



No 1998 – 12
Octobre

Structures financières et transmission
de la politique monétaire en Europe :
analyses comparatives de l'Allemagne,
la France, l'Italie et le Royaume-Uni

Benoît Mojon

TABLE DES MATIERES

Summary	4
Résumé	6
Introduction	8
1. Définition des critères de comparaison	10
2. Premier critère : transmission entre les taux d'intérêt	11
2.1. Déformations de la courbe des taux	12
2.2. La transmission vers les taux intermédiés	13
2.3. Pratiques de fixation des taux d'intérêt sur le crédit.....	16
3. Deuxième critère : potentiel des effets revenus et des effets richesses	24
3.1. Bilan des agents non financiers.....	24
3.1.1. Entreprises : développement inégal des marchés d'actions	24
3.1.2. Les ménages épargnent dans les produits qui leur sont proposés.....	25
3.2. Effets revenus des variations de taux d'intérêt.....	26
3.2.1. Entreprises : le niveau des taux d'intérêt compense les différences de niveaux d'endettement	26
3.2.2. Ménages : les statistiques agrégées cachent les effets redistributifs .	26
3.3. Effets richesses des variations de taux d'intérêt.....	27
4. Troisième critère : impacts sur les intermédiaires financiers	28
4.1. La sensibilité des dépôts bancaires aux taux d'intérêts	30
4.2. Structure du secteur bancaire	31
4.3. Fragilité du secteur bancaire	33
5. Quatrième critère : accès à la liquidité et entraves aux effets de substitution. ..	34
5.1. Relations de clientèle	35
5.2. Collatéralisation	37
5.3. Détournements des contraintes de liquidité	39
6. Synthèse	39
7. Conclusion	43
Annexe de schéma et figures	43
Bibliographie	56
Liste des documents de travail du CEPII	60

SUMMARY

The transmission of the monetary policy depends on the characteristics of an economy and in particular on its financial structure. Thus, a restrictive monetary policy will not have the same effects on consumption in a country where the households are heavily indebted as in a country where their debt is limited. We propose a comparative analysis of the financial determinants of the transmission of monetary policy in Germany, France, Italy, and in the United Kingdom. This raises the question of whether the financial structures of these future members of the Monetary Union are homogeneous enough so that a single monetary policy will have homogeneous effects in the four countries?

Initially, the analysis of the role of financial structures in the theories of transmission enables us to figure out criteria for evaluating the financial systems of Germany, France, Italy and the United Kingdom. In so doing, we endeavour to underline institutional asymmetries likely to disturb the transmission of the unified monetary policy.

On the one hand, it seems that the transmission of shocks on the interest rate used as the instrument of monetary policy toward the whole range (from short term to long term) of market interest rates, will be homogeneous over the EMU countries. Moreover, the saving rates of non-financial private agents, households and firms are now homogeneous in the four, large European countries.

On the other hand, the financial and banking practices in force in the various European countries are still rather different, especially with regard to the operations of households and small and medium-sized firms, for which the international competition among financial intermediaries remains very limited. The interest rates which are applied to them are dependent on the conditions of distribution of credit inside the national borders, because the effect of the single market on retail banking is still very modest; the levels of credit and debt are also very heterogeneous; and the financial intermediaries are more or less vulnerable to the shocks of short term interest rates from one country to another. These three differences between the financial structures of the large European countries will introduce asymmetrical effects of the single monetary policy across countries. Besides, there is very little evidence of a credit channel of monetary policy in the European countries.

First of all, the differences in the elasticity of banks interest rates with respect to the instrument rate of monetary policy are obvious. Each of the four countries is dominated by a single type of credit contract. In Germany, companies borrow at fixed rate and loans to households can be either at fixed rate or at variable rates. The situation between households and companies is reversed in France, compared to that of Germany, but the two countries are dominated overall by fixed rate credit. In contrast, Italian and British credit are granted at variable rates. In these two countries, the reference rates of credit are short term market rates, even for long term credit. French and German non-financial borrowers should thus be relatively isolated from the variations of short term interest rate, compared to their Italian and British counterparts.

Second, the debts to which these variations of interest rate apply are of unequal importance through out Europe. The debt of the Italian private agents represents 60 % of the GDP, as opposed to 90 % in France, 117 % in the United Kingdom and 125 % in Germany. These differences stem partly from regulations on the access of the households to mortgages, which are particularly stringent in Italy. But, overall the distribution of credit between households and companies converges towards an average of " 50 / 50 ". Also, the traditional opposition between heavily indebted British households and heavily indebted companies of the continent has lost its relevance. We thus envisage that the wealth effects of European monetary policy will be less effective in Italy than in the other countries.

Moreover, an increase in the interest rate instrument of the monetary policy results in a fall of the bank deposits in the four countries. Following this fall of resources, the intermediaries can either issue certificates of deposit or reduce the size of their assets stocks, either by selling stocks and, or, by adjustment of their supply of credit. The portfolio of stocks held by the financial intermediaries represent between 15 and 25 % of their credit. It thus seems that the asset management of liquidity is still largely practised in Europe. It can also be observed that there is a very strong inertia of intermediaries in their traditional trades (savings and loans banks, commercial banks...) and a strong dispersion of profitability through out Europe.

Third, the level of exposure of the financial intermediaries balance sheets to interest rate risks which appears very heterogeneous through out Europe. In the United Kingdom, both credits and deposits are indexed on short term market interest rates. In the three other countries, the intermediaries hold a long position on long rates, which amounts to half aggregate assets in Germany, and a third in Italy and France. Moreover, German intermediaries are characterized by a short position on short rates which represents 20 % of their assets. With unchanged assets, a rise in the short rates should deteriorate the profits of the German intermediaries much more clearly than those of the intermediaries elsewhere.

Lastly, empirical work on the existence of a credit channel in the European countries does not show a quantitative rationing of borrowers following shocks to monetary policy. It can however not be excluded that, among the redistributive effects of a rise of the short rates, a "broad credit channel " operates in the European countries. For example, a drop in real prices largely affected the borrowing capacity of households and companies in the United Kingdom, and in France at the beginning of the 1990's. But these mechanisms do not necessarily depend on a fall in the credit supply. It is due rather to a decrease in credit demand or to a fall of loanable funds. Italy and France dissociate themselves by systems which make it possible for borrowers to protect themselves from a contraction of the credit supply. Italian banks propose credit lines, and French companies have the possibility of substituting commercial credit for bank credit. Although it is difficult to show, the costs associated with these substitutions—either through an increase in the rate of the credit, or by a hardening of the access to credit—, can affect final demand.

RESUME

La transmission de la politique monétaire dépend des caractéristiques des économies et en particulier de leurs structures financières. Ainsi, une politique monétaire restrictive n'aura pas les mêmes effets sur la consommation dans un pays où les ménages sont très endettés et dans un pays où leur endettement est limité. Nous proposons une analyse comparative des déterminants financiers de la transmission en Allemagne, en France en Italie et au Royaume Uni. On peut en effet se demander si les structures financières de ces futurs membres de l'Union Monétaire sont elles suffisamment homogènes pour que la politique monétaire unique ait des effets homogènes dans les quatre pays ?

