

NOUVELLE INSERTION INTERNATIONALE DU SYSTÈME BANCAIRE FRANÇAIS ET INTERNATIONALISATION DU FRANC¹

XI^{ÈMES} JOURNÉES INTERNATIONALES D'ÉCONOMIE
MONÉTAIRE ET BANCAIRE (NICE-JUIN 1994)

DOMINIQUE PUIHON *

Le système financier français s'est profondément transformé au cours des dix dernières années dans le cadre d'un processus accéléré de libéralisation et de modernisation. L'une des principales conséquences de cette mutation a été d'enclencher un mouvement d'internationalisation de l'usage du franc, ce qui a amené une nouvelle insertion internationale du système bancaire français.

1. La nouvelle insertion internationale du système bancaire français

157

Au cours de la période récente, les banques françaises ont développé leur activité internationale dans deux domaines. Elles ont continué, en premier lieu, à approfondir leurs *opérations d'intermédiation financière internationale*, notamment en se spécialisant sur de nouveaux produits. Par ailleurs, et c'est-là un fait nouveau marquant, le système bancaire français a commencé à remplir une *fonction de banque internationale*, dans la mesure où il contribue désormais d'une manière significative à la *création de liquidités internationales* en offrant d'importantes liquidités-franc au profit des non-résidents.

1.1. Le système bancaire approfondit sa spécialisation internationale

a/ Développement des opérations traditionnelles d'intermédiation

Les banques françaises ont développé depuis longtemps une intense activité internationale. Les opérations en devises représentent une part importante de leur bilan global, de l'ordre d'un tiers pour les banques A.F.B., comme l'indique le tableau 1 ci-après.

* Université de Paris-Nord-CEDI et Banque de France

1 Les opinions exprimées dans cette étude sont de la seule responsabilité de l'auteur.

Tableau 1 : *Structure de bilan des banques A.F.B.*

<i>Pourcentages</i>	1980	1986	1989	1991	1992
<i>Actif</i>					
Francs	67.7	65.9	64.2	69.0	69.2
Devises	32.3	34.1	35.8	31.0	30.8
<i>Passif</i>					
Francs	69.2	64.9	63.4	69.2	70.6
Devises	30.8	35.1	36.6	30.8	29.4
<i>Hors-bilan</i>					
Francs	49.1	38.2	36.2	48.1	45.8
Devises	50.9	61.8	63.8	51.9	54.2
<i>Ratio Hors-bilan / Bilan</i>					
Francs	0.35	0.61	0.72	1.85	2.14
Devises	0.93	1.83	2.22	4.47	6.09

Source : A.F.B. et Commission Bancaire

Par ailleurs, les banques résidentes sont fortement engagées dans les opérations de hors-bilan en devises : celles-ci représentent, en effet, plus de 50% de leur hors-bilan global, comme on peut le constater ci-dessus.

158

Si l'on reprend les indicateurs utilisés par la Commission Bancaire, le degré d'internationalisation des banques françaises peut être mesuré par l'importance prise par (1) l'activité métropolitaine en francs avec les non-résidents, (2) l'activité métropolitaine en devises et (3) l'activité des agences à l'étranger. Un taux d'internationalisation du secteur bancaire peut être obtenu en sommant la part de ces trois catégories d'opérations par rapport à l'ensemble de l'activité bancaire. On peut voir à partir du tableau 2 que ce taux d'internationalisation a sensiblement augmenté au cours de la période récente, du fait de la progression simultanée des trois catégories d'opérations concernées.

Tableau 2 : *Taux d'internationalisation des établissements de crédit (a)*
Part moyenne des opérations internationales par rapport à l'ensemble de l'activité

en %	1988	1989	1990	1991	1992
Activité métropolitaine :					
- en francs avec les non-résidents(1)	2.2	2.5	3.4	4.2	5.1
- en devises (2)	17.7	18.1	18.1	18.2	18.9
Activité des agences à l'étranger (3)	12.6	12.3	12.9	14.5	16.3
Taux d'internationalisation des établissements de crédit : (1)+(2)+(3)	32.5	32.9	34.4	36.9	40.3

(a) Établissements assujettis à la Commission Bancaire

Source : Commission Bancaire

Le secteur bancaire résident a continué de développer ses opérations traditionnelles d'intermédiation, consistant à faire de la transformation d'échéances, c'est-à-dire à emprunter à court terme pour prêter à long terme en francs au profit de non-résidents, et en devises au profit de résidents et de non-résidents. Il s'agit largement de crédits commerciaux et d'euro-crédits à long terme, libellés en devises pour la plupart, et financés sur des ressources à court terme.

La transformation réalisée par les banques françaises a fortement augmenté au cours de la période récente, comme le confirment les indicateurs de transformation calculés par la Commission Bancaire :

Tableau 3 : *Transformation réalisée par les banques A.F.B.*
Ratio mesurant la transformation (a)

	Toutes monnaies	Francs	Devises
1988	90	78	118
1989	99	82	140
1990	104	87	148
1991	112	103	158
1992	114	105	162

159

(a) indicateur calculé en faisant le rapport des emplois aux ressources pondérés par leur durée; une hausse de l'indicateur correspond à une augmentation de la transformation.

Source : Commission Bancaire

On notera en particulier que le niveau de la transformation effectuée par les banques A.F.B. est trois fois plus élevé en devises qu'en francs. Cela est lié aux plus grandes facilités d'arbitrage entre devises, le différentiel taux d'intérêt court terme/taux d'intérêt long terme pouvant être plus important sur les différentes devises que sur le franc. Par ailleurs, les contraintes réglementaires relatives à la transformation sont moins lourdes sur les opérations en devises que sur les opérations en francs¹.

b/ Les banques françaises ont élargi le registre de leurs opérations internationales

Dans le contexte du *processus de titrisation* qui a marqué l'activité bancaire, les banques françaises ont fortement développé leurs opérations sur titres en francs et en devises avec les non-résidents, ainsi que le suggère l'évolution de leur position extérieure sur titres financiers décrite par le tableau 4.

² En particulier, le coefficient de fonds propres et de ressources permanentes qui encadrent la transformation à moyen-long terme ne reprend que les encours en francs.

Les banques françaises ont accumulé une position sur titres fortement débitrice vis-à-vis des non-résidents, ce qui correspond au fait que celles-ci ont obtenu d'importantes ressources sur les marchés financiers internationaux. Ces ressources, essentiellement à long terme, ont pris surtout la forme d'emprunts obligataires en euro-francs et en devises souscrits par les non-résidents.

On notera également le *fort développement des instruments conditionnels*, représentant les encours de primes d'options, aussi bien à l'actif qu'au passif des banques.

Tableau 4 :
Position extérieure sur titres financiers des banques françaises

Milliards de francs	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992
<i>Position sur titres en francs</i>	-18.9	-68.6	-124.3
Créances	26.7	28.2	32.3
dont : obligations	(15.7)	(17.2)	(22.7)
instr. conditionnels	(2.5)	(0.9)	(2.0)
Engagements	45.6	96.8	156.6
dont : obligations	(25.6)	(67.3)	(109.7)
instr. conditionnels	(2.2)	(4.8)	(11.0)
<i>Position globale sur titres</i>	-113.5	-173.4	-222.5

Source : Banque de France, Direction de la Balance des Paiements

Les banques résidentes ont été très actives dans le domaine des *opérations de hors-bilan*. Au cours des années récentes, le poids du hors-bilan par rapport au bilan est allé en s'accroissant fortement, surtout pour les opérations en devises. Pour ces dernières opérations, le ratio hors-bilan / bilan a été multiplié par six de 1980 à 1992, passant de 0.93 à 6.09 (dernière ligne du tableau 1). Ce résultat est la contre-partie de la forte progression des opérations bancaires à terme et surtout de l'importance prise par les opérations sur instruments conditionnels, comme le montre le tableau 5 à la page suivante.

