

Le marché monétaire français

I. - DÉFINITION DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Dans un article précédent (1), j'ai indiqué que le marché monétaire avait pour principal objet de permettre aux banques de couvrir leurs besoins de trésorerie et d'employer leurs liquidités excédentaires en effectuant entre elles des achats ou des pensions d'effets publics ou commerciaux.

J'ajoutais que ce marché était une entité, car, en fait, il ne se tenait nulle part, les transactions se faisant la plupart du temps par téléphone.

2. - MARCHÉ MONÉTAIRE ET MARCHÉ HORS BANQUE

L'expression « marché monétaire » est relativement nouvelle, bien que depuis longtemps les banques aient procédé entre elles à des échanges d'argent à court terme. Avant la guerre de 1914, l'ensemble de ces opérations avaient abouti à la création d'un marché hors banque. Dans leur « Traité des opérations commerciales de banques », qui était avant la première guerre mondiale le seul ouvrage français étudiant les questions bancaires (2), Terrel et Lejeune donnent la définition suivante du marché hors banque : « Les banques ont été naturellement amenées à compenser entre elles l'excédent des offres et des demandes de capitaux qui leur sont adressées ou, en d'autres termes, l'excédent des ressources et des emplois. Le portefeuille commercial des banques étant,

(1) Cf. « Moneta e Credito » N° 29-30, 1^o, 2^o Trimestre 1955.

(2) Il y avait bien, il est vrai, l'ouvrage de Courcelle-Seneuil : « Les opérations de banque ». Mais, publié en 1852, il commençait à être anachronique, malgré les mises au point qu'en avait effectuées à plusieurs reprises mon bon maître André Liesse.

par l'escompte, la partie de l'actif le plus facilement mobilisable et le plus facilement transmissible, est justement l'instrument de cette compensation. On appelle marché hors banque, marché privé, l'ensemble des opérations ainsi traitées en dehors de la Banque de France ».

La définition du marché hors banque se rapproche de celle du marché monétaire en ce qui concerne le but poursuivi, la compensation des offres et des demandes de capitaux entre banques. Elle s'en écarte en ce qui concerne les moyens employés, qui, pour le marché monétaire, sont beaucoup plus divers que pour l'ancien marché hors banque. Une autre différence existe : le marché hors banque avait un taux dit : « hors banque » ou encore « privé » (3) qui était inférieur à celui de l'Institut d'émission. Depuis la Libération, les taux du marché monétaire ont presque toujours été supérieurs au taux officiel. Dans son dernier rapport, le Gouverneur de la Banque de France a donné explicitement une nouvelle signification au terme : « marché hors banque ». Il comprendrait, suivant lui, des opérations du marché monétaire qui seraient faites à un taux hors banque, c'est à dire inférieur à celui de l'Institut d'émission et il a regretté que ce marché n'existe pas. Je reviendrai sur cette question au paragraphe 8.

Le changement d'appellation du marché se fit pendant la période de 1928 à 1939. Plusieurs raisons le motivèrent. D'abord, le

(3) Les auteurs enseignaient, avant 1914, que les variations du taux hors banque entraînaient des modifications de celui de l'Institut d'émission. Quand le taux hors banque dépassait le taux officiel, la Banque d'émission était amenée à rehausser son taux de même qu'elle l'abaissait quand le taux hors banque était très au-dessous du taux officiel.

marché hors banque avait changé de caractère, en ce sens qu'il s'était étoffé et que des opérations nouvelles s'y traitaient, ensuite, les responsables de la politique monétaire voulurent créer à Paris un large marché de l'argent à court terme, non seulement national, mais aussi international, et le nom de marché monétaire convenait mieux à ce marché que la vieille appellation de marché hors banque.

3. - CRÉATION DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Jusqu'en 1926, le marché hors banque fonctionna suivant les mêmes normes qu'avant 1914. Les opérations portaient sur l'escompte d'effets qui étaient soit des acceptations de banque, soit du papier de haut commerce, ces effets devant porter des signatures de premier ordre, être d'une certaine importance et avoir au moins quarante-cinq jours à courir. Le taux était en général de 1/8 à 1 % au-dessous de celui de la Banque de France. Les banques se consentaient également des prêts au jour le jour en blanc ; la banque emprunteuse remettant à la banque prêteuse, en échange du virement sur la Banque de France qu'elle recevait, un virement daté du lendemain de la même somme augmentée des intérêts. Ces opérations qui n'avaient pas de garantie ne pouvaient, étant donné le particularisme des banques françaises, créer un large marché. Auprès de certaines grandes banques qui, par principe, ne voulaient jamais être emprunteuses, gravitaient des établissements de moindre importance auxquels ces grandes banques prêtaient dans certaines limites. Il se créait ainsi de petits marchés à sens unique sans communication les uns avec les autres. Pendant la guerre de 1914 et après 1920, le marché s'étoffa quelque peu par des opérations sur les bons de la Défense Nationale, achats et ventes, pensions de 15 jours à un mois (4).

En 1926, commença le redressement monétaire français sous l'égide de M. Poincaré, qui eut comme conséquence le rapatriement des capitaux expatriés et l'arrivée en France

(4) La pension est constituée par deux opérations concomitantes : une vente au comptant et un achat à terme.

des capitaux étrangers, qui d'abord s'employèrent dans des spéculations à la hausse du franc et ensuite dans des opérations boursières. Il en résulta une véritable pléthore de capitaux et un abaissement du taux officiel d'escompte qui passa de 7 1/2 le 31 Juillet 1926, à 3 % le 30 Janvier 1931 (5). Le taux des bons de la Défense Nationale subit une baisse analogue, passant de 5 % le 13 Avril 1927, à 2 1/2 % le 29 Juin 1932. Les banques eurent donc à gérer d'énormes capitaux qui pouvaient leur être retirés rapidement, ce que les Anglais appellent le « hot money » ; de plus, la baisse des taux incitait certaines banques à se charger en valeurs du Trésor et à emprunter sur le marché monétaire pour nourrir ces effets. Ce marché trouvait donc des éléments d'activité qui, jusqu'alors, ne s'étaient jamais présentés et les autorités monétaires faisaient tous leurs efforts pour l'aider à s'organiser.

