

Les taux d'intérêt en France

Comme dans la plupart des pays modernes, la structure des taux d'intérêt est, en France, relativement complexe. Certes elle résulte, en grande partie, des conditions dans lesquelles sont directement confrontées les offres et les demandes de capitaux émanant des divers agents économiques : entreprises industrielles, commerciales ou agricoles, Trésor public, consommateurs et épargnants. Mais l'intervention de nombreuses institutions financières donne des traits particuliers à la fixation des taux ; en outre, les pouvoirs publics et les autorités monétaires exercent une action globale ou des actions discriminatoires qui soumettent, directement ou indirectement, la formation des taux à certaines orientations.

Si les taux d'intérêt s'établissent dans des conditions différentes, sur les marchés de fonds à court terme et sur les marchés de fonds à long terme, les rapprochements des offres et des demandes de capitaux n'en sont pas moins soumis, dans l'ensemble, à des influences générales tenant aux données fondamentales de l'économie et des finances françaises ou aux objectifs des pouvoirs publics et des autorités monétaires.

1. Les données de base et les objectifs en matière de taux d'intérêt.

A - *Les données fondamentales dans les domaines économique et financier.*

Les données qui commandent la formation et la structure des taux d'intérêt se rapportent aux conditions dans lesquelles tend à s'établir l'équilibre économique, aux procédés financiers utilisés par le gouvernement, aux méthodes de réglementation qui s'appliquent à la distribution du crédit et aux opérations de change.

1. Conditions de l'équilibre économique.

a) *Besoins d'investissements et élévation du niveau de vie.* - Plus peut-être que la plupart des autres pays industriels car elle avait pris du retard au cours des années qui ont suivi la crise économique de 1930, la France éprouve des besoins d'investissements importants qui posent des problèmes de financement d'autant plus aigus que la population aspire à une amélioration constante de son niveau de vie. L'insuffisance de l'épargne volontaire est peut-être rendue encore plus sensible par le développement des systèmes d'assurance par répartition; de ce fait, l'économie française se trouve privée de la masse de placements que lui aurait valu une extension plus grande des systèmes par capitalisation. Il s'ensuit que l'adaptation de l'épargne aux investissements se heurte, de façon presque permanente, à de sérieuses difficultés.

b) *Evolution des prix.* - L'économie française a été soumise le plus souvent à des tensions très vives qui se sont manifestées notamment par les revendications des salariés, la tendance affirmée des particuliers à accroître leurs dépenses de consommation, et le maintien des charges publiques à un niveau élevé. C'est pourquoi, elle n'a pu généralement poursuivre son développement que par des hausses plus ou moins rapides de prix.

Ces hausses de prix qui sont la conséquence même des difficultés à surmonter dans le financement des investissements aggravent le problème en mettant obstacle à une formation régulière et suffisante de l'épargne. Elles diminuent ou suppriment même l'attrait des placements dont les revenus nominaux sont fixes; elles ont marqué ainsi profondément le comportement des épargnants à l'égard des diverses formes de placements.

Toutefois, les exigences du prêteur n'ont jamais été suffisantes pour compenser les conséquences de la dépréciation monétaire. Quant à l'emprunteur, s'il a presque toujours bénéficié après coup d'un allègement de sa dette, il a constamment tendance à estimer trop cher le coût du crédit.

2. Intervention de l'Etat dans le financement de l'économie.

La nécessité de favoriser le développement harmonieux de l'économie du pays a conduit l'Etat à intervenir directement dans le financement des investissements considérés comme indispensables,

lorsque les risques ou le coût élevé de l'opération sont tels que les initiatives individuelles ne suffisent pas à en assurer la réalisation. Le souci d'alimenter régulièrement la trésorerie publique a incité, de plus, le Ministère des Finances à prévoir des dispositions fiscales avantageuses pour les porteurs ou les souscripteurs de titres d'emprunt public.

a) *Action directe de l'Etat dans le financement des investissements.* - Les besoins d'investissements se sont tout d'abord fait jour au lendemain de la guerre, lorsqu'il a fallu faire face aux nécessités de la reconstruction; ils se sont maintenus par la suite en raison des nécessités de la modernisation et du développement de l'économie qui ont conduit les pouvoirs publics à participer directement au financement des investissements, à l'aide de prêts ou même de subventions.

Les prêts sont accordés par le Trésor au titre du Fonds de Développement Economique et Social dans des conditions de coût et de durée plus favorables que celles qui se rencontrent ordinairement sur les marchés de capitaux. Ils sont financés par diverses sources de trésorerie: fonds d'épargne, placements de bons à court ou à moyen terme, et éventuellement émissions de titres d'emprunt à long terme.

Ainsi, les finances publiques exercent une influence à la fois sur les demandes et sur les offres de capitaux et, par voie de conséquence, sur la formation des taux d'intérêt. Dans le financement des investissements de l'ensemble des entreprises, les concours sur fonds publics interviennent pour des montants qui représentent, en ordre de grandeur, un peu plus que les quatre cinquièmes des apports du marché financier. Dans une large mesure, ils favorisent une affectation de l'épargne à court terme à des emplois à long terme.

b) *Dispositions fiscales.* - La nécessité prolongée dans laquelle s'est trouvé placé le Trésor public de se procurer des disponibilités abondantes l'a incité à maintenir de larges exonérations fiscales au bénéfice des porteurs ou des souscripteurs de titres d'emprunt public.

Ces exemptions ont une origine très lointaine puisqu'on en trouve des exemples dès le début du XIX^{ème} siècle. Elles exercent des incidences complexes sur l'orientation des offres de capitaux et des placements car elles portent sur des impôts dont le taux s'accroît avec

l'importance des revenus. De ce fait, la comparaison des taux effectifs de rendement, qui peuvent être obtenus sur les marchés de capitaux, conduit à des conclusions différentes selon les catégories de revenus dans lesquelles se rangent les contribuables. En d'autres termes, un placement obligataire peut être plus rémunérateur que la souscription d'un bon du Trésor dans le cas d'une tranche déterminée de revenus; il peut être au contraire, nettement moins rémunérateur pour une tranche plus élevée.

3 - Influences des méthodes de réglementations.

Les dispositions en vigueur, tant dans le domaine du crédit que dans le domaine des changes, exercent également des incidences sur l'équilibre et la formation des taux d'intérêt.

a) *Mesures de contrôle du crédit.* - Depuis une quinzaine d'années, la France, comme d'ailleurs l'ensemble des pays industriels modernes, a perfectionné ses méthodes de contrôle du crédit. On sait que, tout au long de la période d'application des systèmes monétaires fondés sur l'or, et même jusqu'à la deuxième guerre mondiale, l'essentiel des méthodes en usage dans ce domaine consistait à agir sur les taux d'intérêt au moyen de variations du taux d'escompte de la Banque d'émission. Pour combattre les poussées d'inflation, une telle méthode n'était pas aussi dépourvue d'efficacité qu'on le prétend généralement; mais sa mise en oeuvre aurait exigé parfois la fixation des taux à des niveaux tellement élevés que les autorités compétentes reculaient devant de pareilles décisions. Cependant, la période d'entre les deux guerres fournit de nombreux exemples dans lesquels la monnaie et les finances de divers pays ont été remises en ordre par l'application de taux d'escompte dépassant 10%, ce qui avait évidemment pour conséquence un coût extrêmement élevé des crédits à court terme et même, du moins momentanément, des prêts de toutes catégories.

Mais de telles méthodes, purement globales dans leur conception et très brutales dans leur application, risquent, en donnant la priorité aux seules préoccupations monétaires, de s'accompagner d'un brusque recul de l'économie, que l'on considérerait comme peu supportable aujourd'hui, même s'il devait être momentané.

C'est pourquoi les moyens d'action monétaires se sont doublés de dispositions quantitatives et qualitatives dans le domaine du crédit; ces dispositions exercent une influence sur la formation des taux d'in-

térêt, directe lorsqu'elles fixent certains d'entre eux par voie d'autorité, indirecte lorsqu'elles agissent sur l'offre de crédit, ou qu'elles orientent la distribution des concours financiers dans certaines directions plus largement que dans d'autres.

b) *Contrôle des changes.* - Bien qu'il se soit largement assoupli, en France comme dans la quasi-totalité des pays de l'Europe occidentale, le contrôle des changes a apporté longtemps, aux mouvements de capitaux avec l'étranger, certaines restrictions qui avaient pour effet de soustraire partiellement, aux influences extérieures, la formation des taux d'intérêt. C'est ainsi que les différences de taux constatées entre les places françaises et les places étrangères pouvaient s'expliquer non seulement par les diverses conditions dans lesquelles se présentaient, sur chacune d'elles, les demandes et les offres de capitaux, mais aussi par les obstacles qui, en entravant la circulation des fonds, se dressaient devant la confrontation des offres et des demandes émanant de pays différents. Aujourd'hui, du fait des mesures libérales intervenues progressivement, le marché français se trouve beaucoup plus largement en contact avec les places étrangères, non seulement dans le domaine des capitaux à long terme, mais aussi dans celui des opérations à court terme.

B - Les objectifs économiques et monétaires des pouvoirs publics.

Dans leur politique économique et financière, les pouvoirs publics, secondés par les autorités monétaires, déterminent, d'une part, des objectifs généraux s'appliquant à la monnaie et aux taux d'intérêt, d'autre part, des objectifs spécifiques entraînant des discriminations, dans les conditions du crédit, à des fins essentiellement sociales ou économiques.

1. Objectifs généraux.

a) *Stabilité monétaire et expansion économique.* - Si la règle de conduite des pouvoirs publics est simple dans son principe, son application est complexe: l'expansion économique doit, en effet, s'accompagner, pour être durable, de la stabilité monétaire assurée sous ses deux aspects, maintien des prix à des niveaux stables, équilibre de la balance des paiements. La recherche de tels objectifs conduit à favoriser non seulement l'amélioration des conditions de vie offertes

à la population, mais aussi le financement des investissements propres à accroître la capacité de production du pays et à développer la productivité. Les autorités monétaires en viennent ainsi à mener une politique difficile qui, dans une certaine mesure, tend à stimuler l'équipement et la construction immobilière en devançant la formation de l'épargne.