Cette évolution correspond aux prises de position des banques face à l'instabilité des marchés de taux d'intérêt et de change, d'une part, et reflète la compétence reconnue sur la scène internationale de certains établissements français sur le marché des options.

Tableau 5 :
Opérations de hors-bilan en devises des établissements de crédit

En milliards de francs	1991	1992	92/91 en %
Engagements en faveur ou d'ordre d'autres institutions bancaires et financières	146.7	186.8	+27.4
Engagements reçus d'autres institutions bancaires et financières	167.7	170.9	+1.9
Engagements en faveur ou d'ordre de la clientèle	330.5	332.3	+0.5
Monnaies à recevoir	2782.8	3336.1	+19.9
Monnaies à livrer	2730.2	3400.3	+24.5
Titres à recevoir	11.2	15.0	+34.4
Titres à livrer	6.1	15.1	+146.2
Engagements sur instruments financiers à terme	5389.6	9797.3	+81.8

Source : Commission Bancaire

1.2. Le nouveau rôle de banquier international du système bancaire français

Du point de vue de l'insertion internationale du système bancaire résident, la principale transformation concerne son nouveau rôle de créateur de liquidité-franc sur les marchés internationaux.

Il convient, en effet, d'opérer la distinction suivante (TAVLAS et OZEKI 1992) : il y a, d'un côté, la *fonction d'intermédiation financière internationale* qui amène les banques résidentes à travailler sur des devises étrangères, c'est-à-dire sur les marchés des euro-devises; il y a, par ailleurs, la *fonction de banque internationale* qui conduit les banques résidentes à offrir des liquidités libellées dans leur propre monnaie aux non-résidents.

Dans le cadre de leur fonction d'intermédiation financière internationale, les banques (et les autres agents financiers) contribuent à activer la circulation des liquidités, mais ne créent pas de liquidités à proprement parler. En revanche, lorsqu'elles exercent leur fonction de banques internationales, les banques résidentes font de la *création monétaire* et contribuent, de ce fait, à alimenter l'offre de liquidités internationales (GALY, LEVY-GARBOUA et PLIHON 1979).

Jusqu'à une période récente, l'essentiel de l'activité internationale des banques résidentes consistait à effectuer de la transformation d'échéance en devises au profit des résidents et des non-résidents. Dans ce contexte, les banques françaises assumaient les risques habituels de liquidité, de taux d'intérêt et de solvabilité.

Depuis le milieu des années 1980, les banques résidentes se sont mises

à créer massivement de la liquidité-franc au profit des non-résidents. A la suite de la levée du contrôle des changes - et en particulier de la suppression de l'interdiction de prêts de francs aux non-résidents en mars 1989 - les créances bancaires extérieures à court terme en francs se sont très fortement accrues. Les dépôts de francs des non-résidents auprès des banques résidentes ont connu une évolution parallèle comme l'illustre l'évolution de la position à court terme des banques résidentes décrite dans le tableau 7 (voir infra).

Ainsi le système bancaire français contribue-t-il désormais d'une manière significative à la création monétaire internationale en offrant de la liquidité franc aux non-résidents sur une large échelle.

D'après les données de la BRI, le système bancaire résident aurait ainsi créé 100.9 milliards de dollars au profit des non-résidents de 1987 à 1992, soit 17.6% de la création totale de liquidité internationale, performance qui situe les banques françaises au deuxième rang, derrière les banques américaines, comme l'indique le tableau 6. A la fin de 1992, l'encours des engagements externes en francs des banques résidentes s'élevait à 120.2 milliards de dollars à la fin de 1992, soit 8.5% du total des engagements bancaires externes des pays industrialisés recensés par la BRI.

162

Tableau 6 : *Engagements bancaires en monnaies domestiques*

	Variations des encours (a) Cumuls sur la période 1987 - 1992		Niveaux des encours à la fin de 1992	
	milliards de \$	%	milliards de \$	%
Etats-Unis	201.0	35.0	615.0	43.6
Japon	60.5	10.5	195.0	13.8
Allemagne	70.0	12.2	144.5	10.2
Royaume-Uni	81.5	14.2	133.4	9.5
France	100.9	17.6	120.2	8.5
Suisse	20.4	3.6	62.6	4.4
Total Europe	313.7	54.7	578.4	41.0
Total Général	574.0	100.0	1411.2	100.0

(a) Variations d'encours corrigées des variations de parité

Source : Banque des Règlements Internationaux

2. le changement de comportement des non-résidents à l'égard du franc

Cette évolution du rôle international du système bancaire résident s'explique largement par le changement de comportement des non-résidents à l'égard du franc français. Cette transformation apparaît très nettement au

travers de la déformation de la position extérieure du secteur bancaire (1) ; on constate que les non-résidents cherchent à détenir du franc (2) et à s'endetter en franc (3) pour de nouveaux motifs.

21. Transformation de la position extérieure du secteur bancaire français

Dans le passé, le poids des opérations des résidents sur les devises était plus important que celui des opérations des non-résidents sur le franc. Le *comportement des résidents sur les devises* s'est caractérisé par une stabilité relative : depuis 1980, les résidents ont maintenu une position en devise débitrice à court terme (au comptant et à terme) à l'égard des banques résidentes (voir le tableau 7).

A l'inverse, les *opérations bancaires en francs avec les non-résidents* ont connu une évolution contrastée au cours de la période récente. Comme l'illustre le graphique 1, les non-résidents ont entretenu, jusqu'en 1989, une position créditrice à court terme en francs auprès des banques résidentes stabilisée aux environs de 40 milliards de francs. Par ailleurs, les opérations à terme des non-résidents sur le franc sont restées faibles jusqu'en 1988 (voir le tableau 7).

Les opérations en francs des banques résidentes avec l'étranger ont été littéralement bouleversées à la suite des transformations, notamment l'abolition du contrôle des changes, subies par le système financier français à la fin des années 1980. Tout d'abord les avoirs en francs des non-résidents auprès des banques résidentes se sont brutalement gonflés, passant de 145 à 482.9 milliards de francs de 1988 à 1992.

Pendant la même période, les prêts de francs à court terme aux non-résidents sont passés de 84.6 à 451.8 milliards de francs (voir le tableau 7). Par ailleurs, la position à terme sur le franc des non-résidents, qui était acheteuse à hauteur de 2 milliards de francs seulement en moyenne de 1980 à 1987, a connu une progression considérable pour devenir vendeuse à hauteur de -259.5 milliards de francs à la fin de 1992.

On verra plus loin (tableau 9) que l'évolution de la position à terme des non-résidents est très largement liée au comportement de couverture de leur position-titres par les non-résidents.

Pour la première fois en 1992, la position à court terme globale (comptant et terme réunis) en francs des non-résidents est devenue fortement négative, et s'élève à -228.4 milliards de francs contre +153.5 milliards en 1991.