Pour développer le marché de l'argent au jour le jour et également pour éviter le paiement de l'impôt sur les intérêts créditeurs, il fut décidé que ces opérations se traiteraient dorénavant sous forme de pension de bons de la Défense et, par la suite, de bons du Trésor. L'opération devenant donc absolument sûre, les établissements prêteurs n'avaient plus à discuter le standing de leurs emprunteurs et le marché de ces opérations qui, jusqu'alors, était fractionné devenait général. Ensuite, pour soutenir le marché des pensions contre bons, la Caisse des Dépôts et Consignations, qui, ainsi que je l'ai déjà expliqué ici-même, dispose de ressources considérables (6), accorda aux banques des pensions de un à trois mois à des taux qui variaient, pour la pension à un mois, entre 1/2 % et 1 % au-dessous du

(5) Le taux hors banque baissa dans les mêmes proportions. « Pendant l'exercice 1932, déclara le Président de la Banque de Paris et des Pays-Bas, la moyenne du taux de l'escompte hors banque a été de 1,28 %. C'est le plus bas des taux hors banque pratiqués, non pas seulement depuis la guerre, mais encore pendant les quinze années qui ont précédé 1914. Le taux de 1931 qui avait été jugé exceptionnellement bas a été de 1,57 %, celui de 1930, de 2,32 %, celui de 1929, de 3,45 %. Entre 1889 et 1913 il a varié de 3,81 % à 1,77 % ».

(6) Cf. « Moneta e Credito », n. 26.

taux d'émission des bons. Ces taux pratiqués par la Caisse sur les pensions à un mois et à trois mois étaient légèrement supérieurs à ceux pratiqués sur le marché. Enfin, sous l'égide de la Banque de France, fut créée en 1928 par les grandes banques, la Compagnie Parisienne de Réescoute à laquelle l'Institut d'émission donna son plus large appui. Son objet était, au début, de servir d'intermédiaire entre la Banque de France et le marché pour l'achat des acceptations de banque que l'Institut d'émission effectuait pour le compte des banques centrales étrangères. Mais la Compagnie Parisienne de Réescoute prit immédiatement une certaine place sur le marché monétaire en acquérant un gros portefeuille d'effets publics qu'elle pensionna sur le marché et en servant d'intermédiaire entre les banques pour des opérations similaires. Signalons également qu'en 1929 la Banque de France prit d'importantes décisions afin de permettre aux banques d'aménager plus facilement leur trésorerie. Par l'escompte B, elle permit aux banques de présenter jusqu'à 15 heures à l'escompte des effets d'un montant élevé; par l'escompte D, elle consentait aux banques des pensions de sept jours contre acceptations de banque d'origine commerciale et régulièrement causées. Ces deux dispositions ont rendu de grands services aux banques. Elles ont été remplacées par la suite par d'autres facilités. L'élargissement du marché monétaire a fait supprimer l'escompte B; quant à l'escompte D, il a été remplacé par la possibilité donnée aux banques d'avoir des pensions sur leur papier bancable jusqu'à concurrence de 10 % de leurs plafonds d'escompte à un taux majoré de 1 1/2 % sur le taux officiel.

Ces différentes mesures incitèrent beaucoup de banques à acquérir un gros portefeuille d'effets publics qu'elles nourrissaient sur le marché monétaire, réalisant ainsi des bénéfices par la différence entre le taux des bons et le taux de l'intérêt payé, par des arbitrages et des ventes et achats.

Le marché monétaire ne pouvait continuer à prendre de l'expansion s'il n'avait un appui en cas de resserrement de l'argent.

Cet exutoire était constitué, comme je l'ai dit, par les pensions à quinze jours, un mois et trois mois que faisait la Caisse des Dépôts et Consignations sur les bons de la Défense Nationale. Mais les banques n'étaient pas certaines qu'en cas de crise monétaire la Caisse prenne en considération toutes leurs demandes de pensions. D'autre part, ces pensions se faisaient suivant des modalités administratives qui ne favorisaient pas les affaires. Enfin, la Caisse ne pensionnait que les bons de la Défense Nationale et ne s'occupait pas des bons du Trésor qui virent le jour à la fin de 1932. Il était donc nécessaire, pour favoriser à la fois le marché monétaire et le placement des bons du Trésor, de trouver une formule plus souple et de remettre à la Banque de France, qui avait la surveillance de ce marché, le soin de traiter ces opérations.

M. Tannery, qui avait instauré à la Caisse des Dépôts et Consignations le système des bons de la Défense Nationale, s'employa, après sa nomination au poste de gouverneur de la Banque de France, à donner au marché monétaire le moyen de mobiliser rapidement et momentanément les effets publics. Ainsi furent créées, en Février 1935, les avances de cinq à trente jours sur effets publics à moins de deux ans d'échéance, à un taux qui est en général celui de la Banque de France. A chaque banque, un plafond a été fixé. Connaissant par avance l'aide que la Banque de France peut lui apporter, elle peut travailler en toute tranquillité. En même temps, la Banque de France décida d'escompter les bons du Trésor à moins de quatre-vingt-dix jours. Jusqu'alors, elle n'escomptait que des bons de la Défense Nationale.

Ces mesures furent vivement critiquées par certains régents de la Banque de France qui y virent des germes d'inflation et prédiront les pires malheurs.

En fait, depuis 1935, de violentes crises d'ordre économique ou politique se sont abattues sur le marché de Paris. Les avances à trente jours lui ont permis de trouver à l'heure voulue, sans formalité, sans difficulté, les disponibilités requises contre bons de

la Défense Nationale et contre bons du Trésor.

En 1938, parachevant ainsi cette œuvre d'organisation, un décret loi autorisa la Banque de France à acheter, dans les limites et aux conditions fixées par le Conseil Général, des effets négociables publics à court terme et des effets privés admissibles à l'escompte et à revendre sans endos les effets précédemment acquis. Le décret loi mentionnait que ces opérations seraient faites en vue d'agir sur le volume du crédit et de régulariser le marché monétaire (7).

Cette mesure fut mal accueillie. Des personnes qui, doctrinalement, étaient favorables à cette politique, émirent la crainte qu'elle ne servît à masquer des emprunts de l'État à la Banque de France et qu'elle ne fût génératrice d'inflation. Ces craintes s'avèrent en partie vaines. Le montant des effets ainsi mis en portefeuille par la Banque n'atteignit jamais qu'un pourcentage peu important de la circulation fiduciaire.