Les procédés mis en oeuvre, pour financer des investissements au moyen du crédit, ont pour conséquence de modifier les conditions dans lesquelles sont confrontées les offres et les demandes de capitaux et de susciter la fixation de taux d'intérêt à des niveaux inférieurs à ceux qui résulteraient du fonctionnement d'un marché où seules viendraient s'offrir les ressources provenant de l'épargne volontaire.

b) *Recherche de taux d'intérêt relativement modérés.* - L'économie française éprouve, depuis une vingtaine d'années, un manque de capitaux chronique et grave, non pas d'ailleurs que les vertus d'épargne de la population française aient soudainement disparu, mais parce que les objectifs du pays sont ambitieux dans les domaines économique et social. Dans le même temps, de lourdes charges d'ordre politique n'ont cessé d'incomber à la France et d'absorber une large part du produit national. Pour faire face à l'ensemble des besoins de capitaux, l'épargne a été d'autant plus insuffisante que le suremploi, et les élévations de rémunération qui en résultaient, favorisaient le développement de la consommation. De plus, les tensions inflationnistes rendaient incertains et peu attrayants les placements à long terme.

Tous ces facteurs conjugués avaient pour conséquence une tendance très forte à l'élévation des taux d'intérêt, tendance jugée dangereuse à plus d'un titre: elle risquait de mettre obstacle à la constitution des investissements économiques indispensables, ou au développement de la construction immobilière, et de rendre difficile la position des entreprises dans les confrontations internationales. C'est pourquoi, s'est développée, de façon continue et plus ou moins apparente, une politique, sinon d'argent bon marché, du moins d'argent moins cher, mettant en pratique des taux d'intérêt inférieurs à ceux qu'aurait suscités le libre jeu des offres et des demandes de capitaux. La recherche d'un élargissement du marché des capitaux a entraîné, à certaines époques, de fortes pressions sur les mécanismes de création monétaire par différents canaux publics ou privés; elle peut ainsi, au-delà de certaines limites, susciter des tendances infla-

tionnistes et dépasser son but en provoquant de nouvelles tensions sur les taux; aussi l'action poursuivie est-elle particulièrement délicate et ne peut-elle donner des résultats satisfaisants que si elle s'insère dans une politique financière d'ensemble suffisamment rigoureuse.

c) *Souci d'harmonisation des marchés de capitaux à court ou à long terme.* - La complexité des conditions dans lesquelles réagissent entre eux les divers compartiments de marchés de capitaux rend malaisée l'harmonisation parfaite des taux pratiqués sur les marchés de capitaux à court terme ou à long terme.

Toutefois, des efforts ont été poursuivis par les pouvoirs publics pour tendre à cette harmonisation, mais ils se heurtent à un certain nombre de difficultés tenant, d'une part, au fait que l'empirisme et la nécessité de résoudre sans délai des problèmes urgents et instantanés ont souvent prévalu, d'autre part, à la diversité et à la complexité des objectifs sociaux et économiques qui ont justifié des actions spécifiques.

2. Objectifs spécifiques.

Indépendamment des mesures d'ordre général qu'ils ont prises en vue d'agir directement ou indirectement sur les taux d'intérêt, les pouvoirs publics ont établi des discriminations dans le coût de l'argent, pour des motifs d'ordre social, économique ou régional.

a) *Aspect social.* - Un large secteur d'activité, qui doit en grande partie son développement aux mesures prises pour abaisser les conditions de l'endettement, est constitué par la construction immobilière, dans la mesure où celle-ci ne dépasse pas certaines normes.

La France s'est trouvée, en effet, placée au lendemain des hostilités devant une grave pénurie de logements dont les origines remontent à la période d'entre les deux guerres et qui, bien qu'atténuée, n'a pas encore disparu en raison des facteurs divers, notamment le développement démographique et les mouvements de concentration urbaine. Il est apparu que seule une politique favorisant largement l'accession à la propriété permettrait une expansion satisfaisante de la construction; et pour rendre cette politique socialement supportable, il est également apparu qu'elle devait s'appuyer sur une distribution des prêts à des taux abaissés systématiquement par un système de bonifications et demeurant à l'abri des fluctuations du marché de l'argent.

Un autre secteur qui fait l'objet de dispositions spéciales est celui des ventes à tempérament. Les pouvoirs publics ont considéré, en

effet, qu'en cette matière l'emprunteur devait être protégé car l'expérience a maintes fois montré que la concurrence entre établissements prêteurs ne suffit pas à comprimer les taux mis en pratique. C'est pourquoi le Conseil National du Crédit exerce une surveillance particulière dans ce domaine en s'attachant à rendre plus clairs, pour le public, les tarifs proposés et à écarter les conditions exagérément élevées.

b) *Aspect économique.* - Le financement des ventes à l'étranger pose de délicats problèmes en raison des méthodes généralement admises dans les relations commerciales internationales et du fait de la nécessité où se trouvent de nombreux acheteurs étrangers d'obtenir des crédits relativement longs. De plus, les pouvoirs publics ont dû déployer de larges efforts pour stimuler la volonté d'exportation qui — à l'inverse de ce que l'on constate dans d'autres pays industriels — faisait très souvent défaut dans les traditions et les dispositions d'esprit des entreprises françaises.

Pour ces diverses raisons, l'exportation a bénéficié de conditions de financement moins onéreuses que la plupart des autres activités, conditions accordées et maintenues notamment par l'application d'un taux d'escompte préférentiel de la Banque de France.

De même, les crédits d'équipement qui correspondent à des opérations favorables à la réalisation des objectifs du Plan peuvent être accordés dans des conditions plus avantageuses que celles qui se rencontreraient sur le marché financier. Les procédés utilisés font intervenir la distribution de crédits à moyen terme mobilisables ou les opérations du Fonds de Développement Economique et Social.

c) *Aspect régional.* - Devant la nécessité d'améliorer la répartition géographique des activités économiques françaises, et d'éviter ainsi que l'écart ne grandisse, sous l'angle du niveau de vie et de l'expansion, entre les régions les plus développées et les régions moins favorisées, les pouvoirs publics ont pris des mesures facilitant les installations d'usines dans des villes où une partie de la main-d'oeuvre risquait d'être insuffisamment employée. Cette politique a pour objet d'offrir, aux entreprises, une compensation aux suppléments de dépenses occasionnées par de telles installations et même de les inciter au dépaysement; elle consiste à alléger le coût des investissements nouveaux par des subventions, par des prêts sur fonds publics à des conditions avantageuses, ou encore — mais ce procédé tend à disparaître — par des bonifications d'intérêt.

C - *Les différents marchés: particularités et possibilités de communication.*

Si l'on envisage les différentes catégories de capitaux, on constate naturellement que chaque marché offre ses caractéristiques propres et que les taux d'intérêt se forment dans des conditions particulières à chaque compartiment. Il est bien évident que la présente étude ne saurait être exhaustive; elle a pour objet de tracer les traits essentiels.

Le marché de l'argent à court terme fait largement appel au pouvoir de création monétaire des banques. Ce qui ne signifie d'ailleurs pas que chaque concours bancaire entraîne un supplément de monnaie puisque, dans le même temps, des crédits précédemment accordés sont remboursés. On sait, néanmoins, que la masse monétaire a rapidement progressé en France, traduisant ainsi une extension importante de l'offre de capitaux à court terme.

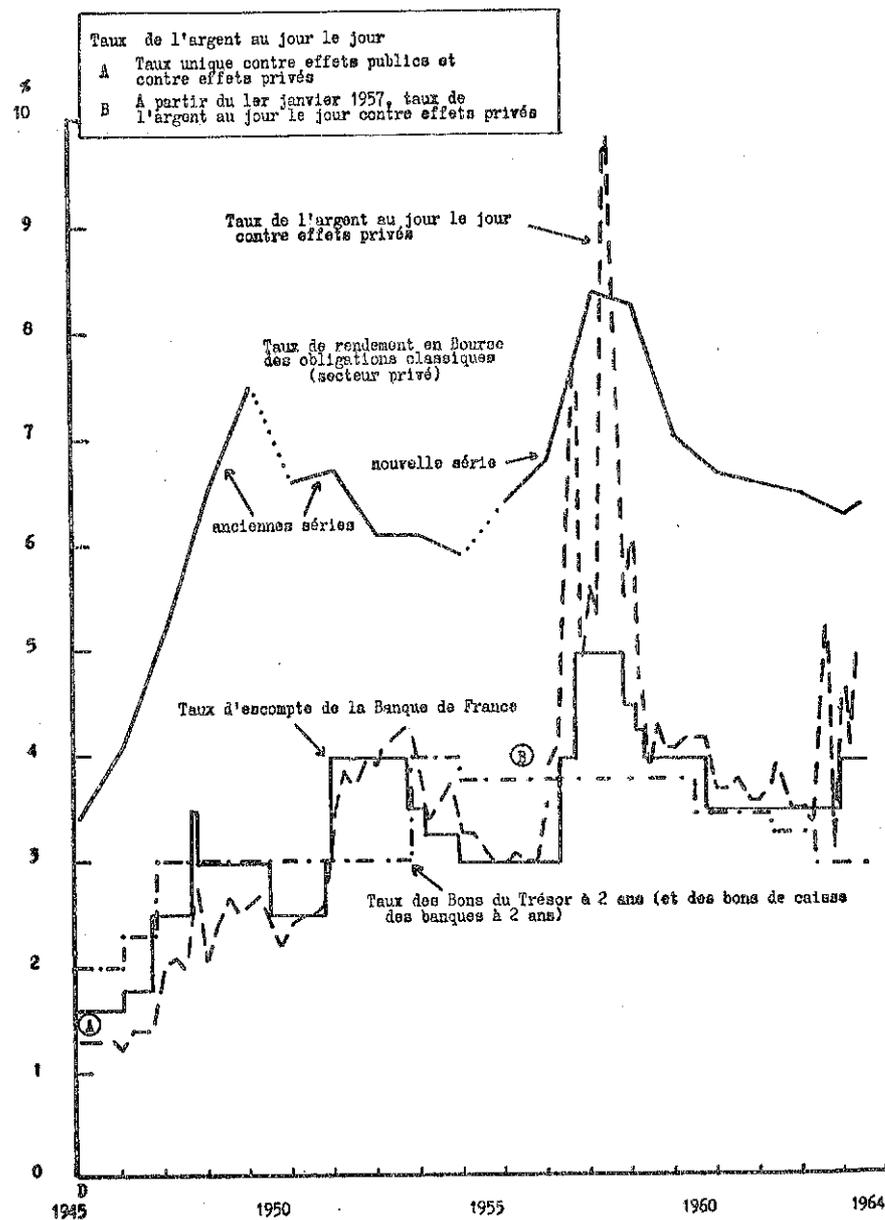
Entre ce marché et le marché des capitaux à long terme auquel s'adresse l'épargne, et qui finance directement les investissements, se situent, d'une part, le mécanisme des crédits à moyen terme qui, selon des procédés divers, peut lui aussi susciter la création de nouveaux moyens de paiement, d'autre part, les procédés utilisés pour affecter l'épargne à court terme aux financements à long terme.

