés par anticipation par le Trésor luxembourgeois avec l'autorisation du ministère des finances; il n'en va pas de même pour les effets de commerce luxembourgeois, car la Banque nationale de Belgique ne les escompte pas plus que les effets du Trésor luxembourgeois. La Banque nationale de Belgique se refuse à les escompter en alléguant qu'elle ne peut assumer le risque de perte de change, inhérent à l'achat et découlant du droit que s'est réservé le Luxembourg de modifier sa parité monétaire de façon autonome.

¹ Cf. l'étude « Les instruments de la politique monétaire en Belgique », page 199.

Tableau 2
LIQUIDITE DU SYSTEME BANCAIRE

(en millions de francs)

	31-12-1958	31-12-1959	31-12-1960
I. Liquidité de caisse			
Encaisses	251,1	240,0	258,0
Avoirs auprès de la Banque nationale de Belgique ¹	431,6	408,6	297,2
Total	682,7	648,6	555,2
II. Liquidité potentielle			
Avoirs auprès des banques étrangères	1 048,1	2 280,5	2 389,9 } 1 782,0 } ²
Effets de commerce (réescomptables)	2 902,2	2 509,7	3 055,8
Effets du Trésor et autres titres mobilisables	327,3	432,4	560,6
Total	4 277,6	5 222,6	7 788,3
I + II	4 960,3	5 871,2	8 343,5

¹ Les chiffres à fin 1958 et 1959 comprennent également les avoirs auprès des C.C.P. et de la Caisse d'épargne de l'Etat qui devraient être éliminés comme endettement interbancaire.

² A partir de 1960, les avoirs auprès des banques étrangères sont ventilés en dépôts à vue et à terme à l'étranger y compris la Belgique; les données pour 1958 et 1959 ne comprennent que les avoirs en devises à l'exclusion des avoirs en francs belges. En fin 1960, ces avoirs en devises s'élèvent à 3 275 millions de francs.

Source: Commissariat au contrôle des banques, Luxembourg.

12. Bien que le Luxembourg ne possède pas de banque centrale et que son marché monétaire et son marché du crédit soient influencés jusqu'à un certain point par la politique de la Banque nationale de Belgique, les autorités luxembourgeoises ont cependant la possibilité d'exercer une influence déterminante sur les opérations des banques. Cette possibilité relève essentiellement de la politique des taux d'intérêt de la Caisse d'épargne de l'Etat ainsi que des moyens d'action tenus en réserve qu'offrent les coefficients de trésorerie et de liquidité. Les chapitres suivants traiteront respectivement de la politique des taux d'intérêt, du marché monétaire, de la gestion de la trésorerie publique et du recours de l'Etat au crédit ainsi que des coefficients de trésorerie et de liquidité.

CHAPITRE 1

LA POLITIQUE DES TAUX D'INTERET, LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LE MARCHÉ FINANCIER

13. Bien que le Luxembourg ne possède pas de banque centrale propre, on peut parler, dans un sens restrictif, de la politique des taux d'intérêt de la Caisse d'épargne de l'Etat et de ses incidences sur le comportement des autres banques. Les banques ont certes la possibilité de réescompter des effets auprès de la Caisse d'épargne de l'Etat ou d'obtenir des avances sur titres, mais elles n'en font guère usage, étant donné qu'elles disposent de liquidités suffisantes provenant des importants excédents de devises et par conséquent n'éprouvent pas le besoin de s'en procurer.