Pendant cette période qui va de 1929 à 1938, d'autres sociétés de réescoute furent créées dont les opérations élargirent le marché monétaire. La Banque de Paris, la Banque Lazard Frères, la Banque Morgan fondèrent la Caisse Générale de Réescoute. La Banque d'Escompte fut créée par des particuliers, la Banque de Gérance Mobilière, qui gérait la trésorerie de la Banque de l'Algérie, fut rachetée pendant l'occupation par l'Union des Mines. Pendant l'occupation également, deux autres sociétés de réescoute furent créées: l'une, par la Banque des Pays du Nord, banque du groupe Schneider, qui, par la suite, fut absorbée par l'Union Européenne et la Banque Worms: la Société privée de Réescoute (8); l'autre, par la Société du Gaz Lebon et par les Chantiers et Ateliers de St-Nazaire: l'Union d'Escompte.

A partir du 1^{er} Mai 1945, la Banque de France institua une Caisse de Dépôts et de

(7) Ce décret loi instituait en France l'open market policy ou politique du marché ouvert, qui fonctionnait déjà depuis de nombreuses années en Angleterre, aux États-Unis et en Allemagne.

(8) Depuis, cette maison a été rachetée par le groupe qui contrôle la Caisse Générale de Réescoute.

Virements de Bons du Trésor. Dorénavant, les bons achetés ou souscrits par les banques ne seraient plus représentés par des titres mais par des inscriptions en compte courant sur ses livres. Il y a deux sortes de bons: les bons « en compte courant » que détiennent les banques et les bons « sur vignettes » ou dits également « sur formules », qui appartiennent à des particuliers ou à des entreprises. L'institution de ces comptes courants rendit de grands services aux banques en supprimant les risques de vol et en simplifiant leur travail. Plus tard, lorsque fut instauré pour les banques un plancher de bons, elle permit à la Commission de Contrôle de surveiller journalièrement le maintien du plancher.

Les opérations de la Caisse des Dépôts et Virements furent étendues en 1947 aux acceptations du Crédit National.

Depuis cette décision, aucune modification n'a été apportée à la structure du marché monétaire qui subsiste telle que je viens de l'exposer et que je vais maintenant étudier avec plus de détails.

4. - STRUCTURE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

La structure du marché monétaire est constituée par les quatre facteurs suivants:

a) Les courtiers de banque

Ils servent d'intermédiaire entre les différentes banques et entre les banques et les sociétés de réescoute. Leur utilisation n'est pas obligatoire et beaucoup d'opérations se traitent sur le marché monétaire sans leur intervention. Ils sont au nombre de 60, groupés dans deux syndicats.

Le montant de leur courtage est de 1/16 % *pro rata temporis*. Ils s'occupent aussi d'opérations de change.

b) Les Sociétés de réescoute

Comme je l'ai indiqué, les sociétés de réescoute sont des sociétés spécialisées dans les opérations sur le marché monétaire, c'est à dire souscriptions, achats, ventes et pensions sur effets publics et privés. Les lois bancaires des 13 et 14 Juin 1941 ont scindé en deux les opérations de crédit: celles qui sont faites avec des dépôts sont l'apanage exclusif des banques, celles qui sont traitées

avec des capitaux empruntés à plus de deux ans peuvent être réalisées par des établissements financiers qui, avant la promulgation des lois bancaires, s'intitulaient également banques. Le Comité Permanent d'Organisation Professionnelle refusa aux Sociétés de Réescampte la dénomination de banques : elles furent donc classées comme établissements financiers et, de ce fait, ne pouvaient recevoir de dépôts mais, en 1945, ces sociétés ont pu se faire inscrire comme banques. Un certain nombre fut agréé, mais le montant de leurs dépôts fut fixé à un chiffre très bas, afin de les empêcher de concurrencer les banques. D'autres, par contre, se virent refuser l'autorisation, on ne sait pas trop pourquoi. D'autres enfin, préférèrent conserver la qualification d'établissements financiers afin, sans doute, d'éviter la surveillance de la Commission de Contrôle et la publication au Bulletin des annonces légales obligatoires de leur situation périodique.

Sont donc actuellement classées comme banques :

La Compagnie Parisienne de Réescampte, une des plus anciennes maisons de réescampte

La Banque d'Escompte et l'Union d'Escompte.

Sont classées comme établissements financiers :

La Caisse Centrale de Réescampte,

La Société Parisienne de Réescampte,

La Caisse de Gestion Mobilière. (Ancienne Banque Gérance Mobilière)

Seuls, les bilans et les situations des banques sont publiés, ceux des établissements financiers ne le sont pas. Je ne peux donc donner de renseignements chiffrés que sur la moitié des maisons de réescampte. Le capital, les réserves et le total du bilan de ces maisons de réescampte s'établissaient ainsi au 31 Décembre 1954.

	Capital	Réserves	Total du bilan
	(en millions de francs)		
Caisse Parisienne de Réescampte . . .	281	18	77.160
Banque d'Escompte. . .	50	5	11.514
Union d'Escompte . . .	125	6	7.894

On voit de suite la distorsion qu'il y a entre les fonds propres de ces maisons et le

total de leurs bilans, distorsion qui ne présente pas de danger, étant donné la nature des opérations que traitent ces sociétés.

Le bilan global de ces trois maisons de réescampte figure dans le recueil : « Bilans des Banques », publié par la Commission de Contrôle ; je le donne ci-dessous : (Il est établi au 31 Décembre 1954, en millions de francs)

ACTIF

Caisse, Trésor public, Banques d'émission	27
Banques et Correspondants	68
Portefeuille effets	6.852
Coupons	"
Comptes courants	18
Avances garanties	808
Avances et débiteurs divers	2.245
Débiteurs par acceptations	"
Titres	270
Accompte de l'exercice	"
Actionnaires	"
Comptes d'ordre et divers	1.125
Immeubles et mobilier	38
Pertes de l'Exercice	"
Pertes des exercices antérieurs	"
Ventes à encaisser	52.356
Papier en dehors	32.758
	<u>96.570</u>

PASSIF

Comptes de chèques	18
Comptes courants	256
Banques et Correspondants	4.928
Comptes exigibles après encaissements	5
Créditeurs divers	1.760
Acceptations à payer	"
Dividendes restant à payer	"
Bons et Comptes à échéance fixe	11
Obligations	"
Comptes d'ordre et divers	3.816
Réserves	29
Capital	456
Bénéfices de l'exercice	167
Bénéfices reportés	2
Achats à régler	85.115
	<u>96.570</u>