Pour plusieurs raisons, des possibilités de communication existent ou des influences réciproques s'exercent entre ces différents marchés.

Tout d'abord, l'unité de trésorerie des entreprises a pour conséquence que le crédit à court terme peut, en certaines circonstances, contribuer au financement des investissements. Cela ne signifie pas que les concours bancaires à court terme soient affectés directement au financement d'équipements; mais du fait que les entreprises ont la faculté de réduire la part de leurs fonds de roulement financés sur leurs ressources propres, en recourant davantage aux crédits à court terme, il en résulte que des investissements nouveaux peuvent être réalisés grâce à l'accroissement de ces crédits.

En outre, par suite du développement des fonds qu'elles recueillent, les institutions financières sont en mesure de pratiquer des opérations à long terme en emploi d'épargnes qui demeurent disponibles pour chacun des détenteurs. De même, l'institution du crédit à moyen terme mobilisable permet d'assurer, en contrepartie de ressources à vue ou à court terme, des emplois plus longs.

TAUX EN FRANCE



Ainsi, de nombreuses communications peuvent-elles s'établir parmi les différentes catégories de marchés, puisque de larges possibilités de choix sont offertes aux emprunteurs entre divers procédés de financement, et aux prêteurs entre diverses formes de placements. De tout ceci, il résulte que les distorsions entre les taux respectivement pratiqués sur chaque marché particulier ne peuvent excéder certaines limites.

Dans un domaine tout à fait à part, fonctionne le marché monétaire, au sens strict du mot, qui présente sa physionomie propre et dont le comportement peut différer de celui des autres marchés de capitaux, notamment du marché de l'argent à court terme.

II. Les taux d'intérêt sur les marchés de capitaux à court terme.

En ce qui concerne les marchés de capitaux à court terme il convient de faire, en effet, une distinction qui, en dépit de son extrême importance, est souvent négligée. Il existe deux marchés totalement différents, l'un portant sur les diverses formes de moyens de paiement (monnaie scripturale ou billets de banque), l'autre portant exclusivement sur les liquidités en compte à la Banque centrale. Sur le premier (le marché de l'argent à court terme) sont confrontées les offres ou les demandes qui émanent des particuliers et des entreprises, des banques ou des institutions financières diverses et du Trésor public. Le second (le marché monétaire au sens strict) n'est ouvert qu'aux organismes entretenant des relations directes avec la Banque centrale: banques, institutions financières diverses, Trésor public. Les taux d'intérêt pratiqués sur ces deux catégories de marchés sont soumis à des influences très différentes.

A - Le marché de l'argent à court terme.

1. Réglementation et pratique.

Ici encore une donnée de fait est trop souvent méconnue. Il n'y a pas en France, ni dans la plupart des pays industriels modernes, d'organisation d'ensemble, permettant le développement d'un large marché où entreprises et particuliers seraient en mesure de prêter aisément, sans intermédiaire, de l'argent à court terme à d'autres

entreprises ou d'autres particuliers. Certes, par le procédé des lettres de change, les fournisseurs accordent fréquemment des délais de paiement à leurs clients, mais ce sont là des opérations motivées par des relations commerciales, qui n'exercent qu'une action indirecte sur les offres ou les demandes de capitaux.

Dans le domaine du marché de l'argent à court terme, la formation des taux d'intérêt et les règles mises en application diffèrent suivant qu'elles mettent en cause, ou non, les possibilités de création monétaire.

a) *Le coût de la création monétaire pour les emprunteurs et la rémunération des dépôts bancaires.* - Les taux d'intérêt pratiqués par les banques sont, en France, soumis à des règles relativement strictes, qu'il s'agisse du coût des concours bancaires ou de la rémunération des comptes créditeurs.

1) Selon que le *crédit bancaire* est distribué au profit du Trésor ou au profit des particuliers et entreprises, son *coût* obéit à des règles et des influences très différentes.

Les banques apportent leurs concours au *Trésor public* au moyen de souscriptions de bons du Trésor à court terme inscrits en compte courant. Jusqu'à une date récente, ces souscriptions étaient reçues en permanence et à taux fixe. La rémunération attachée aux bons dépendait ainsi entièrement de l'emprunteur, et elle s'établissait — pour les bons à deux ans qui étaient les plus répandus — un peu en-dessous du taux d'escompte de la Banque de France. Sans doute, les banques étaient tenues, par la règle des portefeuilles minimums de valeurs du Trésor, de conserver une quantité déterminée de bons, quel qu'en fût le rendement; mais le double souci de ne pas imposer aux banques un emploi de rentabilité insuffisante et même de susciter, de leur part, des souscriptions au-delà des quantités requises, incitait à fixer les rémunérations à des niveaux suffisamment élevés.

En vue d'assouplir un régime qui soulevait de nombreuses critiques, le Trésor a institué, en avril 1963, une procédure d'émission de bons par adjudication au profit des banques et de divers autres organismes financiers. La réforme a été complétée, le 22 janvier 1964, par la dissociation des modalités d'émission en deux procédures distinctes:

— les bons destinés à constituer les portefeuilles minimums obligatoires — appelés certificats de trésorerie — sont assortis d'un

taux d'intérêt fixe, actuellement de 3 1/8% pour les bons à 2 ans, alors que le taux officiel de l'escompte est de 4%;

— le taux d'intérêt des bons souscrits librement résulte des propositions faites par les banques au cours d'adjudications périodiques, le Trésor se réservant toutefois la faculté de refuser toute attribution si les taux proposés lui paraissent excessifs. Les premières adjudications effectuées sous ce nouveau régime ont porté le taux d'intérêt des bons « libres » aux environs de 3 1/2%.

Les taux d'intérêt appliqués dans le domaine des concours bancaires *aux entreprises et aux particuliers* sont soumis à des règles édictées par le Conseil National du Crédit, qui ont pour objet d'harmoniser les conditions des prêts, selon leur nature, tout en laissant aux banques le soin d'apprécier les risques assumés dans chaque cas. Pour la plupart des opérations, en effet, les prescriptions indiquent des taux minimums généralement calculés en fonction du taux officiel de l'escompte; le banquier garde toute latitude, dans la mesure où la concurrence le lui permet, d'appliquer des taux plus élevés. Depuis l'origine, en 1947, l'action du Conseil National du Crédit a tendu à réduire, progressivement, l'écart existant entre les conditions minimums et le taux de l'escompte de la Banque de France. Dans une première phase, les commissions qui s'ajoutaient à ce taux ont été réduites. Puis, à partir de 1959, les liens existant entre le taux officiel de l'escompte et le taux de base des conditions de banque ont été distendus. Actuellement, par une décision prise en novembre 1963, le taux de base coïncide avec le taux de l'escompte lorsque ce dernier atteint 3,5%. En deçà ou au-delà de ce niveau, le taux de base ne supporte que la moitié des variations du taux de l'escompte.

Certaines catégories de crédit sont soumises à des régimes spéciaux. En ce qui concerne la mobilisation des créances nées à l'exportation, par exemple, le taux minimum retenu varie en fonction du taux d'escompte appliqué par la Banque de France pour ces opérations. En revanche, pour les opérations qui ont trait au financement des ventes à tempérament, les tarifs pratiqués sont subordonnés à l'homologation du Conseil National du Crédit.

2) *La rémunération des comptes créditeurs* en banque est soumise elle aussi à des règles relativement sévères, dont la stricte observation n'est d'ailleurs pas sans soulever quelques difficultés. Ces règles consistent en la fixation de taux d'intérêt maximums qui diffèrent suivant le degré d'exigibilité ou l'importance des dépôts bancaires;

faibles pour les dépôts à vue, les taux sont naturellement d'autant plus élevés que le terme du dépôt est plus lointain.

Le versement d'intérêts aux titulaires de dépôts bancaires — il convient de le souligner — n'a pas tant pour objet d'attirer, dans le circuit bancaire lui-même, des fonds provenant de sources diverses que de maintenir, dans la gestion des banques, les moyens de paiement créés par celles-ci au moyen des octrois de crédit ou des achats de devises. Aussi considère-t-on qu'il doit être moins élevé que celui qui est prévu pour les dépôts gérés par d'autres institutions. Pour les dépôts à vue le maximum prescrit varie de 1/2% à 1 1/8% l'an, selon les cas.

b) *Les taux d'intérêt des placements et des emplois de l'épargne liquide ou à court terme.*

1) *Placements.* - Les placements disponibles à vue ou à court terme, effectués par les particuliers ou les entreprises, sont recueillis ou gérés soit par le Trésor public, soit par diverses institutions financières, caisses d'épargne notamment, soit par les banques.