Dans un premier temps, l'analyse du rôle des structures financières dans les théories de la transmission nous permet de dégager des critères d'évaluation des systèmes financiers de l'Allemagne, de la France de l'Italie et du Royaume Uni. Dans cette entreprise, nous nous attachons à souligner les asymétries institutionnelles susceptibles de perturber la transmission de la politique monétaire unifiée.

Il nous semble que la transmission du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire à l'ensemble des taux d'intérêt de marché, tant à court terme qu'à long terme, sera homogène entre les pays en UEM. De plus, parmi « les structures financières » qui ont convergé, les taux d'épargne des agents privés non-financiers, ménages et entreprises, sont aujourd'hui homogènes dans les quatre grands pays européens.

En revanche, les pratiques financières et bancaires en vigueur dans les différents pays européens sont encore assez différentes, surtout en ce qui concerne les opérations des ménages et des petites et moyennes entreprises, pour lesquelles l'arbitrage international reste très limité. Les taux d'intérêt qui leur sont appliqués sont tributaires des conditions de distribution de crédit à l'intérieur des frontières nationales, car l'effet du marché unique sur la banque de détail est encore très modeste; les niveaux d'actifs et de dettes sont eux aussi très hétérogènes; et les intermédiaires financiers sont plus ou moins vulnérables aux chocs de taux court d'un pays à l'autre. Ces trois différences entre les structures financières des grands pays européens pourront introduire des effets asymétriques de la politique monétaire unique d'un pays à l'autre. Cependant, notre analyse semble rejeter l'hypothèse d'un canal du crédit de la politique monétaire dans les pays européens.

En premier lieu, les différences d'élasticité des taux d'intérêt intermédiés au taux instrument de la politique monétaire existent. Chacun des quatre pays est dominé par un type de contrats de crédit. En Allemagne, les entreprises contractent surtout des emprunts à taux fixe et les ménages répartissent leurs emprunts entre crédit à taux fixe et crédit à taux variable. La situation entre ménages et entreprises est inversée en France par rapport à celle de l'Allemagne, mais les deux pays sont globalement dominés par les crédits à taux fixe. Tout au contraire, les crédits italiens et britanniques sont accordés à taux variable. Dans ces deux pays, les taux de référence des crédits sont des taux de marché de court terme, même pour des crédits de long terme. Les emprunteurs non financiers privés, français et allemands, devraient donc être relativement isolés des variations du taux d'intérêt de court terme par rapport à leurs homologues italiens et britanniques.

En deuxième lieu, les dettes auxquelles s'appliquent ces variations de taux d'intérêt sont d'importance inégale à travers l'Europe. La dette des agents privés italiens représente 60 % du PIB contre 90 % en France, 117 % au Royaume Uni et 125 % en Allemagne. Ces différences proviennent en partie de contraintes réglementaires sur l'accès des ménages au crédit hypothécaire, particulièrement difficile en Italie. En tendance, la répartition du crédit entre ménages et entreprises converge vers une moyenne de « 50 / 50 ». Aussi, l'opposition traditionnelle entre des ménages britanniques très endettés et des entreprises du continent très endettées a perdu sa pertinence. Nous prévoyons donc des effets riches de la politique monétaire européenne moins efficaces en Italie que dans les autres pays.

En outre, une augmentation du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire se traduit par une baisse des dépôts bancaires dans les quatre pays. Face à cette baisse de ressources, les intermédiaires peuvent soit émettre des certificats de dépôts soit réduire leurs actifs, par vente de titres et, ou, par ajustement de leur offre de crédit. Les portefeuilles de titres détenus par les intermédiaires financiers représentent entre 15 et 25 % de leur actif. Il semble donc que la gestion de la liquidité par l'actif soit encore largement pratiquée en Europe. On observe aussi une très forte inertie des acteurs sur leurs métiers traditionnels (caisses d'épargne, banques commerciales) et une forte dispersion de la rentabilité à travers l'Europe.

En troisième lieu, c'est le niveau d'exposition des bilans des intermédiaires financiers au risque de taux qui paraît très hétérogène à travers l'Europe. Au Royaume Uni, crédits et dépôts sont indexés sur les taux courts de marché. Dans les trois autres pays, les intermédiaires ont une position longue à taux longs, qui atteint la moitié de la taille du bilan en Allemagne, contre un tiers en Italie et en France. De plus, l'Allemagne est caractérisée par une position courte à taux courts qui représente 20 % du bilan des intermédiaires. A bilan inchangé, une hausse des taux courts devrait détériorer le profit des intermédiaires allemands beaucoup plus nettement que celui des intermédiaires des autres pays.

Enfin, les travaux empiriques sur l'existence d'un canal du crédit dans les pays européens ne montrent pas un rationnement quantitatif des emprunteurs suite à des chocs de politique monétaire. Il n'est pourtant pas exclu que, parmi les effets redistributifs d'une hausse des taux courts, un « canal du crédit élargi » opère dans les pays européens. Par exemple, la baisse des prix immobiliers a largement touché les capacités d'emprunt des ménages et des entreprises du Royaume Uni et de la France au début des années 1990. Mais ces mécanismes ne renvoient pas nécessairement à une baisse de l'offre de crédit. Il s'agit plutôt d'une baisse de la demande ou d'une baisse des fonds prêtables.

L'Italie et la France se démarquent par des systèmes qui permettent aux emprunteurs de prévenir une contraction éventuelle de l'offre de crédit. Les banques italiennes proposent des lignes de crédit, et les entreprises françaises ont la possibilité de substituer du crédit fournisseur au crédit bancaire. Bien qu'il soit difficile à montrer, les coûts associés à ces substitutions, soit par augmentation du taux du crédit, soit par durcissement des clauses hors prix des contrats de crédit, peuvent avoir une incidence sur la demande finale.

Structures Financières et Transmission de la Politique Monétaire, application à l'Allemagne, le France, l'Italie et le Royaume Uni

Benoît Mojon¹

INTRODUCTION

La transmission de la politique monétaire ne fonctionne pas selon des mécanismes invariants, tels qu'ils sont représentés par exemple dans un modèle IS-LM. Cette transmission dépend des caractéristiques des économies et en particulier de leurs structures financières. Ainsi, une politique monétaire restrictive n'aura pas les mêmes effets sur la consommation dans un pays où les ménages sont très endettés et dans un pays où leur endettement est limité. Dans cette étude, nous proposons une analyse comparative des déterminants financiers de la transmission en Allemagne, en France en Italie et au Royaume Uni. Nous décrivons préalablement la place des structures financières dans les théories de la transmission de la politique monétaire.