Tableau 7
Origine de l'endettement net global à court terme du secteur bancaire

Milliards de francs	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
I. Position des non résidents en faveur (+) ou à l'encontre (-) du franc	29.3	29.7	24.8	45.2	65.9	45.3	38.3	36.4	58.6	48.4	479	153.5	-228.4
-Au comptant (avoir nets (+) des NR)	28.1	28	22.4	36.1	56.1	44.3	36.6	34.7	60.4	115	290.8	273.7	31.1
dont : Dépôts	38.6	37.2	34.3	49.3	69.1	61.1	69.2	100.9	145	231.6	447.1	482.9	482.9
Emprunts	10.6	9.2	11.9	13.2	13.1	16.8	32.6	66.3	84.6	116.6	156.3	209.2	451.8
- A terme (achats nets (+) de francs des NR)	1.2	1.6	2.4	9.1	9.9	1.1	1.7	1.7	-1.7	-66.6	-111.9	-120.2	-259.5
II. Position des résidents en faveur (-) ou à l'encontre (+) des devises	17	51.1	54	94.7	146.9	151.8	83.3	76.7	112.5	134.1	157.7	134.8	123.3
- Au comptant (avoirs nets (-) des R)	11.3	15.1	16.6	29.6	50.4	42	47.4	79.5	63.8	36.4	53.5	53.4	68
- A terme (achats (-) nets de devises	0	24.4	17.2	33.5	61.7	61.4	27.5	-11.4	39.1	88.4	91	81.4	55.2
- Autres	5.7	11.7	20.2	31.6	34.8	48.5	8.3	8.6	9.5	9.3	13.3	0	0
Total I + II	46.3	80.8	78.8	139.8	212.8	197.1	121.6	113.1	171.1	182.5	336.7	288.3	-105.1

2.2. Les nouveaux motifs de détention du franc par les non-résidents

Cette transformation de la position extérieure en francs des banques correspond à un changement de comportement des non-résidents à l'égard de notre monnaie.

La distinction opérée par la théorie de la demande de monnaie entre, d'une part, les motifs de transaction et, d'autre part, les motifs de placement et de spéculation est bien connue. Il semble que cette typologie puisse s'appliquer ici : après avoir détenu des francs dans le passé essentiellement pour des motifs de transaction, les non-résidents rechercheraient de plus en plus notre monnaie également pour des motifs de placement et de spéculation.

Cette interprétation est illustrée par l'évolution comparée, retracée par le graphique 2, des dépôts de francs des non-résidents auprès des banques résidentes, d'une part, et des recettes libellées en francs enregistrées en balance de base exprimée en termes de règlements³, d'autre part.

Il apparaît que, jusqu'à la fin de 1986, les deux séries ont évolué d'une manière très voisine.

Puis, les dépôts de francs des non-résidents ont progressé à un rythme différent (beaucoup plus rapide) et apparemment indépendant des recettes libellées en francs de la balance de base. En d'autres termes, la vitesse de circulation des liquidités-franc détenues par les non-résidents mesurée par rapport aux transactions (Règlements / Dépôts) a fortement baissé, comme le montre le graphique 2.

165

Analyse économétrique de la demande de francs par les non-résidents

On cherche ici à tester l'hypothèse selon laquelle le comportement des non-résidents à l'égard du franc se serait récemment modifié. En particulier, il s'agit de vérifier l'idée que la demande de franc des non-résidents ne se limite plus désormais aux seules encaisses de transaction.

L'équation habituelle, inspirée de la théorie de la demande de monnaie, a la forme générale suivante :

$$(3) \quad \frac{M}{P} = f(T, I, TCH)$$

avec : - M = encaisses monétaires

- P = niveau des prix

- T = volume des transactions

- I = taux d'intérêt

- TCH = taux de change anticipé

L'équation soumise à estimation a la spécification suivante :

³ Il s'agit de la part libellée en francs des recettes mensuelles de la balance des règlements enregistrées au titre des transactions courantes, des opérations de portefeuille et des investissements directs.

$$(4) \quad \log\left(\frac{DNRF}{PEXP}\right) = a + b \log\left(\frac{REXBASE}{PEXP}\right) + cIFR + dDTMM$$

avec : - DNRF = dépôts de francs des non-résidents
 - PEXP = prix des exportations
 - REXBASE = recettes de la balance de base libellées en francs
 - IFR = taux d'intérêt à court terme sur le franc
 - DTMM = écart de taux d'intérêt à court terme entre franc et mark

<i>Estimations sur données mensuelles</i>	a	$\log\left(\frac{REXBASE}{PEXP}\right)$	IFR	DTMM	R2	DFA(1)
1979.1 - 1985.12	-0.10	0.58	-0.015	-0.001	0.96	-3.78
1989.1 - 1992.12	-1.57	0.20	0.34	-0.33	0.98	-2.60

(1) DFA : test de Dickey-Fuller augmenté calculé sur les résidus des ajustements économétriques; avec 4 variables, la valeur critique est égale à - 3.67 au seuil de 10%, et à -3.95 au seuil de 5%.

L'équation (4) a été estimée sur deux sous-périodes, avant et après la rupture supposée dans le comportement de détention de francs par les non-résidents.

166

De 1979.1 à 1985.12, les transactions (REXBASE/PEXP) constituent la principale variable explicative du comportement de détention de francs par les non-résidents. Les taux d'intérêt en niveau et en différentiel ont un poids faible. Ces résultats sont voisins de ceux obtenus par GALY (1980) pour les années 1968-1977.

De 1989.1 à 1992.12, la variable de transactions a perdu de sa significativité et son pouvoir explicatif apparaît moindre que celui des taux d'intérêt. Une hausse du niveau du taux d'intérêt du franc accroît, ceteris paribus, la demande de franc des non-résidents.

Mais un creusement du différentiel de taux d'intérêt franc-mark amène une diminution de la détention de franc par les non-résidents, car une telle évolution correspond à une dépréciation anticipée du franc contre la monnaie allemande.

On notera également que les coefficients estimés du taux d'intérêt sur le franc (IFR) et du différentiel de taux d'intérêt (DTMM) ont une valeur absolue pratiquement identique mais sont de signes inverses (0.34 et -0.33, respectivement).

Ce résultat signifie que la hausse du taux d'intérêt sur le franc sans modification du différentiel de taux avec le mark n'amène pas les non-résidents à détenir d'avantage de dépôts en francs auprès des banques résidentes. En d'autres termes, la demande de franc par les non-résidents

dépend plus du taux d'intérêt sur le mark que du taux d'intérêt sur le franc. C'est l'illustration de la dépendance du franc par rapport à la monnaie allemande du point de vue des opérateurs sur les marchés internationaux.

Ainsi apparaît le changement récent de comportement des non-résidents, désormais plus sensibles aux variations de taux d'intérêt et de taux de change qu'à l'effet-transactions.

Ce résultat suggère que le franc est, plus que par le passé, une monnaie de placement - voire de spéculation - tout en demeurant une monnaie de second rang, notamment par rapport au mark. L'analyse de BAULANT, BOUTILLIER et RENARD (1992) va dans le même sens.

Les valeurs prises par le paramètre de Dickey-Fuller pendant les deux sous-périodes d'estimation retenues renforcent cette conclusion. Ce test statistique, qui mesure la stabilité des relations de comportement à partir de la distribution des résidus, montre en effet que la fonction de demande de franc des non-résidents est devenue moins stable au cours de la période récente.

Les ajustements économétriques qui viennent d'être présentés sont fragiles et doivent donc être interprétés avec prudence.

2.3. L'explosion des prêts de franc aux non-résidents

Le comportement financier des non-résidents semble également être à l'origine de la progression extrêmement rapide des prêts de francs aux non-résidents. Il faut rappeler que la période récente a été marquée par une forte croissance des investissements étrangers sur les titres libellés en franc, et notamment sur les titres de la dette publique française.

Cette attirance des non-résidents pour les titres en francs s'explique aisément par la libéralisation et la modernisation du système financier français. Celui-ci offre une gamme complète de titres dont se sont montrés friands les investisseurs étrangers en quête d'une diversification internationale de leurs portefeuilles.

Les efforts déployés par le Trésor public français pour moderniser la gestion de la dette publique, en proposant de nouveaux titres négociables très attractifs (les OAT en particulier), s'inscrit dans cette évolution. Au cours de la période récente, le rendement des titres ont été parmi les élevés sur le marché français, tout particulièrement sur le compartiment obligatoire.