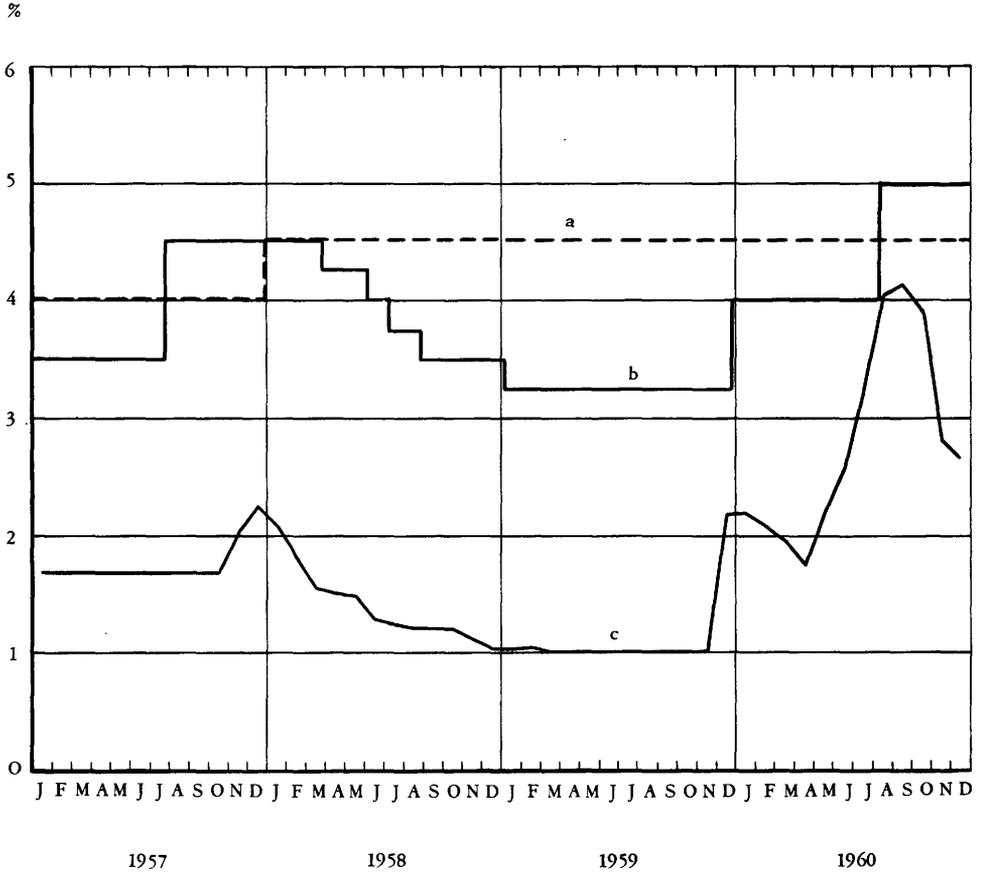
L'influence qu'exerce la Caisse d'épargne de l'Etat sur les autres banques découle plutôt du fait que le volume de ses opérations est à peu près aussi important que celui de l'ensemble des autres banques luxembourgeoises; la Caisse d'épargne de l'Etat joue par conséquent un rôle directeur sur le marché du crédit en fixant ses taux débiteurs en concurrence avec les autres banques. En ce qui concerne la rémunération des dépôts, la Caisse d'épargne de l'Etat exerce également une influence prépondérante sur les taux pratiqués par les autres banques. C'est pourquoi on peut considérer les taux d'intérêt fixés par la Caisse d'épargne de l'Etat comme représentatifs pour tous les établissements de crédit du Luxembourg.

14. Pour pouvoir juger la politique des taux d'intérêt de la Caisse d'épargne de l'Etat, il faut tenir compte des *influences étrangères* qu'elle subit et notamment de celle de la Banque nationale de Belgique. Cette institution s'est engagée à lui ouvrir un crédit en compte courant de cent millions (à un taux d'intérêt égal au taux de l'escompte) auquel elle n'a cependant encore jamais fait appel.

15. La politique d'escompte de la Banque nationale de Belgique n'exerce en conséquence aucune influence directe sur la politique des taux d'intérêt de la Caisse d'épargne de l'Etat et, partant, sur celle des autres banques luxembourgeoises. Comme le montre le graphique (page 272), la Caisse d'épargne de l'Etat fixe les intérêts débiteurs qu'elle demande aux bénéficiaires définitifs des crédits à un taux ne dépendant guère du taux d'escompte de la Banque nationale de Belgique. Il n'est cependant pas possible de procéder à une comparaison absolue entre les deux taux d'intérêt, étant donné que le taux débiteur mentionné ci-dessus correspond à celui des banques belges, non publié, mais qui se situe probablement au niveau approximatif de 1½% au dessus du taux d'escompte de la banque centrale.