La représentation exhaustive des canaux de transmission de la politique monétaire passe le plus souvent par un schéma, dont nous donnons une version en annexe. Les canaux de transmission de la politique monétaire se forment au travers des relations entre plusieurs groupes de variables financières et macroéconomiques. Des données objectives sur l'économie et des données subjectives sur l'appréciation de la situation des agents au niveau microéconomique et de l'économie au niveau macroéconomique entrent en jeu. Les variables clefs de la transmission sont les taux d'intérêts officiels, les taux d'intérêt de marché, les taux d'intérêt intermédiés, les bilans des intermédiaires financiers et les bilans des agents non-financiers, la structure de la demande et de l'offre, notamment en terme de rigidité des prix et des salaires. L'impact de la politique monétaire passe par des ajustements entre l'ensemble de ces variables, lesquels ajustements sont fonction de comportements caractérisés par des élasticités. Les anticipations et la perception subjective de la situation des agents, par exemple de leur solvabilité, interviennent à plusieurs niveaux dans les ajustements.

Les ajustements entre les variables clefs de la transmission sont rassemblés dans le schéma 1. Nous distinguons quatre étapes dans la transmission qui s'enchaînent après la mise en oeuvre de la politique monétaire, sous la forme d'une variation du taux d'intérêt interbancaire :

1) l'impact de la variation de l'offre de monnaie sur l'ensemble des taux d'intérêt et les taux de change ;

¹ CEPII, France.

2) l'impact des variations de taux d'intérêt sur l'allocation des actifs financiers;

3) l'impact de ces modifications de prix financiers et de ces réallocations d'actifs sur la demande finale;

4) et la transmission de la demande finale sur la formation des prix.

Evidemment, le découpage séquentiel de ces impacts est en partie artificiel dans la mesure où les ajustements en jeu sont interdépendants et simultanés. Nous procédons donc à ce découpage pour structurer l'analyse de la transmission.

Au delà de la recherche d'une représentation exhaustive des impacts de la politique monétaire, nous devons identifier les canaux de transmission qui sont effectivement pertinents pour rendre compte de l'évolution des objectifs de la politique monétaire, prix et production, dans le sens souhaité par les autorités monétaires. On peut élargir cette interrogation à l'investigation des mécanismes par lesquels la sphère financière, et, en particulier la monnaie, influence l'économie réelle. En effet, il ne fait pas de doute que la modification de l'offre de monnaie par la banque centrale va aboutir à des modifications de taux d'intérêt nominaux et à des réallocations d'actifs. Celles-ci paraissent cependant insuffisantes à la compréhension de la place accordée à la politique monétaire dans la régulation macroéconomique. « Inside the Black Box... », le titre retenu par Bernanke et Gertler (1995) pour appréhender la politique monétaire, est, à cet égard, symptomatique des interrogations portées sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Comment une modification de l'offre de monnaie se traduit-elle par un impact sur la production et ou sur les prix ?

La théorie économique distingue plusieurs canaux de transmission de la politique monétaire. Au canal IS-LM traditionnel, qui passe par la quantité de monnaie disponible et son impact sur le taux d'intérêt réel, il faut ajouter le canal du taux de change, le canal des prix d'actif et le canal du crédit. Le canal du taux de change renforce le canal traditionnel dès lors qu'une augmentation des taux d'intérêt entraîne une appréciation de la monnaie nationale. Cependant, ce canal ne devrait jouer qu'un rôle limité dans une union monétaire dont le commerce des participants est largement orienté à l'intérieur de l'union.

Les canaux de transmission « internes », canal de la monnaie, canal des prix d'actif et canal du crédit, qui devraient continuer à fonctionner en union monétaire, sont fortement conditionnés par les structures financières nationales.

Dans le cadre du modèle IS-LM, l'impact de l'offre de monnaie sur le taux d'intérêt nominal dépend de la capacité des structures financières à couvrir les agents économiques contre le risque de liquidité. Pour les monétaristes, les chocs de politique monétaire bouleversent l'équilibre de portefeuilles entre les actifs monétaires, les actifs financiers et le capital productif. Les ajustements de prix relatifs entre ces actifs sont au coeur de la transmission. Les structures financières contribuent à définir le degré de substituabilité entre les actifs, et, par là, l'impact de chocs d'offre de monnaie sur les prix de ces actifs. Enfin, pour les partisans du canal du crédit, c'est la dépendance de certains agents non financiers à l'égard du crédit bancaire qui est au centre de la transmission. Comme le crédit bancaire représente la seule source de finance externe, pour les ménages ou pour les P.M.E., une politique monétaire restrictive réduit la demande finale si elle conduit à

une baisse de l'offre de crédit bancaire. Parallèlement, une hausse des taux d'intérêt peut réduire la valeur des actifs patrimoniaux, ce qui contribue également à réduire le crédit bancaire en réduisant la valeur du collatéral détenu par les emprunteurs.

Dans cette étude, nous nous concentrons sur les deux premières étapes de la transmission c'est-à-dire au sein des structures financières.

L'analyse du rôle des structures financières dans les théories de la transmission nous permet de dégager des critères d'évaluation des systèmes financiers de l'Allemagne, de la France de l'Italie et du Royaume Uni. Dans cette entreprise, nous nous attachons à souligner les asymétries institutionnelles susceptibles de perturber la transmission de la politique monétaire unifiée.

Deux séries d'études menées à la Banque des Règlements Internationaux (1994,1995) ont déjà examiné ces questions pour les pays membres du G11 et rassemblé un grand nombre d'éléments permettant de comparer leurs structures financières. Mais la problématique n'était pas abordée sous l'angle d'une comparaison européenne. Nous utilisons néanmoins leurs résultats, que la BRI a pu rassembler, avec des moyens très supérieurs aux nôtres. Nous concluons sur la dimension prospective des asymétries financières en Europe.

1. DEFINITION DES CRITERES DE COMPARAISON

Le rôle des structures financières dans les théories de la transmission de la politique monétaire nous amène à dégager les critères d'évaluation des asymétries de transmission dans les quatre grands pays européens. Les structures financières interviennent principalement dans les étapes n°1 et n°2 de la transmission (Cf. Schéma 1). Nous nous concentrons donc sur l'étape n°1 de la transmission, de l'instrument de la politique monétaire vers l'ensemble des taux d'intérêts, puis sur l'étape n°2 de la transmission, la réallocation des actifs qui s'en suit.

La théorie traditionnelle de la transmission par le canal de la monnaie repose sur une substitution inter-temporelle de dépense à la suite d'une variation de taux d'intérêt. Une première limite de cette approche est qu'elle ne rend pas compte de la multiplicité des taux d'intérêt telle qu'on l'observe dans la réalité. Cette multiplicité est mise en avant par les monétaristes, mais aussi par les partisans du canal du crédit en ce qui concerne les taux intermédiés et par les économistes qui, comme Taylor (1995), soulignent les rôles de la crédibilité et des anticipations dans la transmission du taux court au taux long. La multiplicité des taux d'intérêt, de court terme et de long terme, sur l'épargne et sur le crédit, et les contraintes de liquidité sont d'abord une évidence empirique. De nombreux agents sont dans l'incapacité d'emprunter au taux du marché, la rémunération des intermédiaires requiert une marge entre la rémunération des dépôts et le coût du crédit. Les travaux des banques centrales (BRI, 1994 et 1995) ont beaucoup mis l'accent sur la transmission entre taux d'intérêt. *Notre premier critère de comparaison de la transmission sera donc la répercussion des variations du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire à l'ensemble des taux d'intérêt : taux d'intérêts de marché selon leur échéance, taux d'intérêt intermédiés, coût des crédits et rémunération des dépôts.* Les élasticités des taux d'intérêt intermédiés sont particulièrement conditionnées par les pratiques nationales d'indexation

des taux intermédiés aux taux de marchés, et par les modes de concurrence entre les intermédiaires financiers.