HORS-BILAN

Engagements par caution et avals	153
Effets escomptés circulant sous endos	5.915
Ouvertures de crédits confirmés	"

De ce bilan, il ressort que les 3 maisons de réescampte sus indiquées avaient, à la date du 31 Décembre, consenti 52 milliards de

pensions à titre d'intermédiaire, qu'elles avaient une position de 32 milliards d'effets publics ou privés qu'elles nourrissaient sur le marché, et qu'elles avaient escompté à la Banque de France ou ailleurs environ 6 milliards d'effets privés — les bons ne figurant pas dans ce chiffre puisque circulant sans endos. En doublant ce montant, on doit arriver à peu près à la position de toutes les maisons de réescampte qui se chiffre alors ainsi :

Opérations de pensions, à titre d'intermédiaire	104 milliards
Position nourrie sur le marché monétaire	64 »
Effets réescomptés	12 »

Étant donné qu'à la même époque les banques avaient en portefeuille 2.000 milliards d'effets publics ou privés, dont une partie n'est pas mobilisable, il est permis de constater que les maisons de réescampte entretiennent sur le marché monétaire une bonne activité.

Le principe de travail des sociétés de réescampte est le suivant : nourrir un certain temps des effets publics à terme éloigné en empruntant sur le marché de l'argent à court terme. De ce fait, les sociétés de réescampte ont un portefeuille élevé d'effets publics qu'elles pensionnent, soit au jour le jour, soit à terme. La différence d'intérêts est une première source de bénéfices. La deuxième source de profit provient des arbitrages qu'elles peuvent faire sur leurs portefeuilles ; enfin la troisième est constituée par la différence d'intérêts, lorsqu'elles remplissent le simple rôle d'intermédiaire ducroire, par exemple, en empruntant de l'argent pour le replacer immédiatement. Dans le cas où le marché se resserre, les sociétés de réescampte peuvent céder à la Banque de France leurs effets publics à moins de 90 jours et pensionner, dans la limite de leur plafond aux avances de 30 jours, leurs effets à moins de deux ans d'échéance. La Banque de France constitue pour elles une soupape de sûreté.

Certes, ces opérations peuvent être faites par toutes les banques, et de fait toutes les

banques les font plus ou moins. Ce qui différencie la société de réescampte, c'est qu'elle ne peut opérer que sur le marché monétaire et que la Banque de France favorise ses opérations en lui donnant un encours important en avances à trente jours et en faisant passer par son canal ses opérations d'open market sur le marché monétaire. Il s'ensuit qu'elle est mieux placée que les autres banques pour opérer sur ce marché.

Les sociétés de réescampte ont quatre rôles. D'abord, elles servent d'intermédiaire entre les banques prêteuses et emprunteuses. Certains établissements ne veulent pas, en effet, montrer à leurs collègues le sens dans lequel ils se trouvent sur le marché monétaire. En passant par l'intermédiaire de la société de réescampte, l'anonymat est gardé. Les sociétés de réescampte constituent ainsi des réservoirs d'argent toujours alimentés où les banques peuvent apporter ou emprunter leurs capitaux.

Ensuite, elles entretiennent une position importante d'effets publics qu'elles nourrissent et qui leur sert à faire la contre-partie aux prêteurs d'argent ; puis elles régularisent le marché monétaire par des arbitrages constants entre les échéances ; enfin, elles servent d'intermédiaire à la Banque de France pour ses opérations sur le marché monétaire.

« Le développement des opérations d'escompte et d'arbitrage sur les bons, dit le rapport d'une de ces sociétés, contribue à l'établissement d'un ensemble de cours dont l'existence facilite la négociation et le placement des effets publics ».

« Nous croyons, dit une autre de ces sociétés, pouvoir nous considérer comme une des sociétés de réescampte que l'on trouve le plus régulièrement sur le marché pour faire la contre-partie des offres et des demandes dans toutes les circonstances ».

L'activité des sociétés de réescampte est conditionnée en quelque sorte par des éléments qui se trouvent en dehors d'elles. Elles dépendent à la fois des grandes banques qui mettent des capitaux à leur disposition et de la Banque de France qui fixe le montant maximum de leurs avances à trente jours et de leurs pensions à l'open market.

c) *Les avances à trente jours* (9).

J'ai déjà indiqué que ces avances étaient indispensables au développement du marché. Leur minimum est de cinq jours, car la Banque de France ne doit pas intervenir directement sur le marché de l'argent au jour le jour, et elle tient à pénaliser les banques qui s'adressent à elle pour obtenir de l'argent pour une journée, afin qu'elles ne recourent à ces avances qu'à la dernière extrémité. Leur maximum de trente jours a été imposé aux banques afin de les empêcher de nourrir leurs bons grâce à ces opérations. Remarquons d'ailleurs que rien n'empêche une banque, lorsque la pension arrive à échéance, d'apporter d'autres bons en garantie d'une nouvelle avance. Les effets publics sont les bons du Trésor, et depuis 1940, les acceptations du Crédit National (10), mais ces acceptations sont en voie de disparition. Comme nous le verrons au paragraphe 6, le montant des avances à 30 jours est relativement minime. Il l'a toujours été sauf à quelques rares moments. Ces opérations jouent donc leur rôle de soupape de sûreté et, en temps normal, le marché évite d'y avoir recours bien que leur taux soit en général moins élevé que celui pratiqué entre banques. Ce taux, qui fait l'objet d'une fixation spéciale par la Banque de France, est d'ordinaire le même que le taux d'escompte de l'Institut d'émission. Quelquefois il fut fixé $\frac{1}{2}$ au-dessous afin d'éviter des augmentations de taux des effets du Trésor ; le taux des avan-

(9) Avant la modification de la situation de la Banque de France survenue le 5 Janvier 1950, ce poste s'intitulait : « Avances à 30 jours au maximum sur effets publics à échéance déterminée n'excédant pas deux ans », ce qui indiquait clairement la nature des opérations qui y étaient écrites. Par un souci de concision le libellé de ce compte a été changé en « Avances à 30 jours ».