Tableau 8
Part des titres publics dans les investissements des non-résidents

<i>Flux nets en milliards de francs</i>	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inv. des non-résidents :							
A/ sur les titres français (total)	54.1	47.1	69.6	181.2	234.1	167.0	283.7
B/ sur les titres publics	n.d.	24.6	17.7	106.5	142.0	46.1	183.9
OAT	6.8	15.6	-1.0	64.2	77.1	10.9	128.8
Bons du Trésor à L.T.	5.7	17.4	32.2	63.0	30.8	50.2	
Bons du Trésor à C.T.	3.3	1.3	10.1	1.9	4.4	4.9	
Rapport B/A en %	52.2	25.4	58.8	65.8	27.6	64.8	

Source : Banque de France, Direction de la Balance des Paiements

Jusqu'à la fin des années 1980, la stabilité du change procurée par le S.M.E. et la stabilité des prix en France (voir infra les tableaux 12 et 13) ont également contribué à susciter l'engouement des non-résidents pour les titres en francs, des investisseurs japonais en particulier.

Les crises de change récurrentes enregistrées depuis 1991 ont amené les non-résidents à se protéger contre le risque de change. Les informations disponibles indiquent qu'une partie importante des investissements des non-résidents sur les titres français, en particulier sur les titres émis par le Trésor public, a été financée par des emprunts de francs auprès du secteur bancaire résident⁴. En effet, on constate un fort parallélisme entre la brutale montée en régime des achats de titres français et des emprunts de francs auprès des banques françaises par les non-résidents (graphique 3).

Il apparaît que les non-résidents ont également procédé à la couverture de leur portefeuille de titres en francs par des ventes à terme de francs contre devises. Le tableau 9 montre ainsi que, de 1989 à 1992, la position-titres en francs des non-résidents a augmenté de 127% et que parallèlement les ventes à terme de francs par les non-résidents se sont accrues de 135%. On constate que le ratio entre les ventes à terme de franc des non-résidents et leur position-titres se maintient aux environs de 60%. Dans la mesure où les ventes à termes ne sont pas intégralement liées aux opérations sur titres, il est probable que les non-résidents ont couvert en moyenne à moins de 50% leurs position-titres en francs par des opérations à terme. Le taux de couverture effectif est cependant plus élevé si l'on prend en compte le fait qu'une partie des achats de titres ont été financés par des emprunts en francs.

⁴ La balance des paiements de la France, Rapport annuel 1992, notamment p.112 et p.120.

Tableau 9
Non-résidents : position-titres en francs et ventes à terme de francs

Milliards de francs et %	1989	1990	1991	1992	1992/1989
Position-titres en francs (a)					
- secteur officiel	154.4	327.1	408.4	588.2	+280%
- secteur bancaire 32.9	21.2	72.2	125.0	+265%	
- secteur privé	253.2	262.0	343.1	356.7	+39%
A/ Total	440.5	610.2	823.7	1069.9	+127%
B/ Ventes de francs à terme	284.1	364.3	451.1	668.5	+135%
Rapport B/A	64.6%	59.7%	54.8%	62.5%	

(a) Créances nettes des non-résidents

Source : Banque de France, Direction de la Balance des Paiements

Au total, les non-résidents ont cherché à se placer sur les titres français mais, dans le même temps, n'ont pas voulu prendre de risques sur la valeur future du franc. En effet, ceux-ci ont en grande partie fermé leurs positions de change par des opérations de ventes à terme et d'emprunts de francs. En d'autres termes, les investisseurs étrangers sont venus se placer sur les titres français pour acheter du franc à l'écart du franc et non du franc.

Mais ce comportement des non-résidents à l'égard du franc a deux séries de conséquences :

a/ Les investissements de portefeuille des non-résidents ne contribuent pas au financement de la balance des paiements française dans la mesure où ils sont compensés par les sorties de capitaux au titre des emprunts de francs.

De même, les achats de titres français financés par emprunts n'ont pas d'effet positif sur la parité du franc puisque ces opérations ne donnent pas lieu à des achats de francs.

b/ Le financement des entreprises et du Trésor public français réalisé selon ce processus est en fait assuré par de la création monétaire du système bancaire résident et non par un transfert direct et immédiat d'épargne étrangère au profit de l'économie française. En d'autres termes, on est en présence d'une monétisation de la dette des entreprises et du Trésor public français.

Conséquences sur la masse monétaire et ses contreparties

Ce nouveau comportement des non-résidents à l'égard du franc peut avoir d'importants effets sur l'évolution des agrégats monétaires en francs. Ainsi en 1992, du fait de la création monétaire induite par le fort endettement en franc des non-résidents auprès des banques résidentes,

on a assisté à un accroissement significatif de la contrepartie extérieure de la masse monétaire, en partie neutralisée par la destruction de monnaie liée aux pertes de réserves de change, comme le montre le tableau ci-après.

Tableau 10 : *Balance des liquidités et création monétaire*
(Milliards de francs et pourcentages)

	1989	1990	1991	1992
1. Balance des liquidités (ou balance globale)	-64.1	-90.4	-35.4	130.4
Secteur bancaire	-37.0	-149.4	-4.3	240.3
Secteur officiel	-27.1	58.9	-31.2	-109.9
2. Ajustement (a)	37.9	-14.7	45.3	14.4
1 + 2 : Variation de la contrepartie extérieure de M3	-26.2	-104.7	9.9	144.8
Croissance de M3 (b)	+ 9.6%	+ 8.9%	+ 2.5%	+ 5.2%
dont : croissance imputable à la contrepartie extérieure	- 0.6%	- 2.3%	+ 0.2%	+ 2.8%

(a) Ajustement dû à des différences de comptabilisation, notamment en ce qui concerne les réserves de change, entre les statistiques de masse monétaire et de balance des paiements

(b) Taux de croissance sur 12 mois

Source : Banque de France, DESM

170

Le tableau 10 montre que la contrepartie extérieure peut avoir, certaines années, un impact important sur l'évolution de la masse monétaire M3. Ainsi en 1990, les opérations du secteur bancaire ont eu un impact restrictif égal à -2.3% sur M3 par suite d'une augmentation de près de 100% des dépôts de francs des non-résidents (voir le tableau 7)⁵. En 1992, plus de la moitié de la croissance de M3 est imputable à la création monétaire d'origine extérieure (2.8% sur 5.2%). On constate également que la variabilité de la contrepartie externe de M3 est forte, ce qui signifie que les opérations des non-résidents sur le franc tendent à accroître l'instabilité de l'évolution de M3.

Le poids désormais important du comportement des non-résidents ressort également de l'évolution relative de la masse monétaire totale et des dépôts de francs des non-résidents :

⁵ Etant donné la définition actuelle de M3 et de ses contreparties, les avoirs des non-résidents auprès des banques résidentes sont enregistrés dans les contreparties (avec un signe négatif) et non du côté de la masse monétaire, ce qui peut apparaître surprenant.

Tableau 11 : *Poids des dépôts de non-résidents dans la masse monétaire*
Milliards de francs et pourcentages

	1982	1985	1989	1990	1991	1992
1. Dépôts en francs des non-résidents	34.3	61.1	231.6	447.1	482.9	489.2
2. Masse monétaire M3	2448.2	3322.0	4623.6	5034.3	5160.3	5430.1
3 = 1 / 2	1.4%	1.8%	5.0%	8.9%	9.4%	9.0%

Source : CNC et Banque de France

3. Le processus d'internationalisation de l'usage du franc

On vient de voir que le système bancaire résident contribue désormais d'une manière significative à la création de liquidités monétaires internationales en offrant de la liquidité-franc aux non-résidents. Cette offre est devenue très élastique par la suite de la suppression des contraintes réglementaires liées au contrôle des changes. Comme cela a été montré plus haut, la fonction de banquier international jouée par le système bancaire résident est la conséquence d'un changement de comportement des non-résidents à l'égard du franc, ceux-ci se portant sur notre monnaie pour des motifs qui vont au-delà de la simple détention d'encaisses de transactions.