Ces taux d'intérêt vont porter sur les instruments de financement et d'épargne dont la nature et le niveau diffèrent d'un pays à l'autre. Les typologies des systèmes financiers nationaux prennent justement ce point de départ. *Notre second critère sera donc le potentiel, pour les agents non-financiers, des effets revenus et des effets richesses de la politique monétaire.* Pour cela, nous décrivons les instruments financiers utilisés dans chaque pays et leur importance relative.

La politique monétaire ne peut atteindre la demande finale que si elle provoque des substitutions inter-temporelles de dépenses. Dans la théorie standard, ces substitutions se produisent quand les ménages et les entreprises réagissent à la variation des taux d'intérêt. Or, les contraintes de liquidité autant que le rationnement du crédit font que certains agents ont plus de facilité à reporter les dépenses qu'à les anticiper. L'accès au crédit est plus ou moins contraint par la réglementation et par les pratiques commerciales sur les marchés du crédit. Nos deux derniers critères de comparaison correspondent en fait aux deux étapes de la transmission telles qu'elles sont soulignées par la théorie du canal du crédit.

Dans cette théorie, l'influence de l'offre de monnaie sur les banques dépend justement d'un accès inégal à la liquidité des institutions financières. Puis, les ajustements de bilan des banques risquent d'introduire ou d'aggraver des situations de rationnement des agents non financiers. Ces situations sont autant de contraintes au libre jeu des effets de substitution inter-temporels à la suite de variations de taux d'intérêt.

Notre troisième critère porte sur les formes de refinancement des intermédiaires financiers.

Notre quatrième et dernier critère de comparaison de la transmission au sein des structures financières porte sur l'accessibilité à la finance externe pour les agents non-financiers.

2. PREMIER CRITERE : TRANSMISSION ENTRE LES TAUX D'INTERET

Les autorités monétaires disposent du monopole de la monnaie centrale. Elles fixent les conditions d'accès à la monnaie centrale en établissant les taux d'intérêts officiels ou elles jouent sur l'offre de monnaie centrale pour influencer les taux d'intérêt de marché de court terme. De cette manière, elles influencent la formation des taux d'intérêt du marché interbancaire et du marché monétaire. La banque centrale fournit la liquidité au marché à un taux d'intérêt qui donne le plancher du taux interbancaire. La Bundesbank et la Banca d'Italia ont, elles aussi, recours à des distributions de liquidité par appels d'offre. Au contraire, la Bank of England règle le taux du marché monétaire au travers d'opérations *d'open market*². Quoi qu'il en soit, le taux de marché à trois mois absorbe entièrement les variations des taux instruments de politique monétaire, sauf en Italie où ce taux instrument est particulièrement volatile (BRI, 1994). Nous considérons cependant que les taux courts de marché sont contrôlés par les banques centrales. Mais c'est la variation de l'ensemble des

² On pourra se rapporter à Bissignano (1996) en matière de procédures d'interventions dans les autres pays de l'OCDE et Moutot (1996) sur les futures procédures d'intervention de la BCE.

taux d'intérêt qui influencera les décisions de consommation et d'investissement des agents ainsi que la structure de leur actif.

Nous isolons une première étape de la transmission dans les répercussions du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire vers l'ensemble des taux d'intérêt de l'économie. Une fois constaté que les banques centrales fixent les taux courts de marché, il reste deux dimensions à cette transmission : la dimension temporelle qui va du taux de très court terme à la chaîne de toutes les échéances, et la répercussion aux taux d'intérêt intermédiés.

2.1. Déformations de la courbe des taux

Les variations du taux d'intérêt ciblé par la politique monétaire ont des effets incertains sur la courbe des taux. L'impact sur le taux d'intérêt d'échéance longue est en particulier très dépendant des anticipations.

La théorie de la structure par terme des taux d'intérêt s'appuie sur un comportement d'arbitrage pour établir que le taux long est la moyenne des taux courts futurs. En effet, il devrait être équivalent, aux coûts de transaction près, de réaliser un placement long ou de renouveler autant de placements courts. Cette égalité doit cependant tenir compte du fait que les taux courts futurs ne sont pas connus avec certitude. De ce fait, il est généralement admis que les taux longs comprennent une prime de risque en plus de l'anticipation des taux courts futurs.

L'impact du taux de la politique monétaire, par définition d'échéance courte, sur les taux longs est incertain. On peut envisager plusieurs cas de figure (Barran, Coudert et Mojon, 1995b).

1) Les agents perçoivent que la hausse du taux court est insuffisante et que d'autres hausse de taux courts seront nécessaires. Le taux long peut alors sur-réagir à la hausse du taux court et s'accroître davantage que ce dernier.

2) Les agents anticipent que la hausse des taux courts est temporaire. La hausse du taux long est alors limitée.

3) Les agents anticipent que la hausse des taux courts est permanente. La hausse du taux long est alors égale à la hausse du taux court.

4) Les agents anticipent que la hausse présente du taux court permettra sa diminution dans l'avenir. Ce cas de figure correspond par exemple à la perception d'une meilleure crédibilité de la lutte contre l'inflation menée par la banque centrale. L'anticipation de baisse de l'inflation se traduit par une baisse des taux longs.

On voit qu'il est difficile de trancher sur le sens et l'ampleur de l'impact des taux courts vers les taux longs. La synthèse empirique de la BRI (1994) sur la question nous montre une singularité de l'Italie vis-à-vis des trois autres pays. Dans ces derniers, le taux long augmente à hauteur de 25 à 40 % de la variation du taux court. En Italie, le taux long s'accroît de moins de 10 % de la variation du taux court. Cette singularité vient probablement de la variance plus élevée du taux court italien et d'un déficit de crédibilité de l'Italie auprès des marchés italiens et internationaux (Cf. encadré sur la contrainte extérieure dans la formation des taux d'intérêt), en particulier en termes de possibilités de réalignement.

Or l'union économique monétaire (UEM) se traduira par une uniformisation de la crédibilité entre les pays membres, au moins en matière de politique monétaire. Si une prime de risque subsiste sur la dette publique italienne, celle-ci ne devrait pas varier en fonction des impulsions de politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE). Aussi, nous paraît-il raisonnable de prévoir que la courbe des taux va s'uniformiser en UEM.

Contraintes extérieures dans la formation des taux d'intérêt.