Graphique 1

TAUX D'INTERET EN BELGIQUE ET AU LUXEMBOURG



- a. Taux d'intérêt débiteur de la Caisse d'épargne de l'Etat (Luxembourg) pratiqué pour les crédits à court terme.
- b. Taux d'escompte de la Banque nationale de Belgique.
- c. Taux de l'argent au jour le jour en Belgique.

En raison des relations économiques étroites qui existent entre le Luxembourg et la Belgique, on pourrait supposer que les demandes belges de crédit prendront la direction du Luxembourg pour pouvoir bénéficier de taux d'intérêt débiteurs, parfois beaucoup plus bas. Toutefois, la Caisse d'épargne de l'Etat, pas plus que les autres banques luxembourgeoises, n'accordent en pratique des crédits qu'à des résidents. Pour la Caisse d'épargne de l'Etat, cela fait partie d'une politique fondamentale, destinée à maintenir le taux d'intérêt à un faible niveau au Luxembourg. En ce qui concerne les autres banques que leur importance pourrait qualifier pour ces opérations de financement extérieur, la raison semble être qu'elles sont placées sous l'influence des banques belges

et que ces banques n'ont apparemment aucun intérêt à procurer à leur clientèle belge des crédits à des conditions plus favorables dans leurs filiales luxembourgeoises.

16. Les banques luxembourgeoises entretiennent surtout leurs *réserves de liquidités* à l'étranger et en particulier en Belgique sous forme de dépôts à vue et à terme auprès des banques, de crédits au jour le jour et d'effets du marché monétaire. Une très petite partie seulement de ces liquidités consiste en encaisses ou est placée à vue auprès de la succursale de la Banque nationale de Belgique au Luxembourg, et de l'Office luxembourgeois des chèques postaux, et en compte auprès de la Caisse d'épargne de l'Etat. Comme il ressort du poste des « avoirs en banque », du tableau 3, les avoirs auprès des autres banques, qui se montent à 4 582 millions de francs, sont exceptionnellement élevés. Ce chiffre englobe également les crédits accordés au jour le jour. Plus des deux tiers de ces placements sont libellés en monnaie autre que la monnaie belge ou luxembourgeoise; cela signifie que la plus grande partie de ceux-ci est confiée à des banques étrangères, c'est-à-dire non belges ou consacrés à l'achat d'effets du marché monétaire émis à l'extérieur de la Belgique. La ventilation de ce poste entre les dépôts à vue et à terme et les différentes banques fait supposer que la Banque générale du Luxembourg et la Kredietbank de Luxembourg mettent leurs liquidités excédentaires, sous forme de dépôts à vue, principalement à la disposition de leurs sièges bruxellois; par contre, la Banque internationale à Luxembourg, dont le capital se trouve également en mains belges et françaises, place également ses liquidités à l'étranger. La Caisse d'épargne de l'Etat ne possède, d'autre part, que des montants relativement faibles, sous forme de dépôts à vue, auprès des autres banques.

Sur un portefeuille d'effets de commerce d'un montant total de 3 223 millions à fin 1960, les effets de commerce belges représentent 3 056 millions. Ces effets constituent l'autre partie des placements effectués par les banques luxembourgeoises sur le marché monétaire de Bruxelles, notamment sous forme d'acceptations bancaires visées, réescomptables auprès de l'Institut de réescompte et de garantie (I.R.G.) de Bruxelles. Sur un montant global d'effets de commerce et autres de 3 798 millions, le portefeuille de la Caisse d'épargne de l'Etat s'élève à 2 473 millions, représentant surtout des effets réescomptables en Belgique. Manifestement, la Caisse d'épargne de l'Etat utilise surtout ses réserves de liquidités à l'achat d'acceptations bancaires de cette nature (à fin 1960, celles-ci représentaient 19% de ses actifs). Les autres grandes banques luxembourgeoises possèdent en revanche des portefeuilles d'effets relativement faibles par rapport au montant de leurs dépôts bancaires.