171

Dans cette partie, on s'interroge sur la portée du processus d'internationalisation de l'usage du franc en commençant par (1) une analyse théorique des conditions de l'internationalisation d'une monnaie. Puis (2) cette grille d'analyse est confrontée à la situation actuelle du franc, ce qui permet d'éclairer les raisons de l'internationalisation de la monnaie française.

3.1. Considérations théoriques sur l'usage international d'une monnaie

En l'absence d'une monnaie mondiale, les fonctions de moyens de paiement, d'unité de compte et de réserve de valeur sont remplies à l'échelle internationale par des monnaies nationales. Une monnaie nationale fait l'objet d'un usage international lorsqu'elle est détenue par des non-résidents dans le pays d'émission, et lorsqu'elle est utilisée par des résidents et des non-résidents en dehors du pays d'émission (il s'agit alors des euro-marchés).

Certaines monnaies nationales sont choisies par les opérateurs internationaux parce que leur utilisation permet de *réduire les coûts de transaction* (coûts d'information et d'échange) occasionnés par les opérations commerciales et financières internationales.

Trois conditions doivent être satisfaites pour qu'une monnaie nationale

fasse l'objet d'un usage international (Tavlas 1991). En premier lieu, les opérateurs doivent avoir confiance dans la stabilité de la valeur de la dite-monnaie ainsi que dans la stabilité politique du pays d'émission. Selon cette analyse, plus le niveau et la variabilité du taux d'inflation sont faibles, et plus le taux de change est stable, plus les coûts de transaction (notamment les coûts d'information liés à l'incertitude) liés à l'usage de cette monnaie seront abaissés.

En second lieu, le degré d'utilisation internationale d'une monnaie dépend de l'importance et de la structure du commerce extérieur du pays émetteur. Plus le poids d'un pays dans le commerce international est élevé, plus sa monnaie est susceptible d'être utilisée par des pays tiers. Les usages commerciaux sont tels que les échanges commerciaux sont le plus souvent libellés dans la monnaie des pays exportateurs. Ce constat s'applique en particulier aux pays exportateurs de produits industriels différenciés (Tavlas 1991). Par ailleurs, plus les exportations d'un pays sont importantes, plus grandes seront les économies d'échelle appliquées aux coûts de transaction, ce qui renforcera l'utilisation de la monnaie du pays en question. Le poids croissant du mark allemand dans les liquidités monétaires internationales peut être aisément expliqué en termes de ces deux conditions de stabilité-confiance et de poids dans les échanges internationaux : l'Allemagne détient, en effet, le record de stabilité des prix en longue période (voir le tableau 14 supra) et s'est hissée au rang de deuxième exportateur dans le commerce international, juste derrière les Etats-Unis et devant le Japon (voir le tableau 16 supra). Ce n'est pas un hasard si les trois principales monnaies internationales actuelles sont émises par les trois premières nations exportatrices qui ont connu, de surcroît, la plus grande stabilité des prix en longue période.

Troisième condition : le pays émetteur doit disposer de marchés financiers largement libéralisés, car toute forme de réglementation se traduit par des coûts de transaction supplémentaires. Par ailleurs, les marchés financiers doivent être larges, c'est-à-dire offrir une large palette d'instruments financiers et doivent être profonds, assurant une liquidité suffisante grâce à l'existence de marchés secondaires développés. Un pays disposant de marchés financiers peu réglementés, larges et profonds est en mesure de jouer efficacement le rôle de centre bancaire international. Ces conditions sont clairement satisfaites par la City, ainsi que par les marchés de Chicago, de New York ou de Philadelphie, ce qui a contribué à l'usage international de la livre sterling et du dollar, respectivement. Par contraste, le fait que le yen ait joué un rôle international modeste jusqu'à une période récente provient en partie du caractère réglementé et peu développé du système financier japonais.

Tableau 12 : Niveau et variabilité de l'inflation (a)

en pourcentages	France	Allemagne	Italie	Royaume Uni	Suisse	Etats Unis	Japon
<i>Taux d'inflation moyen (b)</i>							
1970-79	10,9	5,4	15,2	14,6	5,4	8,6	9,4
1980-84	7,6	3,0	10,6	5,3	3,2	3,9	1,9
1985-89	3,2	1,2	5,7	5,4	2,2	3,6	1,0
1990-93 (c)	2,7	3,5	5,6	4,5	4,2	3,5	2,2
1970-93 (c)	7,3	3,8	11,0	9,1	4,2	5,8	5,0
<i>Variabilité de l'inflation (d)</i>							
1970-79	0,32	0,31	0,69	0,80	0,49	0,36	0,90
1980-84	0,32	0,27	0,43	0,56	0,40	0,34	0,62
1985-89	0,19	0,23	0,24	0,46	0,33	0,21	0,49
1990-93 (c)	0,16	0,25	0,19	0,62	0,34	0,23	0,43
1970-93 (c) (e)	0,37	0,30	0,60	0,73	0,43	0,35	0,80

(a) Inflation mesurée à partir des indices de prix à la consommation

(b) Taux de variation annuels moyens en glissement calculés sur des indices mensuels

(c) Jusqu'en décembre 1992 pour la France; jusqu'en août 1993 pour les autres pays

(d) Variabilité mesurée par l'écart-type des variations mensuelles des indices de prix

(e) La moyenne des écarts-types des sous-périodes n'est pas nécessairement égale à l'écart-type moyen sur l'ensemble de la période

Source : Indices de prix nationaux, BRI

173

3.2. Données sur le processus d'internationalisation du franc

On va voir maintenant que le franc français satisfait largement les conditions, qui viennent d'être énoncées, de l'utilisation internationale d'une monnaie. Les données disponibles montrent effectivement l'existence d'un processus d'internationalisation de la monnaie française. Il appert que l'internationalisation du franc s'explique beaucoup plus par des raisons d'ordre financier que commercial.

a/ Stabilité du franc et crédibilité de la politique monétaire

La stabilité monétaire est devenue l'objectif prioritaire des politiques économiques dans les pays industrialisés depuis le milieu des années 1970. La définition d'objectifs de masse monétaire et la création, en Europe, du S.M.E. s'inscrivent dans cette perspective.

S'agissant de la stabilité monétaire interne, c'est-à-dire la lutte contre l'inflation, il apparaît que les principaux pays industrialisés ont obtenu des résultats significatifs, comme l'indique le tableau 12. La désinflation a été la plus forte au Japon et en France où le taux moyen moyen d'inflation a été

Tableau 13 : *Variation et volatilité des taux de change (a)*

Pourcentages	Franc Français	Mark	Lire Sterling	Livre Suisse	Franc	Dollar	Yen
<i>Variation des taux de change (b)</i>							
1975 - 1986	-24.3	+44.0	-49.8	-34.9	+72.3	+3.4	+108.7
1987 - 1990	+1.7	+4.5	-3.1	+9.3	+1.6	-17.0	+2.9
1991 - 1993.8	+0.5	+2.9	-20.3	-14.0	-2.7	+7.2	+43.4
1975-1993.8	-33.0	+57.1	-61.5	-38.2	+74.9	-12.1	+214.4
<i>Volatilité des taux de change (c)</i>							
1975-1979.2	1.29	1.16	1.91	1.73	1.96	1.27	1.92
1979.3- 1986	1.03	0.96	0.74	2.05	1.46	2.14	2.39
1987-1990	0.51	0.74	0.52	1.63	1.19	2.05	2.29
1991-1993.8	0.84	0.92	2.14	2.17	1.29	2.16	1.95
1975-1993.8	0.99	0.97	1.34	1.94	1.54	1.98	2.24

(a) Taux de change effectifs mensuels calculés d'après une double pondération exportation-importation par l'OSCE

(b) Variation totale sur l'ensemble des périodes considérée. Signe + : appréciation ; Signe - : dépréciation

(c) Volatilité mesurée par l'écart-type des variations mensuelles des indices de taux de change effectifs

Source : BRI et Office Statistique des Communautés Européennes

174

divisé par plus de quatre entre les années 1970-79 et 1990-93. Le Japon et la France ont enregistré les taux moyens d'inflation les plus bas depuis le début de la décennie.