Dans des marchés financiers ouverts et intégrés tels qu'ils le sont aujourd'hui, les banques centrales ne disposent pas de marges de manœuvre sans entrave dans la fixation de leurs taux d'intérêt. On sait qu'on ne peut concilier à la fois liberté de circulation des capitaux, changes fixes et autonomie de politique monétaire. Le taux d'intérêt français suit son équivalent allemand (Mojon, 1998). Cette contrainte, cohérente avec l'esprit du S.M.E., «disparaîtra » avec l'union monétaire. Ici, ce sont davantage les contraintes extérieures en système de change flexible qui nous intéressent. Comment, en UEM, les taux d'intérêt européens seront-ils influencés par les taux d'intérêt américains ?

L'expérience allemande vis-à-vis du dollar nous permet de tirer des enseignements pour l'avenir. Le modèle financier de la Bundesbank fait justement dépendre le taux allemand à trois mois du taux des eurodollars.

Mais, de ce point de vue, le risque de change sera le même pour tous les pays participant à l'UEM, ce qui devrait se traduire par une uniformisation de la contrainte extérieure dans la formation des taux d'intérêt européens. De plus, la taille de l'UEM est de nature à remettre en cause la domination des taux d'intérêt américains sur les taux européens. Artus (1997) développe une argumentation selon laquelle la position de débiteur net des Etats-Unis vis-à-vis de l'Europe, que les tendances démographiques vont aggraver, se traduit par un renversement de la domination dans la parité transatlantique entre taux d'intérêt. Ainsi, on verrait l'Europe indifférente au taux de change dans la formation de son taux d'intérêt comme peuvent l'être aujourd'hui les Etats-Unis.

2.2. La transmission vers les taux intermédiés

Le crédit bancaire constitue la principale source de financement externe des ménages et une part importante de celui des entreprises. Les dépôts bancaires demeurent également une forme de placement financier qui mobilise une partie substantielle de l'épargne. La transmission des variations du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire dépend de plusieurs facteurs, dont la concurrence entre les institutions financières sur les marchés du crédit et les marchés de dépôts et la perception du risque de crédit par les prêteurs. Le signe de cette transmission change d'un modèle théorique à l'autre³. Il semble que les pays européens sont caractérisés par un impact du taux de marché sur le taux

³ Desquillbet (1996) montre que le taux du crédit peut baisser suite à une hausse du taux de marché si cette dernière favorise le profit bancaire. En situation de concurrence, les banques peuvent alors être amenées à baisser leur taux débiteur. A partir d'un autre ensemble d'hypothèses, Bensaid et De Palma (1995) obtiennent au contraire, dans le cadre d'un modèle de différenciation horizontale de l'offre de crédit, que le taux du crédit bancaire « sur-réagit » aux chocs sur le taux d'intérêt instrument de la politique monétaire.

bancaire débiteur compris entre 0 et 1 (Smets, 1995 ; Bellando et Pollin, 1996). Mais, même dans cette fourchette, cet impact est plus ou moins rapide et plus ou moins important.

On oppose généralement deux approches de la transmission des taux de marché aux taux du crédit. D'un côté, les banques sont « price maker ». Elles peuvent construire leur taux débiteur dans un comportement de prise de marge sur leurs coûts opératoires. Ceux-ci comprennent le coût moyen du passif bancaire (Bellando et Pollin, 1996) et éventuellement une marge de couverture contre le risque de défaut des emprunteurs (Boutillier et Dérangère, 1992). A l'opposé, on peut considérer que les banques sont en concurrence avec la finance directe. Elles doivent alors proposer un taux du crédit compétitif.

Les quatre pays auxquels nous nous intéressons manifestent une tendance vers une plus grande dépendance des taux bancaires aux taux de marché. Même l'Allemagne, dont la libéralisation des marchés financiers date du début des années 1960, subit cette tendance. Les spreads entre les taux bancaires et les taux de marché voient leurs écarts types entre 1982 et 1992 baisser par rapport à ceux observés entre 1974 et 1981 (Herman et Jahnke, 1994).

La synthèse de la BRI (1994) décompose la transmission en un effet direct du taux de la politique monétaire vers les taux du crédit et un effet indirect par l'intermédiaire des taux de marché. Ainsi, les taux du crédit bancaire suivent de très près les taux de marché dans les pays qui ont entrepris une libéralisation de leurs marchés financiers. La politique monétaire influence le coût du crédit bancaire indirectement par l'intermédiaire de son impact sur les taux de marché. Cependant, Herman et Jahnke (1994) font remarquer que malgré une forte corrélation entre taux de marché et taux intermédiés, la marge prise par les banques sur les taux de marché varie au cours du cycle des taux d'intérêt. Ainsi, quand les taux d'intérêt sont élevés, la marge entre les taux du crédit et ceux servis aux déposants est élevée et les banques accordent plus facilement des augmentations de taux sur les dépôts. En revanche, quand les taux d'intérêts sont faibles, et que la marge bancaire diminue, les banques ont tendance à préserver leur marge au détriment des déposants. Ce type de comportement des banques allemandes donne l'intuition des déterminants de l'élasticité des taux bancaires aux taux de marché et au taux de la politique monétaire. Il existe un niveau de marge bancaire qui définit le «point mort» de la rentabilité des banques. Ce sont alors la concurrence entre les banques et le degré de captivité de leurs clientèles qui semblent déterminants. Dans l'exemple précédent, on peut supposer que les déposants sont d'autant plus soucieux du niveau de rémunération des dépôts que les taux sont élevés. En revanche, quand les taux sont faibles, la liquidité des dépôts bancaires leur confère un avantage comparatif.

La représentation de la banque comme une firme qui forme ses taux d'intérêt par un comportement de marge sur ses coûts permet de dégager cinq facteurs de la répercussion des taux de marchés aux taux intermédiés (Borio et Fritz 1995)⁴ :

1) le niveau de la concurrence sur le segment de marché du crédit ou des dépôts en question ;

⁴ Baumel et Sevestre (1997) proposent un modèle de la firme bancaire dans lequel l'ensemble des contraintes (contrainte de bilan, risque de crédit, risque de liquidité, élasticité des demandes de crédit) auxquelles les banques font face dans la formation des taux d'intérêt du crédit sont représentées.

2) l'aversion des emprunteurs et des déposants pour la variabilité des paiements ou des revenus d'intérêt ;

3) la rigidité du coût du passif des banques⁵ ;

4) la volatilité des taux de marché et du taux de la politique monétaire ;

5) le degré de concordance entre la prime de risque de défaut et les mouvements de taux d'intérêt.

Les facteurs 2) et 3) nous amènent à souligner deux autres facteurs dont ils dépendent :

6) la part des financements à long terme qui sont accordés à taux fixes ;

7) l'équilibre ou le déséquilibre des intermédiaires financiers dans la couverture du risque de taux entre actif et passif.

Enfrun et Cordier (1994) mettent en avant ces deux derniers facteurs qui illustrent la qualité de la transmission des taux de marché aux taux intermédiés dans un système financier en voie de déréglementation. Ils ajoutent un huitième facteur, associé à de tels systèmes :

8) la part des crédits subventionnés, dont les taux sont fixés administrativement.