17. Par le canal des placements des banques luxembourgeoises — notamment de la Caisse d'épargne de l'Etat — sur les marchés monétaires étrangers, les conditions pratiquées sur les marchés monétaires et financiers étrangers exercent une certaine influence sur les marchés monétaire et financier du Luxembourg. A cet égard un rôle particulier est joué par les acceptations bancaires indiquées ci-dessus: visées, escomptables auprès de l'I.R.G., d'une durée de

Tableau 3

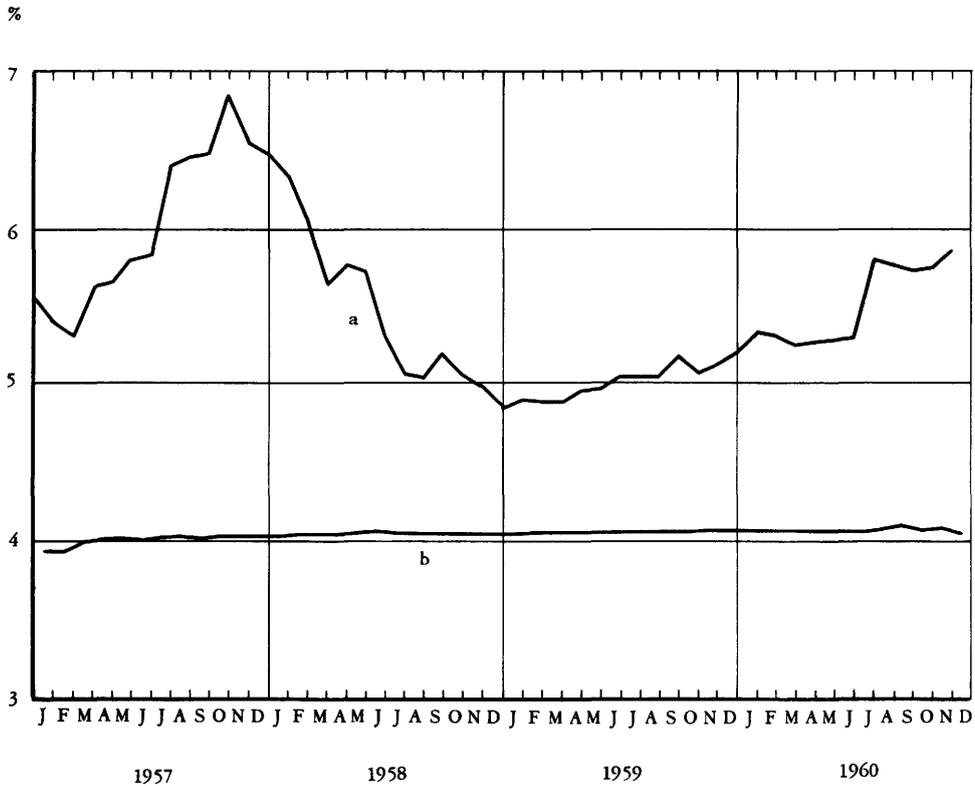
PRINCIPALES RUBRIQUES DU BILAN DES BANQUES LUXEMBOURGEOISES AU 31.12.1960

	(en millions de francs)						
	1	2	3	4	5	6	7
Postes du bilan							
Actif:							
Disponibilités	252	298	95	645	31	342	1 018
a) Caisse	80	135	54	269	11		
b) Chèques postaux	17	163	40	375	20		
c) Banque nationale de Belgique	155						
Avoirs en banque à vue et à 30 jours au plus	277	729	1 073	2 079	118	1 347	4 582
Avoirs en banque à terme	20	825	76	921	118		donc en devises: 3 275
Portefeuille - Effets	2 473	521	533	3 527	72	199	3 798
a) Effets de commerce							3 223
b) Effets publics et autres							575
Portefeuille - Titres	2 447	237	236	2 920	68	228	3 215
a) Fonds publics luxembourgeois	946	72	79	1 097	24		1 192
b) Fonds publics étrangers	1 500	3	1	1 504	36		
c) Autres valeurs à revenu fixe		123	112	235	7		
d) Valeurs à revenu variable	1	39	44	84	1		2 023
Passif:							
Engagements envers les banques	376	127	126	629	52	509	1 190
Dépôts et comptes courants	3 197	2 664	1 983	7 844	515	1 826	10 185
a) à vue	1 342	1 864	1 296	4 502	372	1 272	6 145
b) à plus d'un mois	1 855	880	687	3 342	143	555	4 040
Dépôts d'épargne	4 739	647	532	5 918	10	808	6 736

Source: rapports annuels des instituts cités et du Commissariat au contrôle des banques.

Graphique 2

TAUX DU MARCHÉ FINANCIER EN BELGIQUE ET AU LUXEMBOURG



- a. Titres d'Etat belges à échéance de 5 à 20 ans.
- b. Emprunts de l'Etat luxembourgeois à échéance de 40 ans.

120 jours, elles ont un rendement inférieur d'environ $\frac{1}{4}\%$ à celui du taux d'es-compte de la Banque nationale de Belgique. On peut donc établir que les recettes de la Caisse d'épargne de l'Etat sont également conditionnées par l'évolution du marché monétaire belge, c'est-à-dire indirectement par la politique du crédit de la Banque nationale de Belgique. Toutefois, la Caisse d'épargne de l'Etat se laisse moins influencer par l'évolution des taux d'intérêt à l'étranger, c'est-à-dire en premier lieu en