On a vu que la réduction des coûts de transaction constitue l'un des déterminants de l'utilisation internationale des monnaies. Dans cette optique, on a construit un indicateur de variabilité du taux d'inflation qui mesure le degré d'incertitude affectant le rythme futur d'inflation. Selon ce critère, il apparaît que l'économie française se classe en très bon rang : sur l'ensemble des années 1970-1993, la France vient au troisième rang derrière l'Allemagne et les Etats-Unis et obtient le meilleur résultat pour la période la plus récente des années 1990-1993 (voir les deux dernières lignes du tableau 12).

Les mêmes critères que ceux qui viennent d'être exposés ont été appliqués à l'analyse de *la stabilité monétaire externe*, c'est-à-dire à l'évolution des taux de change. On voit sur le tableau 13 que la parité du franc français, mesurée en terme de taux de change effectif, s'est dépréciée de 33% de janvier 1975 à août 1993. Par ailleurs, il apparaît que le taux de

change du franc français est l'un des plus stables en longue période. En effet, la variation totale enregistrée par le franc français depuis 1975 est l'une des moins élevées parmi les principales monnaies; de plus, le franc français a connu, avec le mark, la volatilité la plus faible (voir le bas du tableau 13)

b/ L'utilisation du franc dans les échanges internationaux de biens et services

On l'a vu, le degré d'utilisation internationale d'une monnaie dépend de l'importance et de la structure du commerce extérieur du pays émetteur de cette monnaie.

Le poids de l'économie française dans le commerce mondial est demeuré stable en longue période. La France a maintenu durablement sa position de quatrième exportateur mondial, derrière les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon. Le tableau 14 montre ainsi que la part de marché des exportations françaises dans le commerce mondial s'est située autour de 6.5% de 1970 à 1992. La part des exportations allemandes a également connu une relative stabilité à environ 12%. En revanche pendant la même période, la part de marché du Japon s'est accrue tandis que baissaient les parts de marché des Etats-Unis et du Royaume-Uni. Par ailleurs, la part des exportations à destination des pays industrialisés a sensiblement augmenté pour chacun des cinq principaux exportateurs mondiaux. La France vend désormais près de 80% de ses exportations dans les autres pays industrialisés, ainsi que l'Allemagne et le Royaume-Uni.

D'après les données statistiques disponibles, qui datent malheureusement un peu, le poids du franc français comme monnaie de facturation dans le commerce mondial a eu tendance à augmenter (voir le tableau 15. A). S'agissant du commerce extérieur de la France, on constate des évolutions opposées à l'importation et à l'exportation : de 1975 à 1989, la part du franc a augmenté à l'importation, passant de 33% à 50%, mais a diminué à l'exportation de 69% à 58.6% (voir le tableau 15.B). Cette évolution dans la part des monnaies de facturation n'est pas propre à la France puisque l'on constate une transformation similaire dans le cas de l'Allemagne, comme le montre le tableau 15. C. Ces modifications s'expliquent aisément par le rédéploiement géographique des échanges extérieurs qui se concentrent désormais d'avantage entre pays industrialisés, par suite notamment de la diminution du poids du pétrole et des matières premières dans les importations de ces pays.

Tableau 14
*Parts de marché et structure des exportations
 des principaux pays industrialisés*

	1970	1975	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1991	1992
Parts de marché des exportations nationales (en % par rapport au commerce mondial)										
Etats-Unis	15.3	13.5	11.8	12.4	12.3	11.4	12.0	11.8	12.3	12.3
Allemagne	12.1	11.3	10.3	10.3	9.7	12.2	12.0	12.3	11.7	11.6
Japon	6.8	7.0	7.0	8.1	9.6	10.6	9.8	8.7	9.2	9.3
France	6.4	6.7	6.2	5.7	5.5	6.3	6.2	6.5	6.3	6.5
Royaume-Uni	6.9	5.6	5.9	5.7	5.3	5.4	5.4	5.6	5.4	5.2
Parts des exportations nationales effectuées vers les pays industriels (en % des exportations totales)										
Etats-Unis	61.2	57.3	56.8	55.2	60.5	63.7	62.6	63.9	61.3	61.3
Allemagne	73.4	69.1	74.4	73.0	77.8	81.4	83.1	80.4	79.7	79.7
Japon	54.5	39.6	45.3	47.3	55.8	62.2	60.4	58.6	55.7	55.7
France	67.7	64.9	65.0	63.2	67.8	72.8	76.5	76.9	78.2	78.2
Royaume-Uni	52.2	63.3	69.6	70.5	76.1	76.9	77.6	80.0	80.1	80.1

Sources : F.M.I., Statistiques Financières Internationales et Direction of Trade

Tableau 15 :
LES MONNAIES DE FACTURATION
DANS LES ÉCHANGES COMMERCIAUX

Tableau 15. A : *Monnaies de facturation des exportations mondiales
pourcentage des exportations mondiales*

	Dollar	Mark	Livre £	Franc	Yen
1980	34.5	10.2	5.5	4.1	2.0
1987	24.8	12.4	5.0	5.0	3.5

Sources : FMI, Direction of Trade; Données nationales. Tableau cité par TAVLAS (1991) p. 26

Tableau 15. B : *Monnaies de facturation du commerce extérieur français*

Pourcentages	1975	1980	1985	1988	1989
<i>Exportations</i>					
Franc	69.0	62.5	61.5	58.9	58.6
Devises	31.0	37.5	38.5	41.1	41.4
Dollar	8.5	13.2	15.4	11.6	11.7
Mark	8.9	9.4	9.2	10.1	10.3
Autres devises	13.6	14.9	13.9	19.4	19.4
<i>Importations</i>					
Franc	33.0	34.0	40.9	48.0	50.
Devises	67.0	66.0	59.1	52.0	50.0
Dollar	23.4	33.1	29.2	17.2	15.5
Mark	16.0	12.8	12.4	14.8	14.3
Autres devises	27.6	20.1	17.5	20.0	20.2

177

Source : Banque de France

Tableau 15. C : *Monnaies de facturation du commerce extérieur allemand*

Pourcentages	1980	1985	1988	1989	1990
<i>Exportations</i>					
Mark	82.5	79.5	79.2	79.2	77.0
Dollar	7.2	9.5	8.0	7.5	6.5
Franc	2.8	2.7	3.2	3.4	3.9
<i>Importations</i>					
Mark	43.0	47.8	52.6	52.6	54.3
Dollar	32.3	28.1	21.3	22.3	20.9
Franc	3.3	3.8	3.6	4.1	3.6

Source : Bundesbank

c/ Libéralisation et internationalisation de la place de Paris

La place de Paris a été profondément modernisée depuis le milieu des années 1980, Paris a ainsi en grande partie rattrapé son retard par rapport aux places étrangères, notamment par rapport à ses principales concurrentes européennes de Londres et de Francfort. Les pouvoirs publics français ont joué un rôle décisif dans le «Big Bang» français en libéralisant très largement les opérations financières, à commencer par le contrôle des changes, et en facilitant la création de nouveaux marchés. Aujourd'hui, la place de Paris fonctionne comme un marché global, offrant une gamme complète d'instruments financiers couvrant l'ensemble des échéances, au comptant et à terme.