(10) La loi du 22 Décembre 1940 imposa le paiement des dépenses publiques, partie en acceptations du Crédit National à un an, suivant une proportion qui fut modifiée plusieurs fois. Le décret du 30 Janvier 1955 a supprimé cette obligation et, par suite, les acceptations du Crédit National, qui sont assimilées aux effets publics, sont en voie de disparition.

ces à trente jours devant être inférieur au taux de ces effets pour le bon fonctionnement du marché monétaire.

d) *L'open market policy*.

J'ai déjà dit que l'open market policy avait été instauré en France en 1938. A vrai dire, la Banque de France n'avait pas attendu ce décret loi pour intervenir sur le marché monétaire afin de le régulariser, mais ses interventions ne pouvaient se faire que par l'utilisation de certains fonds, ce qui limitait son action et lui donnait une grande précarité. D'autre part, ces opérations n'apparaissent pas dans sa situation hebdomadaire. Le décret loi de Juin 1938 assura un fondement à ces opérations en même temps qu'il permettait leur inscription à la situation hebdomadaire de l'Institut d'émission sous la rubrique : « Effets négociables achetés en France ».

Dans les affaires d'escompte et d'avances, l'Institut d'émission a un rôle passif, c'est une enclume sur laquelle le marteau des banques s'abat. Par l'open market, l'Institut d'émission acquiert un rôle actif, il reprend aux banques le marteau pour taper sur elles, qui deviennent enclume. Mais la théorie de l'open market policy fut faussée dès l'origine. La Banque de France accorda aux banques un contingent de pensions à trois mois contre bons à prendre à l'open market ; c'était redonner aux banques le rôle de marteau. Les banques se servirent de cette facilité pour nourrir à l'Institut d'émission, dans des conditions avantageuses, une partie de leur portefeuille en bons. Cette pratique dura jusqu'en 1944 où elle fut supprimée avec juste raison par un nouveau Directeur Général des Titres et du Marché Monétaire à la Banque de France. Mais d'autres entorses à une saine doctrine furent apportées par la suite. Pour des raisons d'ordres divers, la Banque de France décida que les bons du Trésor et les acceptations du Crédit National à trois mois d'échéance ne seraient plus escomptés par elle mais cédés au service du Marché Monétaire. La Banque de France accorda également aux banques un certain droit à obtenir de ce service des pensions de

courte durée sur des acceptations de banque et des acceptations ou avals inconditionnels de la Caisse des Marchés. En 1951, elle reconnut ce droit en le plafonnant en même temps qu'elle se déclarait prête à accepter du service du Marché Monétaire hors plafond toutes les acceptations représentant la mobilisation des opérations du commerce extérieur dont le dénouement devait s'opérer dans un délai de six mois. Le poste : « Effets négociables achetés en France » reflète donc des opérations d'ordres très divers et dissemblables (11), parmi lesquelles se trouvent celles concernant l'open market dont le chiffre reste ainsi inconnu du public. Le Gouverneur de la Banque de France a condamné indirectement ces pratiques d'une façon, il est vrai, assez ambiguë en écrivant dans son dernier rapport : « La nécessité de pourvoir au déficit des finances publiques a encore conduit le Trésor à procéder de façon permanente et à guichets ouverts à des émissions de bons dont le rendement net est resté supérieur au coût des procédés de mobilisation qui s'offrent aux banques. De telles émissions incitent les banques à s'endetter, ou, tout au moins, à demeurer endettées auprès de la Banque de France au delà des montants nécessaires à la stricte observation des portefeuilles minima d'effets publics ; s'ajoutant à l'obligation légale où s'est placée la Banque d'acheter les Bons du Trésor qui lui sont offerts et dont l'échéance ne dépasse pas trois mois, elles limitent les possibilités de manœuvre de l'Institut d'émission ». Remarquons en passant qu'en dénonçant le « nourrissage » des bons du Trésor par le marché monétaire, grâce à un taux d'émission inférieur à ceux de la Ban-

(11) Parmi celles-ci figurent des emprunts déguisés de l'Etat à la Banque de France. Le dernier remboursement trimestriel de 20 milliards, au 16 Septembre 1955, de l'Etat à la Banque de France fut assuré par des souscriptions par des banques nationalisées de bons du Trésor qui ont été ensuite repris par l'Open Market. C'est une opération semblable à celle exécutée en 1924 qui valut au gouverneur de la Banque de France de l'époque, Georges Robineau, les plus violents reproches.

que de France et de ce marché, le Gouverneur condamne une des principales activités de ce marché qui, je crois l'avoir déjà démontré, permet d'assurer son aisance et de faciliter le placement des effets du Trésor.

Quoi qu'il en soit, l'open market policy a donné des résultats très intéressants en nivelant les pointes qui se produisent dans un sens comme dans l'autre dans la situation du marché de l'argent. En fournissant les manquants et en absorbant les excédents, cette politique donne de l'aisance au marché et de la stabilité au loyer des capitaux à court terme. Dans ce marché, la théorie de la marginalité joue pour la fixation du loyer de l'argent. Si, à un moment donné, des centaines de millions peuvent s'échanger à un taux de 3 %, par exemple, et si un besoin de quelques dizaines de millions n'est pas satisfait et que l'emprunteur doive offrir $3\frac{1}{2}$, c'est ce taux qui prévaudra. C'est ce qui se produisait continuellement avant la guerre de 1939 sur le marché monétaire alors que la politique de l'open market n'était pas encore introduite en France.

Il y a lieu de remarquer que les interventions de la Banque de France ne portent pas sur des chiffres excessivement élevés. Il suffit que le marché sache que l'Institut d'émission peut intervenir ou qu'il commence à intervenir pour des faibles montants pour que le marché se discipline de lui-même et trouve son équilibre.

5. - FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ MONÉTAIRE.

Le marché hors banque opérait avant 1914 sur du papier privé : acceptations de banques ou de firmes industrielles et commerciales de premier ordre ; le marché monétaire, de 1940 à 1952, a opéré presque uniquement sur des effets publics. Une autre constatation pourrait être faite : les taux pratiqués sur le marché hors banque, et ensuite sur le marché monétaire qui lui succéda, étaient avant 1945 inférieurs au taux officiel de la Banque de France. Depuis cette date, ils leur sont pour la plupart supérieurs. Disons

quelques mots des principales valeurs qui se traitent sur le marché monétaire :

1) Bons du Trésor (12). Ce sont des bons à deux ans rapportant un intérêt de $3\frac{3}{4}\%$, émis sans commission pour les bons en « compte courant » et avec une commission de 0,40 % pour les bons « sur vignettes » (bons souscrits par les particuliers). La souscription est calculée sur 715 jours et le taux réel, compte tenu du réescompte à la Banque de France pour les bons à trois mois d'échéance, ressort à 3,80 %. Dernièrement, le Trésor ayant eu besoin de nouveaux fonds pendant quelques jours, a émis des bons à 6 mois à 3,20 % et il est question qu'une émission analogue ait lieu à la fin de l'année.