Enfin, l'expérience du cycle du début des années 1990 rappelle la sensibilité de l'offre de crédit à la fragilité financière des banques. Le neuvième et dernier facteur de rigidité des taux d'intérêt bancaire, à la baisse pour les crédits et à la hausse pour les dépôts, est :

9) le niveau de capitalisation et la solvabilité des intermédiaires financiers.

Parmi ces neuf facteurs de rigidité des taux intermédiés, nous soulignons ceux qui vont différencier de manière persistante la transmission de la politique monétaire unique entre les participants à l'UEM⁶.

Les facteurs 4) et 5) ne semblent pas constituer des différences entre les quatre grands pays européens susceptibles de persister en UEM.

L'unicité de la politique monétaire élimine par définition le facteur 4). Le degré de concordance entre le cycle des taux d'intérêt et le cycle du risque de défaut des emprunteurs devrait s'uniformiser si le cycle économique est lui-même uniforme. En effet, le «portefeuille» industriel des pays européens, qui définit une plus ou moins grande sensibilité du risque de défaut agrégé au cycle économique s'avère relativement uniforme à travers l'Europe. Dornbush, Favero et Giavazzi (1997) rappellent que les parts des industries les plus sensibles au cycle, *équipement, machine outils et construction*, dans les PIB des pays européens, sont relativement homogènes.

Revenons maintenant aux facteurs persistants d'asymétrie entre les pays.

La part des crédits subventionnés est un cas à part. Elle sera probablement préservée par les Etats nationaux comme des prérogatives. Il est fort probable que ces prérogatives seront utilisées comme des moyens de limiter les récessions (comme le

⁵ Ce facteur n°3 n'est pas indifférent à la possibilité pour les intermédiaires financiers d'émettre des créances en devises.

⁶ Comme nous l'avons déjà souligné en introduction, le Royaume Uni est un participant virtuel à l'UEM.

lancement des prêts zéro pour-cent en France en 1994). Du point de vue de la Banque Centrale Européenne, ils sont un bon instrument s'ils permettent de mieux faire accepter par un pays une politique monétaire qui ne lui serait pas adaptée. Il ne faut pas oublier cependant que ce type d'instrument a un caractère d'irréversibilité tel que leur promotion représente un risque de conflit avec un mouvement futur de la politique monétaire européenne. Aujourd'hui, seuls les dépôts français sont totalement administrés. Les crédits à taux administré ont joué un rôle important en Allemagne au moment de la réunification.

A nos yeux, les facteurs persistants essentiels d'asymétrie dans la transmission des taux de marché aux taux intermédiés proviennent de différences d'aversion des emprunteurs et des déposants pour la variabilité des paiements ou des revenus d'intérêt. Ces différences expliquent les rigidités nationales dans les coûts moyens du refinancement des banques (les coûts marginaux, liés à des refinancements de marché obtenus dans le très court terme, seront, quant à eux, uniformisés de fait) et les parts des financements à long terme qui sont accordés à taux fixes. Il s'ensuit des différences d'exposition des bilans des intermédiaires financiers au risque de taux. Nous reviendrons sur ces aspects dans la section 3.5.

Les différences d'aversion au risque de taux des agents non-financiers ne renvoient pas forcément à des différences intrinsèques entre les individus selon leur pays d'origine. Il est plus probable qu'il s'agit d'inerties des pratiques commerciales sur les marchés du crédit. A défaut de pouvoir estimer directement ces différences d'aversion pour le risque de taux, on souligne la diversité des pratiques d'indexation des taux d'intérêt sur les contrats de crédit.

Enfin le degré de persistance des facteurs 1) et 9) sont incertains. Les marchés bancaires sont dominés par un petit nombre de grandes banques dans les quatre pays. De plus, le marché unique et l'euro devraient favoriser les restructurations dans le secteur avec la constitution de quelques acteurs de dimension européenne qui seront des vecteurs d'uniformisation de l'offre. Dans une certaine mesure, ces restructurations se traduiront par le rachat des banques les moins bien pourvues en capital, de telle manière que le facteur 9) ne devrait plus, à moyen terme, représenter une source d'asymétrie de la transmission des taux d'intérêt à travers l'Europe. Cette uniformisation de l'offre et de la solvabilité des banques sera d'ailleurs renforcée par la centralisation à Bruxelles de la définition des directives de réglementation prudentielle (Bisignano, 1992). Cependant, un certain nombre d'éléments rassemblés dans la section 3.3 nous invitent à une certaine réserve sur la capacité d'adaptation des institutions financières européennes.

2.3. Pratiques de fixation des taux d'intérêt sur le crédit

Borio (1995) a pu centraliser les réponses de banquiers centraux sur les pratiques d'indexation des taux du crédit bancaire dans les pays membres de l'OCDE. Une première clef de lecture est de recenser quelle proportion des crédits est distribuée à taux entièrement fixes et quelle proportion l'est à taux variables. En fait, ces distinctions portent a priori surtout sur le crédit à long terme, dans la mesure où on peut supposer que les taux du crédit de court terme sont renégociés lors du renouvellement du crédit. Un choc de politique monétaire n'a pas les mêmes conséquences pour un agent endetté à taux fixes et pour un agent endetté à taux variables.

Parmi les taux variables, on distingue trois modes de variabilité : les taux révisables, les taux renégociables et les taux indexés (Borio, 1995). Par taux révisables, on

entend les taux qui peuvent être modifiés à la discrétion du prêteur. Ces taux dominent au Royaume Uni et sont courants en Allemagne. Les taux renégociables, eux aussi utilisés en Allemagne, font l'objet de négociations à intervalles réguliers, selon un échéancier fixé à l'origine du contrat de crédit. Enfin, les taux indexés qui suivent une référence définie dans le contrat de crédit, sont très utilisés en Italie. La variabilité des taux d'intérêt est donc cruciale dans la transmission de choc de politique monétaire «en effet revenu» sur les ménages et sur les entreprises.

Les Tableaux 1, 2 et 3 rassemblent les décompositions de l'encours de crédit hypothécaire, de l'encours des crédits aux entreprises et de l'encours total des crédits selon le mode de fixation du taux d'intérêt. Sur l'ensemble des crédits, on observe que 60 % de l'encours des crédits est distribué à taux entièrement fixe en Allemagne et en France contre près de 30 % en Italie et au Royaume Uni. Cependant, pour les deux premiers pays, la répartition des taux fixes est inversée entre les ménages et les entreprises. En France, ce sont surtout les ménages pour lesquels l'essentiel de l'encours de crédit au logement est distribué à taux fixe. La France fait partie des rares pays de l'OCDE où les crédits hypothécaires à taux fixes dominent⁷. En Allemagne, au contraire, ce sont essentiellement les entreprises qui empruntent à taux fixe. Cette caractéristique allemande n'est pas tout à fait anodine. Elle correspond à une politique délibérée de la Bundesbank en accord avec une conception particulière du rôle de la finance dans le capitalisme⁸. Aussi n'est il pas surprenant de retrouver dans ce pays une plus grande proportion de crédit à taux fixe. A l'opposé, en France, la libéralisation financière a conduit à l'érosion des crédits indexés au taux de base bancaire au profit de taux directement indexés sur les taux de marché.