C'est sans doute en France que la croissance des marchés financiers a été la plus rapide depuis dix ans. Depuis 1980, la capitalisation boursière totale de la place a été multipliée par 3,3, atteignant 5100 milliards de francs à la fin de 1992. Durant la même période, le montant des transactions a été multiplié par neuf.

Avec une capitalisation boursière estimée 1930 milliards de francs à la fin de 1992, *le marché français des actions* se situe au quatrième rang mondial, selon le critère du poids de la capitalisation boursière des actions nationales par rapport au PIB égal à 27,6%, comparé aux pourcentages de 106% pour le Royaume-Uni, 64,8% pour le Japon et 63,8% pour les États-Unis (NYSE).

Les marchés des obligations et des produits dérivés ont été les compartiments les plus dynamiques de la place de Paris. La capitalisation obligataire, estimée à 3200 milliards de francs à la fin de 1992 (contre 585 milliards en 1980), représentait 5,1% de la capitalisation obligataire mondiale. Par rapport au PIB, la capitalisation obligataire à Paris se situe à 45,7% en 1992, contre 68,4% à Londres, 80,9% en Allemagne, 34,5% à New York et 34,5% à Tokyo.

Le degré important d'*internationalisation du système financier français* constitue l'une de ses caractéristiques majeures. Paris est l'une des places les plus ouvertes aux investisseurs étrangers. Le développement de l'implantation bancaire étrangère en témoigne. Le nombre d'établissements de crédit étrangers présents ou représentés en France est passé de 264 à 423 de 1985 à 1991 (PETIT 1993). La présence de banques étrangères en France est, après la Grande-Bretagne, la plus élevée des pays de la Communauté Européenne. Le processus d'implantation étrangère se constate aussi parmi les sociétés de bourse, dont un tiers environ est sous contrôle étranger. De même, 40% des adhérents du MATIF sont d'origine étrangère, et 60% des opérations sur le MONEP sont réalisées par des intervenants non-résidents.

Avec 211 sociétés étrangères à la fin de 1992, la Bourse de Paris se place au sixième rang mondial pour le nombre de sociétés étrangères cotées, derrière les bourses britannique, hollandaise, allemande, suisse et le NASDAQ de New York. Toutefois, le volume des transactions sur actions étrangères demeure modeste : 100 millions de francs par jour en moyenne depuis le début de 1993. Par contre, les actions françaises constituent le troisième compartiment étranger du SEAQ International de Londres selon le pourcentage des transactions réalisées, avec 16% des transactions, après le Japon (19%), l'Allemagne (17%), et devant les Etats-Unis (8%).

Si la taille du marché français des actions demeure encore modeste par rapport aux trois plus grandes places financières, celui-ci est - avec le marché allemand - le plus ouvert aux investisseurs étrangers. La part des non-résidents parmi les détenteurs d'actions françaises est passée de 14% à 18,4% de 1990 à 1992. Ces pourcentages ne prennent pas en compte les investissements directs et sous-estiment donc l'importance des participations étrangères, comme le montrent les enquêtes effectuées par la Banque de France (1992).

Tableau 16 : *Part des non-résidents sur les places financières (pourcentages par rapport à la capitalisation boursière fin 1992)*

Allemagne	France	Royaume-Uni	Japon
20%	18,4%	13%	6%

179

Source : OCDE, Statistiques financières

d/ Le franc comme monnaie internationale de placement et d'endettement

L'usage international d'une monnaie ne se limite pas aux transactions commerciales et concerne de plus en plus les opérations financières. Une mesure globale de l'usage du franc est donnée par la répartition par devises de l'activité du marché des changes. La part du franc serait encore très modeste par rapport aux principales monnaies, d'après les résultats de la dernière enquête réalisée par la BRI en avril 1992 :

Tableau 17 :
*Répartition par devises de l'activité sur le marché des changes
Transactions quotidiennes - Avril 1992*

	Dollar	Mark	Yen	Livre sterling	Franc suisse	Franc français	Autres	Total
Milliards de dollars	1114	544	313	185	116	51	384	2707
Pourcentages	41	20	11,5	7	4,5	2	14	100

Source : BRI, Enquête des Banques centrales sur l'activité du marché des changes, avril 1992

Ces données de la BRI sur la répartition par devises du volume global des transactions sur le marché des changes donnent vraisemblablement une image trompeuse du poids actuel du franc français sur les marchés financiers internationaux. Car la plupart des autres informations disponibles tendent à suggérer que l'utilisation du franc comme monnaie internationale de placement et d'endettement s'est sensiblement accrue au cours des années les plus récentes. Ainsi, s'agissant des opérations bancaires internationales, il appert (tableau 18. A) que le franc français représente à la fin de 1992 en moyenne 8% des créances et engagements bancaires externes en monnaies domestiques. La monnaie française tend à supplanter la livre sterling et le franc suisse pour occuper la quatrième place, à un niveau sensiblement inférieur, il est vrai, à celui du dollar, du yen et du mark.

Tableau 18 :
LE FRANC COMME MONNAIE DE PLACEMENT ET D'ENDETTEMENT

Tableau 18. A : Répartition par monnaies des opérations bancaires internationales
Créances et engagements bancaires externes en monnaie domestique

180

Pourcentages	1988	1989	1990	1991	1992
<i>Engagements bancaires externes</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dollar	39,8	38,2	32,8	32,1	32,0
Yen	27,9	29,6	26,8	29,3	28,5
Mark	11,8	13,4	15,9	14,7	13,3
Livre	6,2	5,3	6,3	5,2	5,6
Franc suisse	5,4	6,3	7,5	6,5	5,7
<i>Franc français</i>	3,4	3,6	4,3	4,5	7,3
Autres monnaies	5,5	6,6	6,4	7,7	7,6
<i>Créances bancaires externes</i>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dollar	46,8	45,2	39,0	39,5	43,5
Yen	24,2	22,6	20,9	18,4	13,8
Mark	7,2	7,5	8,4	8,8	10,2
Livre	10,6	9,5	11,9	10,7	9,5
Franc suisse	1,9	3,7	5,0	4,7	4,4
<i>Franc français</i>	2,3	3,6	6,5	7,9	8,5
Autres monnaies	7,0	7,9	8,3	10,0	10,0

Source : BRI, Activité bancaire et financière internationale

Tableau 18. B : Répartition par monnaies des émissions obligataires internationales

Pourcentages calculés sur les émissions totales annoncées

	1989	1990	1991	1992
Dollar	51	30	29	33
Yen	10	18	15	14
Mark	6	4	4	11
Livre	5	6	7	7
Franc suisse	8	9	5	5
Franc français	2	4	7	9
ECU	5	10	12	7
Autres monnaies	13	19	21	14
Total	100	100	100	100

Source : Bank of England Quarterly Bulletin

Tableau 18. C : Emissions d'obligations en francs sur le marché intérieur et sur le marché international

Volume des émissions brutes en prix d'émission et en milliards de francs

	Année 1990	Année 1991	Année 1992	9 mois 1993
<i>Emissions sur le marché intérieur</i>	313	316	345	422
- par l'Etat	91	102	161	298
- par les autres résidents	218	210	162	124
- par les non-résidents	4	4	2	0
<i>Emissions sur le marché international</i>	41	90	126	145
- par l'Etat	0	0	0	0
- par les autres résidents	21	56	82	94
- par les non-résidents	20	34	44	51