2) Billets émis par la Société Nationale des Chemins de Fer de l'Etat : S.N.C.F. Ils ont des échéances de 45 jours, 6 mois, 9 mois et un an.

3) Effets de commerce. Sous cette rubrique figurent les acceptations de banque. Les pensions se font sur bordereaux, c'est-à-dire que les effets ne sont pas remis au pensionnaire et sont placés sous son dossier par le pensionné.

4) Effets de vente à crédit. Les opérations se font également sans livraison des effets.

Les pensions se font au jour le jour, avec préavis déterminé, à 15 jours, 1 mois, trois mois. Les opérations sur effets de vente à crédit ont une durée de six mois ou se traitent suivant une forme très compliquée (13).

(12) L'ensemble des bons du Trésor et des acceptations du Crédit National atteignait, en Décembre 1954, 2.062 milliards de francs, soit 36,6 % de l'ensemble de la dette publique, contre 11,4 % en Décembre 1938. Sur ce montant, les banques détenaient 532 milliards, la Banque de France 220 milliards, divers organismes publics dont la Caisse des Dépôts et Consignations 462 milliards, et le public 848 milliards, qui formaient la dette véritablement flottante. Au 31 Juillet 1955, le montant des bons du Trésor s'élevait à 2140 milliards, soit 37 % du montant de la dette totale de l'Etat.

(13) Récemment quelques légères modifications se sont produites sur les transactions de ce type. L'établissement financier négocie ses effets de ventes à crédit à une banque et lui remet en représentation de ces effets un billet à ordre à 90

Les négociations ne s'effectuent que sur les bons, les autres papiers ne se traitent que sous forme de pensions. Les opérations sur le papier de la Caisse des Marchés de l'Etat, acceptations ou avals inconditionnels ou conditionnels, sont rares.

La plupart de ces opérations se font par l'intermédiaire des courtiers dont, rappelons le, la commission est de 0,16 % prorata temporis.

L'intervention de la Banque de France se fait par la voie des maisons de réescompte. Elle consiste en des pensions généralement sur bons. Signalons également que la Caisse des Dépôts et Consignations est presque tout le temps sur le marché où elle donne de l'argent sous forme de pensions à quinze jours. Le taux de ces pensions est naturellement plus élevé que le taux de la Banque de France, et est actuellement de $3\frac{5}{8}\%$.

6. - EVOLUTION DU MARCHÉ MONÉTAIRE DEPUIS LA LIBÉRATION.

Pendant l'occupation, le crédit bancaire ayant presque disparu, les capitaux des banques se dirigèrent vers les valeurs à court terme du Trésor, et les opérations de trésorerie prirent dans ces établissements une importance considérable et constituèrent une de leurs principales sources de bénéfices. Le marché monétaire connut ainsi une grande activité basée exclusivement sur les bons du Trésor et les acceptations du Crédit National. L'argent était abondant et son loyer orienté vers la baisse ce qui permit aux banques de gagner des sommes importantes en prenant de grosses positions en valeurs du Trésor qu'elles nourrissaient sur le marché monétaire.

jours renouvelable. La Banque pensionne alors ou vend cet effet sur le marché monétaire à un taux qui varie entre $3\frac{1}{2}\%$ et 4%. On ne traite que les effets qui sont réescomptables à la Banque de France, quand ils ne sont plus renouvelables, c'est-à-dire quand le client doit payer dans 90 jours. Ces effets doivent porter sur les objets suivants à l'exclusion de tous autres : automobiles, biens d'équipement professionnel et agricole, matériel ménager, motocyclettes et scooters, bicyclettes et vélomoteurs, meubles, pianos, articles de chauffage.

Il s'établit même un marché à terme sur les bons. Cela provenait en partie de ce que beaucoup d'opérateurs sur le marché monétaire étaient d'anciens cambistes et qu'ils introduirent sur ce marché certaines méthodes de travail et de règlement qui existent sur le marché des changes.

La situation de ce marché changea lorsque les grands établissements de crédit, qui alimentaient le marché monétaire en prêts au jour le jour, cessèrent après leur nationalisation, non seulement d'apporter des capitaux à ce marché pour des raisons dont l'exposé déborde le cadre de cette étude, mais encore commencèrent à raffler à l'ouverture de ce marché les capitaux disponibles à des taux supérieurs à ceux offerts par les autres preneurs. Cette diminution des capitaux apportés au marché monétaire coïncida avec un appel croissant aux banques des industriels qui, après la Libération, devaient réparer les ruines causées par la guerre et l'occupation et moderniser leurs usines. D'autre part, l'incertitude qui pesait sur la monnaie empêchait la formation normale des dépôts bancaires. Ainsi les banques voyaient leurs moyens diminuer alors que leurs besoins s'accroissaient. Cette pénurie de capitaux était évidemment un frein au bon fonctionnement du marché monétaire qui se serait étioilé si la Banque de France et la Caisse des Dépôts et Consignations ne lui avaient apporté sous des formes diverses les capitaux qui lui étaient nécessaires.

En Octobre 1951, la Banque de France ayant décidé de donner aux banques des facultés de pension à huit jours à un taux supérieur de $1\frac{1}{2}\%$ au taux officiel, cette pénalisation contribua à la formation d'un marché régulier d'argent au jour le jour sur effets commerciaux qui avait disparu des habitudes de la place de Paris depuis 1939. Au cours de 1952, se forma également un marché sur pensions à longue échéance sur les effets de vente à crédit.

A partir de cette année, la stabilité de la monnaie aurait dû donner plus de facilité et de souplesse au marché monétaire si une grande spéculation à la baisse du loyer de l'argent n'avait conduit les banques à nour-

rir sur ce marché des quantités importantes de bons du Trésor. Cette spéculation s'étant résorbée en 1955, le marché monétaire a pu, au cours de cette année, reprendre un peu de l'aisance qui lui manquait depuis plus de six ans.