Belgique car il lui est possible de maintenir régulièrement ses propres taux d'intérêt au-dessous du niveau existant en Belgique. Cette autonomie en matière de politique des taux s'explique notamment par le fait que les déposants luxembourgeois de la zone frontière eux-mêmes ne confient pas leurs fonds aux banques belges bien qu'ils se tireraient des intérêts supérieurs, mais préfèrent entretenir des comptes de dépôt en francs luxembourgeois auprès des banques luxembourgeoises et notamment de la Caisse d'épargne de l'Etat, ces derniers avoirs étant garantis par l'Etat luxembourgeois.

18. La même différence qui existe entre les taux d'intérêt des crédits à court terme apparaît également en ce qui concerne les *taux du marché financier du Luxembourg et de la Belgique*. A l'exception d'une émission en dollars des Etats-Unis et en livres sterling, l'Etat luxembourgeois et les communes ont, depuis la fin de la guerre, assorti leurs emprunts sur le marché luxembourgeois des capitaux d'un intérêt de 4%. Les titres d'emprunt sont absorbés par l'Assurance sociale du Luxembourg, les sociétés d'assurances privées, les banques luxembourgeoises et, dans une moindre mesure, par les particuliers. Pour autant qu'ils soient négociés sur le marché luxembourgeois des capitaux, leur cours oscille légèrement aux alentours du pair, si bien que, pendant les quatorze dernières années, leur rendement a presque toujours été de 4%. Le taux d'intérêt des emprunts émis depuis la fin de la guerre par l'Etat belge ou les autres collectivités publiques belges a varié, en revanche, de 5 à 6%. Les cotations en bourse ont souvent subi des fluctuations très importantes, comme le montre le graphique ci-joint (page 275) relatif au rendement des obligations de la dette publique de cinq à vingt ans.

19. Le taux moins élevé des titres luxembourgeois paraît, dans une large mesure, pouvoir être attribué au fait que la plupart de ces papiers sont absorbés par l'Assurance sociale luxembourgeoise et que celle-ci semble se satisfaire d'un taux inférieur à celui des valeurs belges.

CHAPITRE 2

LA GESTION DE LA TRESORERIE PUBLIQUE ET LE RECOURS DE L'ETAT AU CREDIT

20. L'Etat luxembourgeois dépose ses avoirs à la Caisse d'épargne de l'Etat qui exécute aussi toutes ses opérations financières en tant que chargé de la gestion de la Caisse générale de l'Etat. D'autre part la Caisse d'épargne de l'Etat accorde des crédits à l'Etat luxembourgeois.