Le Trésor émet à guichets ouverts, c'est-à-dire sans limite et de façon permanente, des bons à court terme sur formule, réservés aux particuliers et aux entreprises (par opposition aux bons en comptes courants, destinés aux banques et aux institutions financières). Selon leurs catégories, la durée de ces bons peut atteindre cinq ans et les intérêts offerts s'échelonnent de 1,20% à 4,05% l'an et sont exonérés de tout impôt. L'ensemble des bons émis représente environ le tiers des placements à vue ou à court terme.

Les caisses d'épargne reçoivent des dépôts qui peuvent être retirés à vue, sauf dans des circonstances exceptionnelles prévues statutairement, et dont le montant individuel ne peut excéder 15.000 F. L'ensemble de ces dépôts représente un peu moins de la moitié de l'épargne liquide ou semi-liquide. Les intérêts, fixés par les pouvoirs publics, atteignent, sans subir de taxes, les taux de 3% ou de 2,80% selon les catégories de caisses; toutefois, au-delà d'un montant annuel de 300 F ou de 280 F suivant les cas, les intérêts subissent une réduction.

Les banques assurent leur part dans la gestion de l'épargne en émettant des bons de caisse et en ouvrant des comptes de dépôts à échéance fixe; la durée des bons de caisse est au minimum de 6 mois et au plus de 2 ou 5 ans, selon les catégories de banques; de même, celle des comptes à terme peut varier de 2 mois à 2 ans pour les

banques de dépôts, ou 5 ans pour les établissements appartenant aux autres catégories. Les taux sont limités par le Conseil National du Crédit, en fonction des taux pratiqués pour les autres sortes de placements. Les maximums prescrits atteignent 3 7/8% l'an pour les dépôts à 5 ans. Les clients des banques peuvent aussi se faire ouvrir des « comptes spéciaux » soumis aux mêmes plafonds que les livrets de caisses d'épargne mais dont le taux d'intérêt est moins élevé (2,30% lorsque les fonds sont restés stables pendant 6 mois).

2) *Emplois.* - Les fonds d'épargne à vue ou à court terme sont réemployés, tout d'abord, par les organismes appelés à les gérer, en opérations de trésorerie: souscriptions de bons à court terme, dépôts en compte au Trésor, réescompte d'effets représentatifs des crédits à moyen terme. Mais, pour la plus large part, ils sont affectés à la distribution de prêts à moyen ou à long terme, accordés aux entreprises et aux particuliers, ou aux collectivités publiques, à des taux d'intérêt intermédiaires entre ceux des marchés de capitaux à court terme et ceux des marchés de capitaux à long terme.

Le Trésor public participe lui-même à de telles affectations dans la mesure où les prêts du Fonds de Développement Economique et Social trouvent leur contrepartie dans les dépôts reçus du public ou dans le produit des émissions de bons du Trésor. On peut estimer qu'en 1963 le taux moyen pondéré des prêts distribués sur fonds publics — qui ont représenté un peu moins du tiers de l'endettement à long terme de l'économie enregistré dans l'année — a été de 3,75%.

Parmi les institutions financières, c'est la Caisse des Dépôts et Consignations qui procède le plus largement à la transformation de ressources à vue ou à court terme en placements à moyen et long terme (dans la proportion de 80% environ). Non seulement la Caisse détient un important portefeuille de valeurs mobilières, constitué surtout de titres à revenu fixe, mais elle participe au financement d'investissements industriels ou agricoles, à la construction de logements, à des prêts aux collectivités locales. C'est cette politique de placements à long terme qui permet à la Caisse des Dépôts d'accorder aux caisses d'épargne des intérêts relativement élevés, puisque ceux-ci rémunèrent des dépôts disponibles à vue.

On peut considérer que les dépôts à terme gérés par les banques ont, de même, pour contrepartie, des emplois réalisés à terme plus ou moins éloigné suivant les catégories d'établissements, justifiant ainsi le rendement des fonds maintenus en dépôt.

2. Conditions de la fixation ou de la formation des taux d'intérêt.

a) *Fondements de l'attitude des pouvoirs publics.* - Le marché de l'argent à court terme est profondément marqué par la longue tradition des besoins du Trésor public et par le souci des autorités monétaires de discipliner la profession bancaire.

En ce qui concerne le premier point, c'est, à la fois, la préoccupation quasi permanente d'alimenter le Trésor, dont les charges de toute nature dépassaient largement les recettes fiscales et domaniales, et le soin d'éviter le plus possible les recours aux avances de la Banque d'émission, qui ont suscité le système des émissions de bons du Trésor à guichets ouverts et provoqué l'application d'intérêts d'autant plus attractifs que ceux-ci bénéficient d'exonérations fiscales.

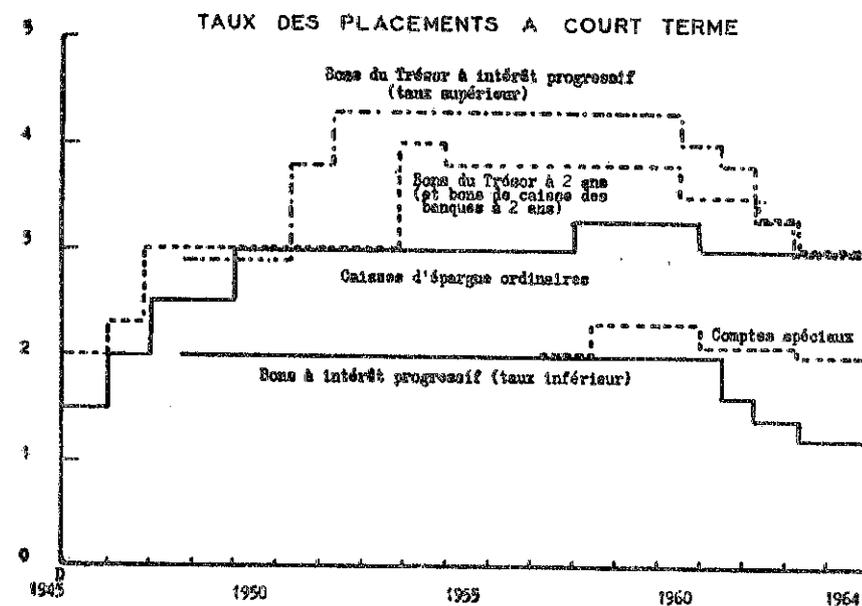
Quant au souci de discipliner la profession bancaire, il répond à un double objet. Il s'agit, tout d'abord, d'éviter que l'âpreté de la concurrence ne conduise à des surenchères dangereuses, en provoquant des rémunérations de ressources élevées ou des conditions de crédit réduites, telles que l'exploitation des banques, et par voie de conséquence la sécurité des fonds du public, ne soient compromises; ainsi cherche-t-on à écarter des défaillances analogues à celles qui se sont produites, dans la gestion de plusieurs établissements, au cours des années 1930 à 1935. Il s'agit d'éviter, à l'inverse, que les banques ne concluent des ententes, plus ou moins occultes, qui auraient pour effet de soustraire totalement, à l'action des pouvoirs publics, la formation des taux d'intérêt sur le marché de l'argent à court terme.

La question a été souvent posée de déterminer si la politique du Conseil National du Crédit a suscité une élévation ou un abaissement du coût du crédit. A priori, on pourrait estimer que la tendance à l'élévation a prédominé puisque la réglementation en vigueur, qui fixe des minimums aux conditions des escomptes et des avances, offre un aspect apparemment corporatif. Mais un examen plus approfondi conduit à des conclusions différentes. Tout d'abord, l'existence même des tarifs arrêtés par le Conseil National du Crédit — dont nous rappelons que l'action a constamment tendu à la baisse de ces tarifs — permet aux entreprises de discuter les conditions qui leur sont faites en meilleure connaissance de cause; ensuite, la rémunération des comptes créditeurs étant elle-même limitée, les banques se trouvent en mesure d'appliquer des taux favorables à

leur clientèle sans compromettre leurs résultats d'exploitation. Enfin, à la lumière de ces diverses constatations et d'expériences passées ou étrangères, on peut penser que des ententes incontrôlées auraient, sans nul doute, abouti à des conditions plus élevées.

Aussi, paraît-il certain, en définitive, que la réglementation du Conseil National du Crédit a favorisé un abaissement du coût du crédit.

b) *Facteurs dominants des dernières années.* - En dehors des facteurs généraux exposés plus haut, le marché de l'argent à court terme a subi des influences particulières liées à la conjoncture financière et monétaire.



Depuis le début de 1959, c'est-à-dire après que des mesures de redressement monétaire et financier aient été prises par les pouvoirs publics, le fait marquant a été la réapparition puis le développement des réserves en or et devises dans les contreparties de la création des moyens de paiement. Ces réserves sont ainsi passées d'un solde net à peu près nul, à la fin de 1958, à une contrevaletur de près de 25 milliards de francs à la fin de 1963. Un tel afflux aurait pu provoquer une détente prononcée sur les autres appels à la création monétaire, et susciter notamment un recul des demandes de crédits

bancaires. De tels effets de compensation se sont maintes fois produits dans le passé.

Mais un autre facteur, aussi significatif et qu'on aurait tort de mésestimer, a exercé une action extrêmement importante; il s'agit du développement des besoins d'encaisses du public. En raison du rétablissement de la confiance dans le franc, du moins dans le proche avenir, les encaisses inactives, qui avaient presque totalement disparu au cours des années d'inflation, se sont, en effet, progressivement reconstituées depuis la fin de 1958, pour atteindre un montant que le Conseil National du Crédit a évalué à près de 40 milliards de francs, à la fin de 1963. Ce phénomène a neutralisé, pour une large part, l'influence que les entrées de devises pouvaient exercer sur les conditions d'équilibre du marché de l'argent à court terme. Il explique qu'en dépit du renversement de la situation et de l'abondance des offres de monnaie, la demande de moyens de paiement soit demeurée très vive et n'ait pu être satisfaite que par une distribution active du crédit bancaire. Cette relative tension du marché de l'argent à court terme se manifestait d'autant plus clairement que demeuraient très grands les besoins de moyens de paiement répondant à de nombreuses nécessités de financement: charges du Trésor public, investissements de caractère économique, expansion industrielle et agricole, modernisation de la distribution et élévation du niveau de vie. Ainsi, s'est-on trouvé devant une situation apparemment paradoxale: liquidité de l'économie élevée mais tendant à s'élever davantage, et appels très vifs à la création monétaire.

c) *Evolution des taux d'intérêt.* - Il y a une vingtaine d'années, les disponibilités des particuliers et des entreprises étaient importantes, les occasions d'investir rares, les prix en partie contenus par des mesures de rationnement; aussi les taux d'intérêt étaient-ils relativement bas. Dès 1947, ils ont amorcé une tendance à la hausse qui s'est poursuivie jusqu'en 1959, en prenant, d'ailleurs, plutôt la forme d'une résistance à la baisse, à certaines époques, notamment pendant la période de stabilité monétaire des années 1952 et 1953.