Le tableau ci-dessous (14) donne le montant de l'évolution de deux postes de la situation de la Banque de France qui enregistrent l'aide apportée par la Banque de France au marché monétaire : « Avances à trente jours » et « Effets achetés en France », par rapport à deux autres postes de cette situation : « Billets en circulation », et « Portefeuille effets » :

	au 5 Janvier 1950	au 6 Octobre 1955	pourcentage de variations
en millions de francs			
Avances à trente jours	16.272	12.320	- 24,28%
Effets achetés en France	140.947	233.739	+ 65,83%
Billets en circulation	1.295.210	2.732.629	+ 110,97%
Portefeuille effets	351.660	1.129.368	+ 221,15%

Le poste « Avances à trente jours », en totalité, et le poste « Effets achetés en France », en partie, n'indiquent pas des interventions actives de l'Institut d'émission sur le marché monétaire, mais des recours des banques à l'Institut d'émission qui soutiennent le marché. Les opérations proprement dites d'open market ne figurent actuellement que pour environ le dixième du poste « Effets achetés en France ». Cette remarque étant faite, on constate que l'un des postes où se reflètent les opérations engagées à la Banque de France concernant le marché monétaire, « Avances à trente jours », a diminué de 24 % et que le second poste écrivain des opéra-

(14) J'aurais voulu donner une base de comparaison plus éloignée que le 5 Janvier 1950. Malheureusement cela est impossible, car cette situation est la plus ancienne dont le poste « Portefeuille des effets négociables achetés en France » puisse être comparé à celui des situations actuelles. En effet, avant cette date, les effets publics à moins de 90 jours escomptés par l'Institut d'émission figuraient dans le poste « Portefeuille » tandis que, depuis cette date, ils figurent dans le poste : « Effets négociables achetés en France ».

tions ayant la même origine, « Effets achetés en France », a augmenté de 65 %, alors que le poste « Portefeuille Effets » a progressé de 221 % et le poste « Billets en circulation » de 110 %. Ces simples chiffres montrent que le fonctionnement du marché monétaire n'influence que très modérément la situation de l'Institut d'émission.

7. — SITUATION ACTUELLE DU MARCHÉ.

Les effets sur lesquels le marché travaille sont ceux que j'ai indiqués au paragraphe 5 : Bons du Trésor, billets de la S.N.C.F., effets de commerce, effets de vente à crédit. On peut d'ailleurs se demander pourquoi le marché ne traite pas d'une façon générale les effets de la Caisse Nationale des Marchés de l'Etat et les effets représentant la mobilisation des crédits à moyen terme. La raison en est sans doute que, ces effets étant soumis à des renouvellements, ils connaissent de ce fait une certaine défaveur. Les négociations, c'est-à-dire les achats et les ventes, ne portent que sur les bons du Trésor. Beaucoup de ces négociations sont des opérations d'arbitrages qui ramènent les taux des échéances des bons à leur parité théorique et résorbent les engorgements ou bouchons que diverses circonstances peuvent causer sur la souscription de certaines échéances. Aussi, lorsque le marché croît à un abaissement des taux, les banques souscrivent des sommes considérables qui grossissent l'échéance correspondante des bons ainsi acquis. Pour les autres catégories de papier, les seules opérations traitées sont des pensions au jour le jour, 15 jours, un mois, 3 mois, à préavis et, pour le papier de vente à crédit, six mois, généralement.

Pour les opérations de pensions au jour le jour, le chiffre des opérations sur bons est plus important que celui traité sur les autres papiers. Une situation contraire existe en ce qui concerne les autres pensions.

Actuellement, le marché est bien équilibré et les affaires faciles. Cette aisance est malheureusement due au rapatriement de capitaux français de l'Afrique du Nord.

8. — LA QUESTION DES TAUX.

Un marché monétaire doit en principe travailler à un taux inférieur au taux de la Banque de France, puisqu'il s'agit d'argent au jour le jour et, théoriquement, de placer des excédents de trésorerie, qui, sans ce marché, resteraient sans emploi. Mais pour ce faire, il faut que ce marché ait bien cette physionomie et qu'il ne soit pas utilisé par les banques d'une façon courante pour se procurer les capitaux qui sont nécessaires à leur exploitation. Toute la question des taux de ce marché est dominée par ce changement d'orientation du marché survenu depuis la Libération. Au fond, le marché souffre de l'insuffisance de dépôts des banques sur laquelle je me suis étendu tout au long dans l'article précité paru dans cette revue. Il souffre également de la ponction faite sur ce marché par le Trésor qui, par des émissions de bons dont le montant croît sans cesse, couvre le déficit chronique et sans cesse augmentant du budget de l'Etat.

Pendant l'occupation, le taux du marché monétaire se maintint au-dessous du taux officiel. En 1943, le taux du marché ayant persisté à rester voisin du taux de la Banque de France, cette persistance fut qualifiée d'anormale par certains observateurs du marché qui voulaient voir dans cette situation une raison d'une augmentation du taux officiel de l'escompte — qui n'eut d'ailleurs pas lieu —. Des personnes qualifiées croyaient encore aux règles qui régissaient avant la guerre de 1914 les rapports du taux du marché et de celui de l'Institut d'émission.

En Août 1945, le taux du marché monétaire se tendit et dépassa le taux de la Banque qui était de 1 5/8. La Banque de France intervint sur le marché en offrant de l'argent au jour le jour au taux de 1 3/8. Elle essaya de surveiller l'emploi de ces fonds, car elle ne voulait pas que ceux-ci servent à alimenter une spéculation sur des différences d'intérêts. Aussi se retirait-elle parfois du marché. Elle ne put toutefois tenir très longtemps ces interventions et le taux du marché monétaire recommença à dépasser celui de la Banque de France. Les immenses besoins de capitaux qui étaient nécessaires à l'indu-

strie commencèrent à être pris sur les fonds mis à la disposition du marché monétaire temporairement par suite de circonstances exceptionnelles. A ces demandes s'ajoutaient celles encore plus grandes faites par le Trésor. La Caisse des Marchés, qui recevait en paiement des marchés pris en nantissement des acceptations du Crédit National, offrait ces effets sur le marché, et ces offres massives contribuaient également à déprimer celui-ci.