L'Etat luxembourgeois peut également obtenir de la Banque nationale de Belgique des crédits jusqu'à concurrence de 333 millions de francs belges en vertu d'une convention remontant à 1952. Ce plafond qui n'a toutefois pas encore été utilisé a été fixé en tenant compte de la répartition de la population entre les deux pays et du crédit ouvert par la Banque nationale de Belgique à l'Etat belge.

21. En outre, l'Etat luxembourgeois dispose de possibilités normales de financement telles que l'émission des bons du Trésor et d'obligations. Bien que les banques ne soient pas tenues de prendre ces titres en portefeuille, elles en possèdent des montants importants. En fin 1960, les fonds publics représentaient 1,2 milliard de francs luxembourgeois, soit environ 5% de leur actif (le montant total en circulation s'élève approximativement à 5,2 milliards dont, comme il a été dit plus haut, la majeure partie a été souscrite par l'Assurance sociale). Cela est d'autant plus notable qu'il est difficile dans la pratique de mobiliser ces titres.

CHAPITRE 3

LES COEFFICIENTS DE TRESORERIE ET DE LIQUIDITE

22. Les établissements de crédit luxembourgeois et les caisses d'épargne, à l'exception de la Caisse d'épargne de l'Etat, doivent observer certains coefficients de trésorerie et de liquidité fixés par le Commissariat au contrôle des banques. Le coefficient de trésorerie est constitué par le rapport entre les dépôts à vue et à terme d'une banque et ses liquidités primaires qui consistent dans son encaisse, et dans ses avoirs en compte chèque postal, à la Caisse d'épargne de l'Etat et à la Banque nationale de Belgique. Conformément à une recommandation du Commissariat au contrôle des banques le coefficient de trésorerie ne doit pas descendre au-dessous de 6% des engagements précédemment mentionnés. Au 31 décembre 1960, ce coefficient s'élevait à 11,5%.

23. Le coefficient de liquidité que le Commissariat au contrôle des banques recommande également de respecter est constitué par le rapport entre les engagements découlant des dépôts à vue, à terme, et d'épargne et le montant global des avoirs déposés dans les banques du territoire de l'U.E.B.L., des avances et des crédits à court terme, des effets de commerce belges et des autres titres réescomptables ainsi que des titres publics mobilisables du Luxembourg et de la Belgique. Le coefficient de liquidité a été fixé à 30% par le Commissariat au contrôle des banques et il s'élevait effectivement à 50,6% à fin 1960.

Tableau 4

ETABLISSEMENTS DE CREDIT AU LUXEMBOURG

I. *Etablissements constitués sous le régime du droit luxembourgeois*

a	Etablissement public	1	Caisse d'épargne de l'Etat
b	Sociétés anonymes	8	Banque internationale à Luxembourg Banque générale du Luxembourg Kredietbank, Luxembourg Banque commerciale, Luxembourg Cofhylux, Luxembourg La Luxembourgeoise, Luxembourg Caisse hypothécaire, Luxembourg Banque centrale, Luxembourg
c	Sociétés coopératives	2	Caisse centrale des associations agricoles, Luxembourg « Fortuna », Luxembourg
d	Société en nom collectif	1	Banque Mathieu Frères, Luxembourg

II. *Etablissements constitués sous le régime du droit étranger*

a	Société par action à statut spécial	1	Banque nationale de Belgique, Luxembourg
b	Sociétés anonymes	2	Crédit Lyonnais, Luxembourg Crédit industriel d'Alsace et de Lorraine, Luxembourg

SERVICES DES PUBLICATIONS DES COMMUNAUTES EUROPEENNES

8051/1/VII/1962/5

NF 19,50	FB 200,-	DM 16,-	Lit 2.500	FI 14,50	£ 1.9.0	\$ 4.-
----------	----------	---------	-----------	----------	---------	--------