Au cours des cinq dernières années, en revanche, les taux d'intérêt ont progressivement fléchi sous l'action des pouvoirs publics. C'est ainsi que le taux des bons du Trésor à 2 ans est passé de 3,75% à 3% à l'émission; de même les taux d'intérêt servis par

les caisses d'épargne ordinaires ont été ramenés de 3,25% à 3% en 1961; les taux des dépôts à terme dans les banques ont suivi une évolution parallèle.

B - *Le marché monétaire.*

Le marché monétaire de la place de Paris est soumis à l'influence du dispositif organisé pour contrôler la liquidité bancaire: système des planchers de bons du Trésor institué en 1948, c'est-à-dire obligation pour les banques de conserver un portefeuille de bons égal à une proportion déterminée des dépôts, et régime du coefficient de trésorerie, institué en 1960, qui oblige les banques à conserver en portefeuille des éléments d'actif dont la détention suppose un effort de trésorerie ou dont la création est subordonnée à l'accord de la Banque de France. Aussi le marché comprend-il des compartiments bien distincts: notamment ceux des effets publics et des effets inclus dans le numérateur du coefficient de trésorerie (essentiellement effets de mobilisation de crédits à moyen terme) et celui des effets privés dont le maintien en portefeuille n'est pas subordonné à une réglementation; les plus caractéristiques sont le compartiment des effets publics et celui des effets privés.

1. *Les taux d'intérêt pratiqués dans le compartiment des effets publics.*

Le système des planchers a progressivement donné au compartiment des opérations sur effets publics une physionomie particulière.

Dans les circonstances présentes, les banques évitent, dans la mesure possible, de conserver des valeurs du Trésor au-delà des portefeuilles minimums (7,5% du montant des dépôts depuis le mois d'octobre 1964). Cependant certaines d'entre elles sont conduites à conserver de tels excédents pour respecter la règle du coefficient de trésorerie. Les opérations traitées sont réduites et correspondent aux échanges d'effets publics contre liquidités, entre les banques qui ont des excédents sur le portefeuille minimum réglementaire et celles qui préfèrent se procurer des bons dont les échéances leur conviennent, par achat ou prises en pension, plutôt que de recourir aux procédures de souscription directe; divers organismes non ban-

caires, détenteurs d'importants portefeuilles d'effets publics, participent également au marché.

Pour ces diverses raisons, les taux pratiqués dans le compartiment des effets publics n'ont pas grande signification monétaire; ils évoluent généralement autour de 3 ou 3½%. Toutefois, les réformes intervenues récemment (création de certificats de trésorerie émis à taux fixe pour l'application du régime des plafonds et mise en adjudication de bons du Trésor pour les portefeuilles librement détenus) sont de nature à donner plus de souplesse à ce compartiment du marché monétaire.

2. Les taux d'intérêt pratiqués sur le marché des effets privés.

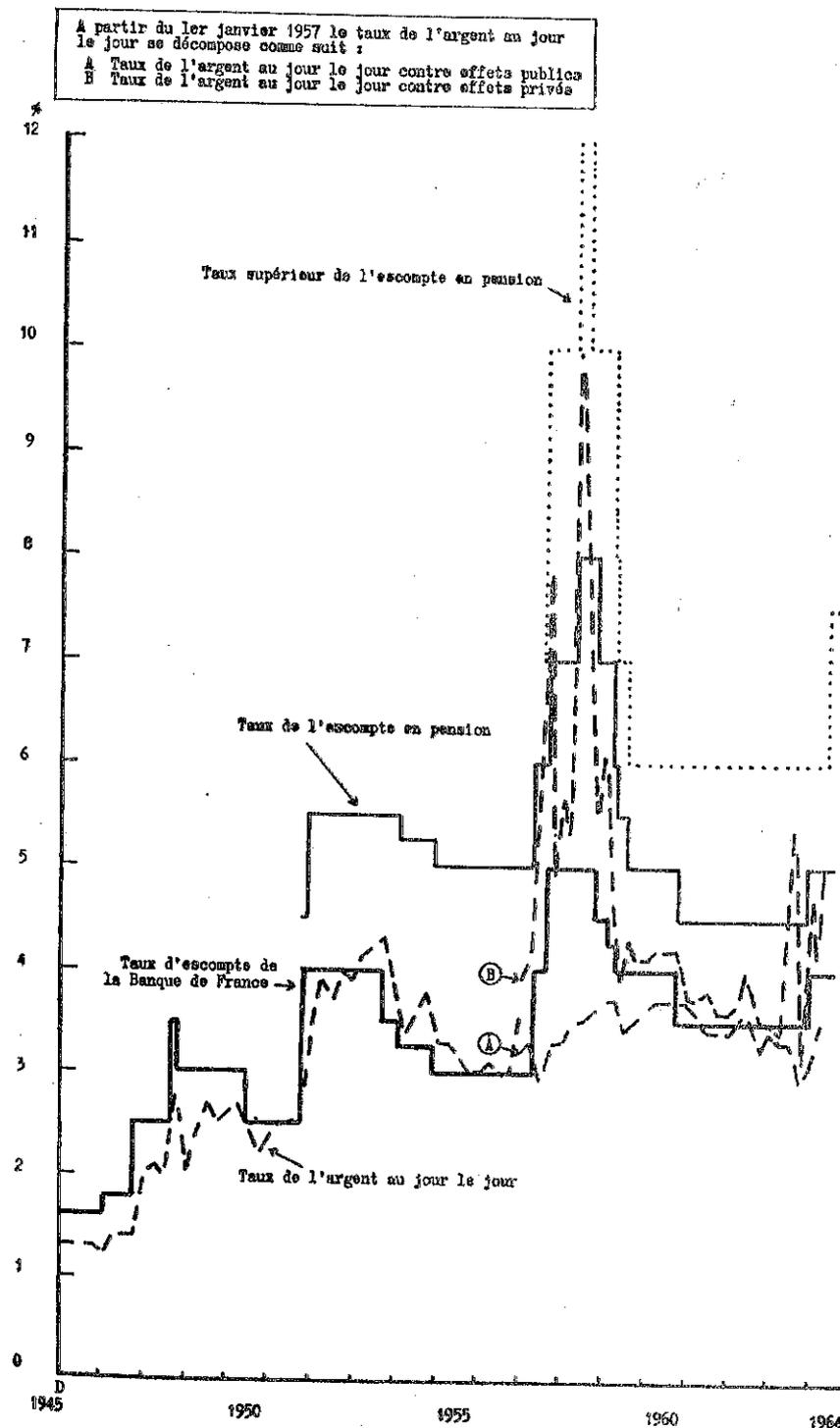
Les taux pratiqués sur le marché des effets privés subissent l'influence de certains taux directeurs dont l'entrée en action est commandée par le degré d'aisance ou de resserrement du marché. Il y a lieu de préciser que les effets privés sont ainsi désignés par opposition aux valeurs du Trésor public; ils portent aussi bien les signatures des entreprises nationales que celles des entreprises du secteur purement privé.

a) *Taux directeurs.* - Les taux d'intérêt que les banques sont conduites à accepter pour se procurer, sur le marché monétaire, les liquidités dont elles ont besoin dépendent étroitement des taux appliqués par la Banque de France et les établissements réescompteurs de premier degré:

— taux d'escompte de la Banque de France, qui s'applique aux remises d'effets de commerce, dans la limite des plafonds (actuellement 4%); à l'inverse de ce qui est observé sur certaines places étrangères, la Banque d'émission n'a pas pour habitude de pratiquer d'interventions sur le marché à des taux inférieurs au taux de l'escompte;

— taux appliqué par les institutions financières pour mobiliser les effets de crédit à moyen terme (généralement 4% à 4,45% sans changement selon les catégories de papier) dans la mesure où le jeu du système du coefficient de trésorerie ne met pas obstacle à de telles mobilisations;

— taux mis en vigueur par la Banque de France pour les présentations qui dépassent les plafonds: « enfer » et « super-enfer » suivant l'ampleur du dépassement (actuellement 5% et 7,5%).



Les taux du marché ont tendance à s'aligner sur l'un de ces taux directeurs suivant les possibilités qui s'offrent aux banques à un moment donné: présenter du papier au réescompte dans la limite des plafonds, mobiliser les effets « moyen terme » — compte tenu des contraintes du coefficient de trésorerie —, utiliser leurs possibilités d'escompte dans la limite de l'« enfer », s'adresser au « super-enfer ».

Comme les banques sont largement endettées à l'égard de la Banque centrale, le taux du marché ne s'établit au-dessous du taux officiel d'escompte que pour de courtes durées, par suite des décalages qui se produisent entre les rentrées de trésoreries bancaires et l'expiration des engagements auprès de l'Institut d'émission. A l'inverse, les taux du marché ne dépassent le taux du super-enfer qu'à titre exceptionnel; cette situation se présente dans les rares cas où il est plus avantageux, pour une banque, d'emprunter à un seul jour, sur le marché monétaire, à un taux élevé, que de supporter le taux d'escompte de pénalité, l'escompte en pension étant calculé sur un minimum de deux jours ouvrables.