Source : Banque de France, SESOF

De même, sur le marché obligataire international, les émissions en francs occupaient fin 1992 la troisième place (voir le tableau 18. B), avec une part estimée à 9%, derrière le dollar (33%), le yen (14%) et le mark (11%), mais devant la livre (7%) et l'ECU (7%). Les émissions d'obligations en francs sur le marché international ont progressé à un rythme extrêmement rapide depuis 1990. Comme l'indique le tableau 18. C, le volume des euro-émissions en francs a triplé, passant de 41 à 126 milliards de francs de 1990 à 1992, une part importante de cette évolution étant imputable aux

émissions effectuées par les non-résidents. Cette croissance se poursuit actuellement puisque le volume des émissions a atteint 145 milliards de francs au cours des neuf premiers mois de 1993.

e/ L'utilisation du franc comme monnaie de réserve

En dernier lieu, l'utilisation internationale des monnaies peut enfin être évaluée en fonction de la part de celles-ci dans les réserves officielles de change. Selon ce critère, il apparaît que le poids du franc français s'est sensiblement accru au cours de la dernière décennie. Les statistiques du FMI, retracées sur le tableau 21 montrent en particulier que la part du franc français dans les réserves officielles de change des pays industrialisés a fortement augmenté, passant de 0.1% à 4.6% de 1982 à 1991. Le franc français occupe actuellement la cinquième place parmi les monnaies de réserve; son poids reste néanmoins modeste par rapport au dollar, au mark et au yen.

Tableau 19 :
*Part des différentes monnaies nationale dans les avoirs officiels
(en pourcentage)*

	1982	1984	1986	1988	1989	1990	1991
<i>Ensemble des pays</i>							
Dollar	70.5	70.0	67.1	64.7	60.2	57.6	56.2
Mark	12.3	12.6	14.6	15.6	19.0	18.6	17.3
Yen	4.7	5.8	7.9	7.7	7.7	8.9	9.9
Livre sterling	2.3	2.9	2.5	2.7	2.7	3.4	3.8
<i>Franc français</i>	1.0	0.8	0.8	1.0	1.4	2.3	3.6
Franc suisse	2.7	2.0	2.0	2.0	1.5	1.4	1.4
Autres monnaies	6.5	5.9	5.1	6.4	7.4	7.8	7.9
<i>Pays industrialisés</i>							
Dollar	76.7	73.5	69.4	67.7	59.6	56.0	51.6
Mark	12.5	15.1	16.7	17.3	22.5	21.9	21.2
Yen	4.5	6.3	8.3	7.0	8.1	9.6	11.3
Livre sterling	0.7	1.4	1.3	1.5	1.4	1.9	2.1
<i>Franc français</i>	0.1	0.1	0.1	0.7	1.1	2.5	4.6
Franc suisse	0.7	1.5	1.7	1.7	1.2	1.1	0.9
Autres monnaies	3.8	2.0	2.5	4.1	6.0	7.2	8.3

Source : FMI, Rapport Annuel 1992

Eléments de conclusion

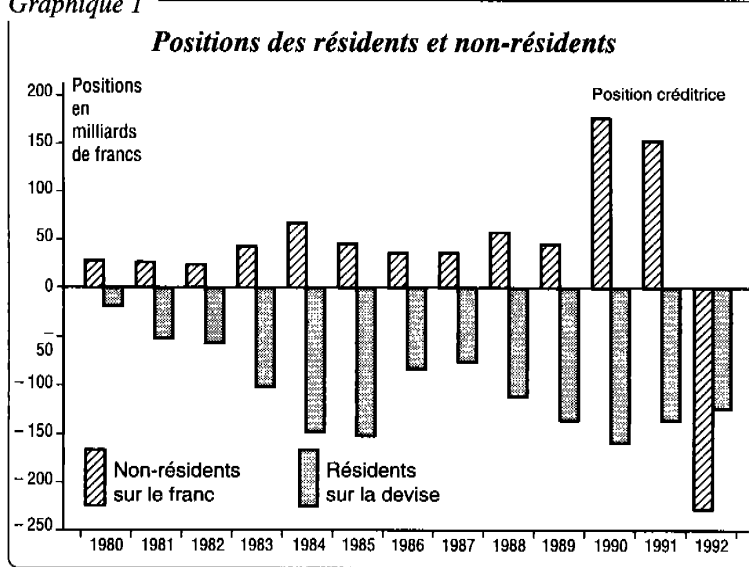
On vient de voir que l'usage du franc tend à s'internationaliser à la suite des mutations qui ont récemment transformé le système financier français. Dans cette étude, on a cherché à montrer comment a évolué la place des banques résidentes dans le système financier international. Il apparaît que l'usage international du franc fait désormais jouer aux banques résidentes un rôle de banquier, et non plus seulement d'intermédiaire financier, à l'échelle internationale.

D'ailleurs, l'onde de choc provoquée par ces mutations financières ne se limite pas au secteur bancaire résident. On constate, en effet, que ce mouvement affecte également l'ensemble des relations monétaires et financières de la France avec le reste du monde, et en particulier les dynamiques d'ajustement de la balance des paiements et du taux de change du franc (PLIHON 1993).

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

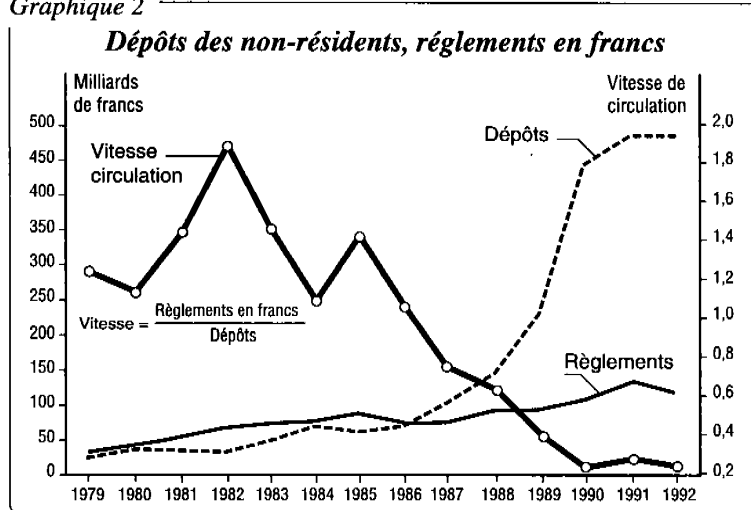
- BAULANT C., BOUTILLIER M. et RENARD F. (1992), Taux d'intérêt et comportements spéculatifs sur le marché du franc français, *Economie et Prévision*, n°106
- GALY M., LEVY-GARBOUA V. et PLIHON D. (1979), Monnaie, balance des paiements et marché des changes, *Revue Economique*, Vol. 30, n° 4, juillet
- GALY M. (1980), Les mouvements de capitaux à court terme dans la balance des paiements française, Banque de France, *Cahiers Economiques et Monétaires*, n°10
- PETIT J-P (1993), La place financière de Paris dans la compétition européenne et mondiale des années 90, *Les notes bleues de Bercy*, Ministère de l'Economie, juillet
- PLIHON D. (1994), Mouvements de capitaux et instabilité monétaire, XIIIème Colloque Banque de France - Université, *Cahiers Economiques et Monétaires*, n° 43, Banque de France.
- TAVLAS G. (1991), On the international use of currencies : the case of the Deutsche Mark, Princeton University, *Essays in International Finance*, n°181, mars
- TAVLAS G. et OZEKI Y. (1992), The internationalization of currencies : an appraisal of the Japanese Yen, International Monetary Fund, *Occasional Paper* n° 90, janvier

Graphique 1



184

Graphique 2



Graphique 3