Il n'est pas douteux que la stabilité monétaire et celle des prix auraient amélioré le marché dès 1952 si, à ce moment, comme je l'ai déjà dit, une grande spéculation sur les bons ne s'était emparée de toutes les banques qui, prévoyant des baisses d'intérêt, achetèrent des quantités importantes de bons qu'elles nourrissent sur le marché monétaire. Cette spéculation s'est résorbée au commencement de 1955, quand la Banque de France eut abaissé son taux à 3 % et que le taux des bons du Trésor eut été également réduit. Les acceptations du Crédit National ayant été supprimées à la même époque, la situation des taux sur le marché monétaire s'est nettement améliorée. Dans la seconde moitié de l'année 1955, les taux se sont tenus en général au-dessous du taux officiel ou égal à celui-ci.

La question du taux du marché monétaire a été soulevée dans le rapport de 1955 de la Banque de France.

« Bien qu'une large part des besoins nouveaux de liquidités ait trouvé sa contrepartie dans l'augmentation des réserves de change, des concours supplémentaires directs ou indirects ont dû être apportés par la Banque au marché monétaire. L'importance des appels de fonds émanant tant des entreprises que du Trésor et des grands services publics a retardé, cette année encore, la formation d'un marché « hors banque » où les échanges de capitaux se pratiqueraient à des taux inférieurs au taux officiel de l'escompte lorsque les trésoreries bancaires seraient momentanément à l'aise »

Ainsi, pour le gouverneur de la Banque de France, les appels de fonds des entreprises, du Trésor et des grands services publics seraient la cause déterminante du loyer élevé

du marché monétaire. Certes, ils jouèrent un rôle primordial dans cette affaire, mais, comme je l'ai plusieurs fois écrit, ils ne furent pas les seuls responsables de cette situation. D'ailleurs, une situation analogue s'était produite plusieurs fois pendant l'entre-deux-guerres, notamment dans la période qui va de 1920 à 1926, et cependant le taux du marché hors banque avait été toujours inférieur à celui du taux officiel. Mais à ce moment le marché était alimenté par les grandes banques, alors que maintenant les grandes banques font leur trésorerie sur le marché. Ce changement d'attitude est sans doute dû pour une large part à une insuffisance des dépôts par rapport aux besoins plus grands que pendant l'entre-deux-guerres. Cette situation a semblé s'améliorer cette année et le taux du marché monétaire s'est aligné autour du taux officiel ; nul doute que si cette amélioration s'accroissait le taux ne descende d'une façon permanente, en dehors des pointes, au-dessous du taux officiel.

Certains esprits estiment que, pour arriver à un taux normal du marché monétaire, il serait nécessaire de supprimer le réescompte à la Banque de France des bons souscrits en compte courant, c'est-à-dire par les banques, n'ayant plus que 90 jours à courir. Cette mesure aurait deux effets : elle rendrait les bons moins attrayants pour les banques et par conséquent empêcherait celles-ci d'entretenir sur le marché monétaire une position de bons qui pèse sur lui et ensuite elle donnerait à la Banque de France de plus grandes possibilités d'intervention sur le marché en supprimant le chiffre important de bons qui se trouvent dans le poste : « Effets achetés en France ». Cette proposition ne peut être considérée que comme une vue de l'esprit sans aucune portée pratique, car il est évident que le Trésor s'oppose à toute mesure qui aurait pour effet de ralentir la souscription de ses bons.

9. — CONCLUSION.

Comme toute les choses humaines, le fonctionnement du marché monétaire a donné lieu à de nombreuses critiques.

Je laisse de côté, naturellement, celles qui lui ont reproché de ne pas assurer la stabilité

de la monnaie. Un marché monétaire est incapable d'assumer un pareil rôle qui est fonction uniquement de la situation économique et politique du pays.

On a reproché au marché monétaire d'être axé sur le placement de la dette flottante, ce qui est en partie vrai, mais ce reproche peut être fait ou adressé aussi aux principaux marchés monétaires étrangers. D'ailleurs tous les perfectionnements qui ont été apportés au marché monétaire pendant l'entre deux guerres, l'ont été en grande partie en vue d'assurer et de favoriser un large marché des bons du Trésor. De plus, on ne voit pas très bien les raisons de cette critique, et les opérations sur bons n'ont pas empêché, comme je l'ai déjà indiqué au paragraphe 7, de traiter un chiffre important d'opérations sur effets privés. Plus vrai est le reproche qui lui a été fait de favoriser les spéculations des banques sur les variations des taux de bons ce qui amène un renchérissement des taux du marché, mais je me suis expliqué à ce sujet dans les paragraphes précédents. Certains ont prétendu que le marché fonctionnait mal par suite des planchers et plafonds imposés aux banques et que ces contraintes devaient être abolies afin de lui rendre sa liberté. Vues utopiques s'il en fût. Les plafonds et les planchers sont les armes dont dispose la Direction du Crédit pour le contrôle du crédit, et l'on ne voit pas très bien à l'heure actuelle comment les autorités monétaires

pourraient les abandonner et par quoi elles les remplaceraient. Enfin, on a critiqué les interventions de la Banque de France sur le marché, en les qualifiant de timides et inopérantes, mais l'open market n'a pas été institué pour permettre aux banques de prendre des positions imprudentes, même sur les bons, et pour aider celles-ci à les dénouer au mieux de leurs intérêts ; il est salutaire pour la bonne santé du marché que de telles spéculations puissent entraîner des pertes. Certes, il serait préférable que l'open market soit relevé des opérations passives qu'il assume ; cela lui donnerait une plus grande puissance d'action et lui permettrait des interventions plus efficaces, mais cela ne pourrait se faire, comme je l'ai déjà dit, qu'au détriment des bons du Trésor et par conséquent il est impensable que ces modifications aient lieu d'ici longtemps.

Le marché monétaire n'est pas un marché en vase clos ne dépendant que de facteurs qui lui sont propres et sur lesquels on puisse agir sans influencer d'autres branches de la vie du pays. Il est subordonné à la politique financière et monétaire de la nation dont les moindres manifestations peuvent avoir une influence sur lui.

Tout bien pesé et étant donné les impératifs qui le dominent, je suis amené à conclure que le marché monétaire français fonctionne d'une façon satisfaisante.

PIERRE CAUBOUÉ