Il convient de rappeler que les effets de mobilisation de créances nées sur l'étranger sont achetés, sans limite, par la Banque à un taux généralement inférieur au taux d'escompte ordinaire, aussi ne restent-ils pas dans les portefeuilles bancaires.

b) *Taux pratiqués sur le marché.* - De 1945 à 1956, le taux de l'argent au jour le jour est resté proche du taux de l'escompte de la Banque de France, dont le niveau a varié entre $1\frac{5}{8}\%$ et 4% .

En 1957 et 1958, alors que la politique monétaire est devenue plus restrictive, les taux se sont élevés sensiblement au-dessus du taux d'escompte ordinaire, atteignant parfois le taux du « super-enfer » (fixé jusqu'à 12%) mais restant en moyenne dans la limite du taux de l'« enfer » (7 et 8% maximum).

Depuis 1959, le taux moyen du marché des opérations sur effets privés s'est, tout d'abord rapproché de nouveau du taux d'escompte de la Banque de France (4% jusqu'en octobre 1960, $3,50\%$ jusqu'en novembre 1963, 4% actuellement), pour se tendre très sensiblement, par la suite, sous l'effet des relèvements du coefficient de trésorerie et rejoindre même, à de nombreuses reprises, le taux du « super-enfer » qui était en vigueur jusqu'au début de juin 1964 (soit 6% - depuis lors le taux est de $7,5\%$ -).

C - *Liens entre les taux d'intérêt du marché monétaire et ceux du marché de l'argent à court terme.*

1. *Autonomie relative des deux marchés.*

Du fait même que le marché monétaire et le marché de l'argent à court terme portent sur des signes monétaires différents, les influences qui s'exercent sur l'un et l'autre sont elles-mêmes distinctes et très largement indépendantes les unes des autres. Lorsque des chefs d'entreprise s'étonnent que les emplois à court terme mis à leur disposition rapportent souvent des intérêts moindres que ceux qui sont pratiqués sur le marché monétaire, ils méconnaissent que la monnaie qu'ils ont à offrir (inscription en compte dans une banque) n'est d'aucune utilité, ne peut faire l'objet d'aucune offre, sur le marché monétaire.

L'évolution du marché de l'argent à court terme est déterminée par les besoins de capitaux des particuliers ou des entreprises, et de l'Etat, ou par les offres de crédits bancaires qui leur répondent; ses changements de tendance sont généralement progressifs. L'évolution du marché monétaire, tracée par les besoins des banques ou des institutions financières en liquidités en compte à la Banque centrale, peut être beaucoup plus heurtée; les besoins de liquidités sont eux-mêmes commandés soit par les mesures adoptées en vue de contrôler la liquidité bancaire, soit par trois séries d'opérations: mouvements de devises, prélèvements ou versements du Trésor public, demandes ou offres de billets de banque émanant des entreprises et des particuliers.

On voit ainsi tout de suite — et l'expérience quotidienne montre que ce n'est pas une vue théorique — que les deux marchés ne présentent pas nécessairement des évolutions parallèles: il se produit des périodes pendant lesquelles l'un d'eux est soumis à des tensions, ou subit des mouvements brusques, au moment même où les liquidités sont abondantes sur l'autre. Aussi les taux d'intérêt varient-ils souvent différemment sur l'un et l'autre marché.

Quelques exemples simples l'expliquent aisément. Les besoins supplémentaires de l'économie en billets constituent un facteur de tension sur le marché monétaire; ils n'en constituent aucun sur le marché de l'argent à court terme dans la mesure où les billets sont prélevés sur des dépôts bancaires existants. Les entrées de devises tendent à alimenter le marché monétaire; elles peuvent n'entraîner

aucun élargissement sur le marché de l'argent à court terme si elles ont pour seule conséquence de permettre aux banques de diminuer leurs engagements auprès de la Banque centrale.

Non seulement ces diverses considérations montrent les raisons pour lesquelles des divergences se produisent dans l'évolution des taux d'intérêt sur le marché monétaire et sur le marché de l'argent à court terme, mais elles expliquent aussi que les taux du marché de l'argent à court terme puissent être supérieurs au taux de l'escompte ou aux taux du marché monétaire. Les exemples étrangers confirment cette interprétation. On constate ainsi que, tout au long de l'année 1963, le « prime rate » en vigueur aux Etats-Unis atteignait 4,50% (taux de base), alors que le taux de l'escompte de la Federal Reserve Bank était de 3%, puis 3,50%, et que les taux du marché monétaire ont varié de 2,9% à 3,5%.

2. Motifs d'interdépendance entre les deux marchés.

Ce serait tout de même défendre un paradoxe que de prétendre les deux marchés totalement indépendants l'un de l'autre. En effet, d'une part, les taux du marché monétaire déterminent l'un des éléments des charges financières des banques, d'autre part, les mécanismes de création et de gestion monétaire impliquent des liens entre distribution du crédit bancaire et besoins des banques en liquidités à la Banque centrale; enfin, la réglementation elle-même contribue à lier les taux des deux marchés.

a) Le coût des opérations par lesquelles les banques se procurent des liquidités en compte à la Banque centrale constitue un élément important de leurs charges financières, sinon le plus important; aussi les banques doivent-elles en tenir compte dans les conditions qu'elles appliquent aux crédits consentis à leur clientèle.

L'examen des comptes de profits et pertes des banques montre ainsi que, au cours des dernières années, les frais de réescompte ont représenté entre 22 et 24% des produits bruts des opérations d'escompte.

b) Si les facteurs qui commandent les besoins des banques en liquidités (mouvements de devises, entrées et sorties de billets, évolution des finances publiques) sont, pour une large part, indépendants de la gestion même des banques, certains d'entre eux sont la

conséquence plus ou moins rapide de la création des moyens de paiement par les banques elles-mêmes.

En effet, la création de signes monétaires sous forme de soldes créditeurs en compte dans les banques entraîne, avec un décalage dans le temps, des transferts en comptes courants postaux ou des demandes de billets, car les proportions entre les diverses catégories de monnaie n'évoluent que lentement. Il en résulte des influences réciproques entre le marché de l'argent à court terme et le marché monétaire, qui se manifestent, à des degrés variables et plus ou moins rapidement selon les circonstances, dans la formation des divers taux d'intérêt. C'est pourquoi l'on constate des tendances de longue durée généralement communes aux deux marchés.

c) La réglementation existant en de nombreux pays, ou les ententes de fait pratiquées dans d'autres, consacrent, en les renforçant, ces liens d'interdépendance.

En fixant des minimums aux coûts des opérations de crédit des banques, par référence au taux d'escompte de la Banque de France, le Conseil National du Crédit a confirmé un lien entre les taux du marché de l'argent à court terme et l'un des taux directeurs du marché monétaire.

De même, les taux des placements de l'épargne liquide, fixés par l'Etat ou le Conseil National du Crédit, sont souvent modifiés en fonction des variations du taux officiel de l'escompte.

III. Les marchés de capitaux à long terme.

Les marchés de capitaux à long terme se partagent en deux secteurs distincts, selon qu'interviennent des investisseurs institutionnels ou des organismes financiers, ou que les offres et les demandes sont directement confrontées.

A - Les opérations des investisseurs institutionnels et des organismes financiers.

1. Les taux d'intérêt des prêts.

Le développement et la modernisation des équipements, dans les entreprises nationales ou privées, sont, pour une large part, financés à des conditions relativement favorables, grâce aux dispositions prises progressivement par les pouvoirs publics.

Les prêts du Fonds de Développement Economique et Social sont consentis à des taux qui s'échelonnent, suivant qu'ils s'appliquent à des opérations plus ou moins spécialement encouragées par les pouvoirs publics, de 3% ou 4% — dans les cas jugés les plus intéressants — à 5,5% ou 6%. Pour l'emprunteur le coût peut être un peu plus élevé, en raison des commissions perçues éventuellement par un établissement intermédiaire ou, s'il y a lieu, des frais relatifs à la constitution de garanties.

Sans chercher à passer en revue la totalité des opérations pratiquées par l'ensemble des institutions financières, il est possible d'en mentionner quelques unes parmi les plus caractéristiques.

Pour ses prêts aux entreprises nationales, ou aux entreprises privées réalisant des investissements jugés d'intérêt national, la Caisse des Dépôts applique des taux de 5,25% ou 5,50%. Les taux pratiqués par le Crédit National atteignent 6,75%, non compris les droits d'étude et les frais de constitution de garantie. Pour ses prêts hypothécaires normaux, le Crédit Foncier de France décompte un taux d'intérêt de 7,35%. Lorsque des considérations d'intérêt social interviennent, les taux mis en vigueur sont particulièrement peu élevés. C'est ainsi que le Crédit Agricole Mutuel accorde des prêts d'installation aux jeunes agriculteurs, pour des montants limités à 12.000 ou 18.000 F, dont le coût n'est que de 2%. Pour l'acquisition de domaine agricole, 70% du montant de l'achat peuvent être empruntés par l'exploitant à 3%. Pour la construction de logements ne dépassant pas certaines normes, les prêts spéciaux bénéficient des taux suivants: 4,25% s'il s'agit de logements destinés à la location, 5% dans les autres cas.

En revanche, dans un tout autre domaine, celui des sociétés de développement régional, les prêts s'effectuent à des taux relativement élevés: ceux du marché financier majorés de 1 à 2%. Un tel coût se justifie parce que ces sociétés doivent elles-mêmes s'adresser au marché financier pour se procurer des ressources et il ne met pas obstacle aux opérations car il demeure avantageux pour les entreprises locales dont la surface est trop faible pour qu'elles puissent emprunter directement auprès du public.

2. Le coût des ressources.

Les ressources mises en oeuvre par les institutions financières sont de diverses origines, de sorte que leurs coûts varient dans d'assez larges proportions.

Ainsi qu'il a été indiqué plus haut, la Caisse des Dépôts et Consignations a l'avantage de gérer des fonds d'épargne liquide ou semi-liquide. En application des modalités en vigueur, la Caisse des Dépôts a versé, en 1963, un intérêt global de l'ordre de 4,30%, en rémunération des fonds déposés par les caisses d'épargne, leur permettant ainsi de servir aux déposants une rémunération relativement élevée.