La différence d'impact de la politique monétaire entre un crédit à taux variable et un crédit à taux fixe sera d'autant plus marquée que la marge de fluctuation des taux et la fréquence de révocabilité des taux sont élevées. Ainsi, le Royaume Uni se démarque par la faible échéance, trois mois, des taux de marché qui servent de référence au taux révisable des crédits à long terme. En revanche, dans la plupart des autres pays, les taux de marché de référence ont une échéance d'un an.

⁷ Ces dernières années, les ménages français se voient proposer de choisir entre taux fixes et taux variables pour leurs emprunts hypothécaires. Les taux variables en question sont cependant le plus souvent limités à un maximum de cent points de base au dessus du taux contracté au moment de l'emprunt. Ils sont parfois aussi limités à la baisse de manière à ce que la marge de fluctuation du «taux variable» qui s'applique sur les nouveaux crédits au logement en France demeure très inférieure à l'éventail des fluctuations observées sur les quinze ou vingt dernières années, c'est-à-dire sur la durée habituelle d'un emprunt hypothécaire.

⁸ Cette conception se retrouve à gros traits dans le slogan : « aux entreprises les risques industriels et aux banques les risques financiers ».

Tableau 1 : Taux d'intérêt pratiqués sur le crédit hypothécaire, 1993
en % du crédit hypothécaire total

	Allemagne	France	Italie	Royaume Uni
Taux ajustables	90	5	75	90
- indexés	-	5	75	petit
- révisables	>45	-	-	>80
- renégociables	<45	-	-	petit
Taux entièrement fixes	10	95	25	10

Source : Borio (1995).

Tableau 2 : Taux d'intérêt pratiqués pour les entreprises, 1993
en % du crédit total

	Allemagne	France	Italie	Royaume Uni
crédit à court terme	21	22	57/56	}48
crédit à moyen et long terme à taux ajustages	19	34	20	
crédit à taux fixes	60	34	23/24	52

Source : Borio (1995).

Tableau 3 : Décomposition du crédit en fonction de la nature du taux d'intérêt, 1993
en % du crédit total

	Allemagne	France	Italie	Royaume Uni
Crédit à court terme	16	17	51	}73
crédit à moyen et long terme à taux ajustages	23	27	22	
crédit à taux fixes	<62	57	26	27

Source : Borio (1995).

La synthèse de l'impact de variations du taux de la politique monétaire sur les taux du crédit est difficile à établir. D'une part, le crédit est hétérogène. D'autre part, l'influence de la politique monétaire est à la fois directe et indirecte, dans la mesure où elle passe par l'intermédiaire des taux d'intérêt de marché. Borio et Fritz (1995) et Cottarelli et Kourelis (1997) ont estimé les élasticités de taux du crédit aux variations du taux d'intérêt de la politique monétaire. L'appréhension de la formation du taux d'intérêt sur le crédit bancaire passe par le choix de taux les plus représentatifs possibles, tant pour le taux du crédit que pour le taux d'intérêt de marché ou pour le taux manipulé par la banque centrale. Borio et

Fritz se concentrent sur les impacts d'un taux de marché et d'un taux manipulé par la banque centrale sur le taux du crédit à court terme aux entreprises.

Nous rapportons dans le Tableau 4 leur choix de taux d'intérêt pour chacun des quatre pays. La disponibilité des données est une limite importante. Pour ce type d'étude, un taux d'intérêt apparent serait probablement le mieux à même de rendre compte de l'effet global de chocs de taux d'intérêt sur le coût effectif du crédit pour les agents non-financiers. Cependant, le versement d'intérêt n'est disponible que dans les comptes nationaux annuels alors que Borio et Fritz (1994) et Cottarelli et Kourelis (1997) utilisent des taux d'intérêt mensuels.

Les taux d'intérêt de marché sont les plus homogènes entre les pays. Ce sont les taux interbancaires à trois mois sauf dans le cas de l'Italie, qui utilise le taux des bons du trésor de la même échéance. Les taux de la politique monétaire sont aussi relativement homogènes puisqu'il s'agit de taux de prises en pension dans les quatre pays. En revanche, les données disponibles sur le taux du crédit aux entreprises à court terme sont plus ou moins représentatives. Dans le cas de la France, le taux de base bancaire joue aujourd'hui un rôle beaucoup moins important que le taux du marché monétaire.

Borio et Fritz montrent une très forte corrélation entre le taux de la politique monétaire et le taux monétaire à trois mois. La marge entre les taux de marché et les taux bancaires est en revanche beaucoup moins homogène entre les pays. Elle s'élève à près de 2,5 % en moyenne en Italie et en Allemagne contre 0,83 % en France et 0,91 % au Royaume Uni. Cependant la variance de cette marge est la plus élevée en France et en Italie et la plus faible au Royaume Uni. Nos calculs à partir de ces mêmes taux d'intérêt sur la période d'août 1991 à mars 1997 confirment des corrélations proches de 1 entre le taux des prises en pension (« repo ») sur le marché interbancaire et le taux du marché monétaire à trois mois. Les calculs des écarts types de la marge entre le taux du crédit et le taux du marché monétaire soulignent en revanche la singularité du Royaume Uni par rapport à ses voisins continentaux (tableau 5)

Tableau 4 : Taux d'intérêt retenus par Borio et Fritz dans la formation du taux de crédit

	Taux du crédit	Représentativité du taux du crédit	Taux de la politique monétaire
Allemagne	taux sur les crédits en compte courant	faible, étant donné la prépondérance des crédits de long terme à taux fixe	taux des prises en pension
France	taux de base bancaire	de plus en plus faible, sert de référence à 1/4 des crédits à taux révocables, contre 2/3 au taux monétaire	taux des appels d'offre
Italie	taux d'intérêt sur le crédit à court terme (enquête mensuelle auprès de 89 banques)	l'essentiel du crédit aux entreprises est effectivement à court terme	soit le taux sur les avances à durée fixe (période totale) soit le taux des prises en pension (après janvier 1991)
Royaume Uni	taux de base plus 100 points de base, dit "blue chip"	touche 80 % du crédit bancaire aux PME	taux des prises en pension

Sources: Borio et Fritz (1995)

Le Tableau 6 rassemble les calculs d'élasticité de Borio et Fritz et de Cottarelli et Kourelis. Les élasticités du taux du crédit sont les plus élevées au Royaume Uni où le taux du crédit enregistre instantanément toute la variation du taux de la politique monétaire. A l'opposé, le taux de base bancaire français n'enregistre pas entièrement la variation du taux monétaire, même à long terme. En Allemagne et en Italie les élasticités de court terme sont comparables à celles observées en France, de l'ordre de 0,3 en moyenne, alors qu'elles sont supérieures à 1 à long terme. Dans le cas de la France, comme nous l'avons dit plus haut, le taux de base bancaire français ne s'appliquerait plus aujourd'hui qu'à une part très réduite du crédit bancaire aux entreprises. Il semble que le taux du marché monétaire à trois mois soit devenu la référence. Dans ce cas, en ce qui concerne la répercussion des chocs de politique monétaire sur les entreprises, la France se serait rapprochée d'une répercussion instantanée des chocs de politique monétaire telle qu'on peut l'observer au Royaume Uni.