Sous certaines conditions, le Crédit National et le Crédit Foncier de France peuvent contracter, auprès de la Caisse des Dépôts, des prêts à long terme dont le taux a été fixé à 5,25% en 1963. Ils placent également des emprunts obligataires auprès des compagnies d'assurances à des taux inférieurs à ceux du marché financier. Enfin, même lorsqu'ils s'adressent au public, ces organismes obtiennent des taux avantageux, car leurs obligations, qui donnent droit traditionnellement à des tirages de lots, sont d'un placement aisé.

Quant à la Caisse Nationale de Crédit Agricole, elle émet dans le public, parmi d'autres catégories d'emprunts, des titres à long terme au taux nominal de 5% qui, compte tenu des primes de remboursement, représente un taux réel de 5,60% environ.

B - Les taux des opérations faisant l'objet de confrontations directes.

1. Les taux d'intérêt pratiqués.

Parmi les opérations qui font l'objet de confrontations directes, il faut mentionner les prêts hypothécaires conclus entre particuliers. Certaines évaluations les chiffrent autour d'un milliard de francs par an, mais ce n'est là qu'une approximation, car ils ne sont soumis à aucun recensement et les créances hypothécaires ne font pas l'objet en France d'un large marché national. Les taux pratiqués s'établissent à 10%, ou même 11% et 12%. A l'intérêt payé par l'emprunteur viennent s'ajouter les frais d'acte et de mainlevée de l'hypothèque qui, proportionnels au montant du prêt mais non à sa durée, seront d'autant plus lourds que la durée de l'opération est courte.

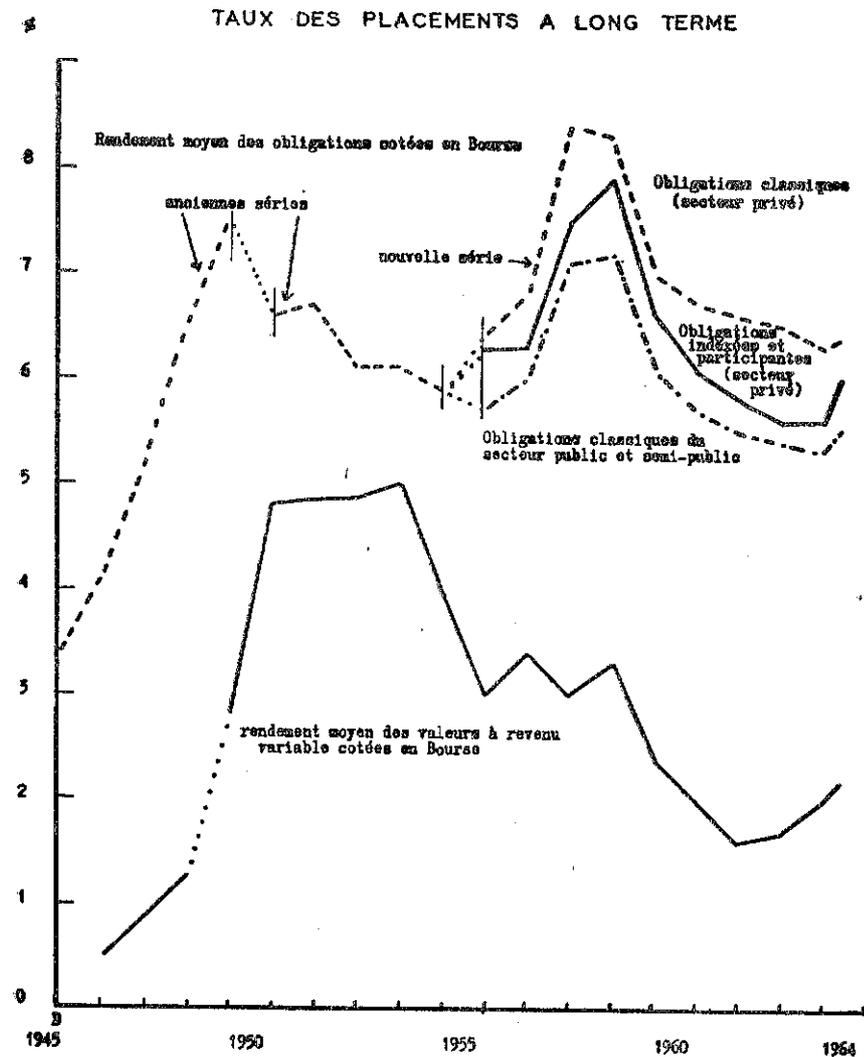
C'est surtout dans le domaine des valeurs mobilières que viennent se confronter directement les offres et les demandes de capitaux à long terme, soit en bourse, soit à l'occasion des émissions nouvelles.

a) *Le taux de rendement des opérations en bourse.* - En abordant les valeurs mobilières cotées en bourse, nous rencontrons, pour

la première fois au cours de cette étude, des types d'emprunts indexés qui ont été émis à différentes époques, de sorte que l'observation des taux d'intérêt, qui résultent à la fois des cours pratiqués et des versements effectués par l'emprunteur, doit distinguer deux grands groupes de valeurs. En outre, bien qu'il n'entre pas, tout à fait, dans le cadre de cette étude de traiter du marché des actions, il semble nécessaire de l'évoquer; en effet, si le versement de dividendes ne peut être considéré comme un paiement d'intérêts et si les cours des actions marquent des variations beaucoup plus importantes que ceux des obligations, des influences réciproques s'exercent très fréquemment au sein de l'ensemble des valeurs cotées.

Très faibles, au lendemain de la guerre, en raison de l'insuffisance des possibilités de placement, les taux de rendement des obligations de type classique (c'est-à-dire sans indexation) se sont rapidement élevés de 1947 à 1949, puis se sont maintenus à de hauts niveaux pendant les années suivantes; après une détente de 1953 à 1956, ils ont progressé de nouveau en 1957 et 1958, au moment d'une forte poussée inflationniste. A partir du début de 1959, sous l'effet des mesures de redressement prises à l'époque puis de l'action poursuivie par les pouvoirs publics, les taux ont diminué, d'abord rapidement, modérément ensuite. C'est ainsi que les taux de rendement moyens calculés par l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques sont passés de 8,26%, en 1958, à 7,03%, en 1959 et 6,25% en 1963, pour les obligations du secteur privé; les taux des obligations du secteur public se fixent généralement à 1% environ en-dessous. Depuis un an, les taux ont tendance à se stabiliser.

Les indexations s'appliquent aux versements d'intérêts ou aux remboursements de capital, selon des modalités très diverses; elles ont été utilisées surtout au cours des années 1950 à 1958. Les indexations sont généralement fondées sur les prix de produits fournis par l'emprunteur; parfois les bénéfices réalisés donnent lieu à un supplément d'intérêt (obligations participantes). Les modalités appliquées sont plus ou moins favorables au prêteur puisqu'il existe même des exemples d'obligations indexées qui se sont trouvées moins avantageuses pour le porteur que des obligations classiques. Dans ces conditions, le calcul d'un taux de rendement moyen n'a pas grande signification. Il permet seulement de constater les baisses d'intérêt intervenues au cours des dernières années: 7,85% en 1958, 6,62% en 1959, pour atteindre 5,55% en 1963.



Les rendements des actions ont toujours été nettement inférieurs; par suite d'une forte hausse des cours, ils se sont amenuisés depuis 1958, passant, en moyenne, de 3,31% à 2,37% en 1959 et 1,61% en 1962. Ils ont été portés à 1,83% en 1963 par la baisse en bourse et continuent leur progression depuis le début de l'année 1964. A ces taux, doivent être ajoutées les ressources que les porteurs peuvent tirer des distributions d'actions gratuites ou des ventes de droits de souscription, qui sont de pratique courante en France.

b) *Emissions et souscriptions sur le marché financier.* - Deux points de vue doivent être distingués en ce qui concerne les taux d'intérêt pratiqués, car le coût pour l'emprunteur est nettement supérieur au rendement pour le prêteur.

1) Une corrélation s'établit naturellement entre les taux de rendement des valeurs à l'émission et celui des titres cotés en bourse : les conditions proposées — taux d'intérêt, primes de remboursement — doivent, pour attirer suffisamment les souscripteurs, être calculées par comparaison aux placements qui s'offrent en bourse. Néanmoins, les possibilités de prospection permettent généralement l'application de taux à l'émission quelque peu inférieurs à ceux qui résultent des cotations.

Les taux de rendement, à l'émission, des obligations ont été longtemps très élevés, atteignant un maximum en 1957 et en 1958. Ils ont diminué depuis 1959 et se trouvent maintenant à un niveau inférieur à celui de 1948, en partie sous l'effet de l'action des pouvoirs publics qui a influencé le marché. C'est ainsi que le taux de rendement à l'émission de l'emprunt annuel du Crédit Foncier de France est passé, par étapes successives, de 7,83% en 1958, à 5,61% en 1963; celui de l'emprunt du Groupement des Industries sidérurgiques, de 7% à 5,68%.

Pour apprécier l'attrait que de tels taux peuvent exercer sur l'épargnant, il faut tenir compte des répercussions de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Par exemple, les personnes dont la tranche supérieure de revenu est taxée au taux le plus élevé conservent finalement une rémunération nette inférieure de moitié au montant encaissé; l'intérêt effectivement perçu devient inférieur à celui que procureraient des placements à court terme exonérés d'impôts, bons du Trésor notamment.

Conscient de ce problème, le Comité chargé en 1963 d'étudier le financement des investissements avait proposé des exonérations fiscales, d'ailleurs modérées, sur une fraction des revenus obligataires versés au nom d'un même contribuable.

2) Pour évaluer le coût d'un emprunt obligataire, il y a lieu de compter non seulement les sommes versées au prêteur, mais aussi, d'une part, l'incidence des frais engagés au moment de l'émission (publicité, impression des titres, rémunération des banques relative au placement), d'autre part, les décaissements qui affectent le versement de l'intérêt (dépenses de service financier et retenues d'impôt).

Le coût de revient se trouve ainsi être supérieur de 1,50% l'an environ, au taux de rendement pour les émissions des entreprises; l'écart est encore plus sensible lorsque l'emprunt est réalisé sous forme collective: emprunts de groupements professionnels ou de sociétés de développement régional, car, dans ce cas, une partie du produit de l'emprunt est réservée à titre de garantie.

Les indexations permettaient de réduire le montant nominal de l'intérêt et des primes de remboursement mais, par suite de la dépréciation de la monnaie, elles ont généralement suscité un surcroît de charges, en francs courants, pour les emprunteurs.

Du fait, notamment, des incidences fiscales, les sociétés préfèrent émettre des obligations ou faire appel à d'autres formes d'emprunts, plutôt que de procéder à des augmentations de capital. La charge des emprunts obligataires est en effet comprise dans les frais généraux alors que les dividendes sont prélevés sur les bénéfices nets après imputation de l'impôt sur les sociétés. Afin de limiter les conséquences de cette disparité fiscale, un décret de 1957 exempte d'impôt, à concurrence d'une rémunération annuelle de 5% des capitaux nouvellement souscrits, les dividendes distribués au cours des sept premières années, lorsque l'activité de l'entreprise intéressée concourt à la réalisation des objectifs du Plan ou des programmes d'action régionale.

2. *Politique des pouvoirs publics et comportement des épargnants.*

a) *Politique des pouvoirs publics.* - Dans le domaine du problème des taux d'intérêt, la politique des pouvoirs publics a pris deux aspects: l'un touchant la gestion des finances de l'Etat, l'autre se rapportant aux conditions de financement de l'économie.

1) Jusqu'à ces dernières années, l'Etat n'a pas suivi de ligne directrice nettement définie dans ses émissions d'emprunts à long terme. Il ne recourait généralement à de telles émissions que lorsqu'il éprouvait des difficultés graves pour alimenter sa trésorerie. Il s'attachait alors à éviter de subir les lois du marché, notamment par le jeu des exonérations fiscales qui permettaient l'application de taux relativement modérés, favorables à son crédit.

A diverses reprises, le Trésor public a cherché à recueillir directement des capitaux d'épargne en assortissant ses emprunts de conditions attrayantes, non seulement par le jeu des taux d'intérêts

nominaux, mais surtout au moyen de primes de remboursement qui pouvaient être jugées avantageuses. De plus, à certaines époques, l'Etat a offert des titres dont le remboursement est indexé sur le prix de l'or, par exemple, ou sur la moyenne des cours cotés en bourse. Depuis la fin de 1958, pour marquer sa volonté de maintenir la monnaie stable, le Gouvernement a renoncé à des procédés de cette nature.

En 1963, deux emprunts à long terme ont été émis à des taux et dans des conditions qui assurent, aux porteurs, des rendements de 4,49% pour l'un, 4,60% pour l'autre. Suivant une règle déjà adoptée en d'autres cas, les avantages fiscaux attachés au deuxième d'entre eux ont été réduits, par une limitation aux dix premières années à courir.

2) Depuis une vingtaine d'années, le Gouvernement s'est préoccupé d'organiser un contrôle des émissions de valeurs mobilières. Les entreprises sont tenues, aujourd'hui encore, de soumettre au Ministère des Finances leurs projets de placements de quelque importance, afin, notamment, que celui-ci soit en mesure de répartir les émissions dans le temps; le « calendrier » ainsi fixé facilite l'ajustement des demandes aux offres de capitaux et évite les à-coups dans l'établissement des taux d'intérêt.

En outre, depuis le début de l'année 1958, les pouvoirs publics ont cherché à compléter les mesures prises en vue du raffermissement de la monnaie par l'établissement de conditions propres à favoriser la constitution d'un large marché financier.

D'une façon générale, la lutte contre l'inflation doit rendre plus sûrs les emplois de l'épargne et, par là même, contribuer à favoriser le développement des émissions. De plus, des procédés ont été mis en oeuvre pour rendre plus attrayantes certaines catégories de placement, notamment par l'institution des sociétés de placement à capital variable. De telles dispositions sont de nature à détendre les taux d'intérêt par un développement des offres de capitaux.

Un point demeure controversé sur le plan des principes: celui des indexations. Depuis le début de 1959, la loi interdit les indexations fondées sur les indices généraux de prix; mais la politique des pouvoirs publics est allée au-delà de cette décision puisqu'elle a tendu, dès la fin de 1958, à la suppression totale des émissions de toutes catégories d'emprunts indexés de manière à marquer la volonté fermement établie de maintenir la stabilité monétaire. Cette décision a pourtant l'inconvénient de supprimer un type d'émission qui donnait des garanties aux souscripteurs éventuels et contribuait, ainsi, à l'abaissement des taux d'intérêt.

b) *Comportement des épargnants et des emprunteurs.* - Cinquante ans, sinon d'inflation, du moins de vicissitudes monétaires diverses, ont profondément marqué le comportement des épargnants. La population active de la France ne comprend pratiquement plus d'individus ayant vécu, à l'âge adulte, dans une économie où l'avenir de la monnaie ne laisse pas d'incertitude. A cette inquiétude monétaire quasi permanente, du moins quant aux perspectives à long terme, sont venus s'ajouter, à maintes reprises, des éléments de doute d'ordre économique et politique.

Les aspirations des épargnants se sont, par suite, profondément modifiées et semblent dominées par deux facteurs: recherche de la sécurité et, à défaut de celle-ci, recherche de plus-values rapides en capital. Cette attitude explique que l'épargnant français se soit souvent contenté de taux de rendement peu élevés lorsque ces deux préoccupations se trouvaient satisfaites.

Le marché des actions a marqué depuis vingt ans des phases alternées d'excès de faveur ou d'excès de désaffection. Soumises à des influences multiples, faisant l'objet d'espoirs exagérés où la spéculation pure prenait une grande place, ou d'indifférences souvent injustifiées, les cotations dégageaient des taux de rendement qui ne peuvent guère être considérés comme représentatifs de l'évolution des taux d'intérêt à long terme.

Dans le domaine des obligations de type classique, l'ajustement des taux d'intérêt résulte de phénomènes assez complexes, où l'aspect nominal des transactions demeure important. Les chefs d'entreprise se plaignent généralement de la cherté des emprunts. Pourtant, si l'on se réfère aux vingt années écoulées, on constate que le taux annuel moyen de dépréciation monétaire a été nettement supérieur aux intérêts servis, de sorte que les emprunteurs ont bénéficié, dans l'ensemble, d'un enrichissement sans cause, au détriment des prêteurs, plutôt que subi des charges financières trop lourdes. Cette opinion sur l'argent cher s'explique néanmoins parce que les emprunteurs fondent leurs appréciations, en quelque sorte dans l'abstrait; ils ne peuvent, en effet, raisonnablement tenir compte de la dépréciation monétaire dans leurs calculs, même s'ils doivent reconnaître l'allègement qu'elle leur a procuré dans le passé. Les taux d'intérêt se fixent, en définitive, à un niveau tel qu'ils sont encore jugés supportables par l'emprunteur et où ils sont suffisants pour intéresser d'une part, ceux des épargnants les moins exigeants, d'autre part, les inves-

tisseurs institutionnels dont les ressources croissent progressivement. C'est ainsi que, chaque année, se renouvelle un courant de souscriptions aux emprunts obligataires, qui demeure néanmoins insuffisant pour répondre à l'ensemble des besoins de financement.

* * *

Si les taux d'intérêt jouent encore un rôle dans les ajustements des marchés de capitaux, ainsi que le montrent les développements précédents, ce rôle n'est plus prépondérant comme il l'était autrefois. Au surplus, des cloisonnements subsistent encore, qui abritent des taux d'intérêt dont le caractère artificiel nuit à une confrontation aisée et régulière de la totalité des offres et des demandes de disponibilités. Cependant, le desserrement des contrôles des changes, la gestion rigoureuse des finances publiques et les perspectives d'un redressement durable de la monnaie laissent penser qu'une évolution nouvelle pourra se dessiner.

Dans la conduite de la politique monétaire, le maniement des taux d'intérêt est complété, depuis une vingtaine d'années, par des actions directes sur la liquidité de l'économie ou sur la liquidité bancaire et par des actions sélectives de restriction ou d'encouragement. Cela ne signifie pas que l'on conteste toute efficacité à la loi du marché, en matière monétaire et financière, et toute possibilité d'ajustement par les mécanismes de taux d'intérêt. Cela signifie que la loi du marché et le maniement des taux sont jugés trop brutaux ou trop aveugles dans leurs conséquences. La politique monétaire n'a plus pour seul objet de préserver la monnaie elle-même; elle doit aussi contribuer à favoriser la réalisation des objectifs de développement économique et de progrès social. C'est pourquoi, elle est assortie de mesures propres à maîtriser la création des moyens de paiement sans tension excessive des taux d'intérêt et visant à orienter les capitaux, de préférence, dans les directions estimées prioritaires.

En se prolongeant, les incertitudes monétaires ont, de leur côté, fortement influencé les sentiments du public, de sorte que le taux d'intérêt n'est plus qu'un élément d'appréciation, parmi de nombreux autres, pour emporter la décision d'un placement. Des valeurs ou des emplois refuges, or ou terrains, par exemple, ont exercé et exercent encore un attrait suffisant pour concurrencer efficacement les autres formes d'épargne. Quant aux chefs d'entreprise, s'ils pré-

tendent assez injustement que le coût des crédits ou des emprunts est trop élevé, ils arrêtent probablement leur politique d'investissements sans tenir très grand compte des niveaux du taux de l'intérêt, tant sont devenues impératives les nécessités de développement et imprécises les données monétaires. Aussi, trouve-t-on, là encore, une séquelle de l'inflation. Sans nul doute, la stabilité de la monnaie devrait redonner aux taux d'intérêt, sinon leur importance de l'époque classique, du moins un rôle fructueux de régulation.

PIERRE BERGER