Les décompositions de variance du taux du crédit à court terme et du taux du crédit hypothécaire aux horizons de 1 et 12 mois ont été estimées à partir de modèles VAR par la BRI (1994). Pour le taux du crédit à court terme, le modèle est composé des trois taux présentés dans le tableau 4. Pour le modèle du taux hypothécaire, le taux de marché retenu est un taux obligataire. Le taux bancaire de court terme est principalement déterminé par les chocs de politique monétaire au bout de douze mois dans les quatre pays. A un horizon de un mois, seul le taux bancaire britannique est déjà déterminé par le taux de la politique monétaire.

Pour les taux hypothécaires, une relève une grande inertie en France et en Italie, où le taux ne réagit que faiblement aux chocs de politique monétaire, même après douze mois. Cependant, le taux du crédit hypothécaire s'explique principalement par la variance du taux obligataire dans ces deux pays.

Nous retenons de cette comparaison des quatre grands pays européens selon notre premier critère, *la répercussion des variations du taux instrument de la politique monétaire à l'ensemble des taux d'intérêt*, que les taux d'intérêt intermédiés concentrent les différences susceptibles de persister en UEM. En effet, nos calculs sur les marges d'intermédiation montrent qu'il n'y a pas de convergence entre les pays sur les années récentes. A l'opposé, les taux d'intérêt sur les marchés de finance directe vont achever la convergence déjà à l'œuvre, de manière à aboutir à une même courbe des taux dans toute l'Europe.

Tableau 5 : Moyenne et écart type de la marge du crédit bancaire par rapport au taux de marché, données mensuelles d'août 1991 à mars 1997

	Allemagne	France	Italie	RU
moyenne	5,61	1,22	2,66	1,34
écart type	1,11	1,34	0,93	0,26

Sources : Calculs de l'auteur

Notons également que la libéralisation financière n'a été opérante que vis-à-vis des marchés de gros, où la concurrence européenne des intermédiaires financiers ne devrait pas réduire les marges des banques déjà fortement érodées par la concurrence de la finance directe. L'impact de la déréglementation sur les marchés de détail est plus difficile à mettre en évidence.

Tableau 6 : Ajustement du taux d'intérêt du crédit sur le taux du marché monétaire⁹

	Instantané		A trois mois		A six mois		A long terme	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Sources :								
Allemagne	0,38	0,11	0,67	0,45	0,83	0,61	1,04	1,05
France		0,43		0,45		0,51		0,74
Italie	0,11	0,26	0,40	0,69	0,61	0,84	1,22	1,22
Royaume-Uni	0,82	1,00	1,02	1,01	1,04	1,01	1,04	1,01

Sources : (1) Cottarelli et Kourelis (1994), p. 16, modèle 1, en niveau.

(2) Borio et Fritz (1995) p. 125 1984-1994.

Les différences d'élasticité des taux du crédit marquent surtout une différenciation des produits bancaires proposés à travers l'Europe. Celles-ci ne semblent pas provenir du niveau de concurrence entre les intermédiaires financiers mais plutôt des pratiques d'emprunts comme celles des ménages français dont le crédit hypothécaire se conjugue à taux fixes. Ces différences de pratique d'indexation et les volumes auxquels elles s'appliquent sont à nos yeux plus cruciales que les différences, d'ailleurs assez faibles, d'élasticités mesurées à force d'économétrie sur des taux du crédit de représentativité inégale.

Donc, nous retenons une différence d'échéance dans les références des taux du crédit avec, d'un côté, l'Allemagne et la France dominées par les taux longs et, de l'autre, l'Italie et le Royaume Uni, dominés par les taux courts. Le marché hypothécaire français se singularise aussi par la prédominance des taux fixes. Il s'ensuit que les agents financiers des quatre pays ne sont pas exposés au même risque de taux sur leur bilan.

La prochaine section aborde la comparaison des bilans des agents non financiers. Cette comparaison est nécessaire à l'évaluation de notre deuxième critère, relatif au potentiel d'effets richesses et d'effets revenus de la politique monétaire.

⁹ Cottarelli et Kourelis utilisent les mêmes taux d'intérêt du crédit que Borio et Fritz en Allemagne et au Royaume Uni. En Italie, ils utilisent le taux d'intérêt moyen sur l'ensemble des crédits. En revanche, ils utilisent un taux d'escompte comme indicateur de la politique monétaire.

. DEUXIEME CRITERE : POTENTIEL DES EFFETS REVENUS ET DES EFFETS RICHESSES

3.1. Bilan des agents non financiers¹⁰

A la suite des ajustements de taux d'intérêt, le revenu et la richesse des agents non-financiers privés évoluent en fonction de la structure de leur bilan. On caractérise le bilan financier des ménages et des entreprises dans les quatre pays par quelques indices synthétiques : le taux d'autofinancement des entreprises, les taux d'épargne des ménages, la structure de leur passif et de leur actif financier, l'évolution de l'ensemble de l'actif et du passif financier, rapporté au revenu disponible des ménages et au PIB pour les entreprises et, pour les entreprises, le poids relatif de la dette à court terme et le poids relatif de la dette bancaire.

Au-delà de particularités nationales, ces indicateurs font surtout apparaître une évolution marquée des structures financières en France, et dans une moindre mesure au Royaume Uni, qui tranchent avec la stabilité des structures financières allemandes. Nous allons aussi montrer que la grille de lecture habituelle entre économie d'endettement, pour l'Europe continentale, et, économie de marchés financiers, pour le Royaume Uni, se révèle peu opérante.

3.1.1. Entreprises : développement inégal des marchés d'actions

Les taux d'autofinancement des entreprises des quatre pays ont convergé. Nayman (1996) donne les moyennes de ces taux entre 1980 et 1986 et entre 1987 et 1994. Le Royaume Uni et la France convergent vers un taux de 90 %, qui est celui de l'Allemagne sur les deux sous périodes¹¹. Les deux pays venaient de situations symétriques puisque le premier pays voyait ses entreprises dégager une capacité de financement, avec un taux d'autofinancement de 113 % alors que le second voit ses entreprises réduire progressivement leurs taux d'endettement, pourtant records à la fin des années 1970. Les entreprises italiennes passent d'un taux d'autofinancement de 83% sur la première période à 96 % sur la seconde.

L'évolution du passif financier des entreprises, tant en niveau (Figures 4) que par sa structure (Figures 2 et 3), est marquée par un effet de valorisation des actions. En France et au Royaume Uni, on voit l'impact des cracks boursiers de 1987 et de 1989 sur la part des actions dans le passif. Le phénomène de valorisation se répercute dans la valeur du passif des entreprises de ces deux pays, qui passe de «un PIB » au milieu des années 1970 à respectivement «trois PIB » et «deux PIB et demi » en 1996, contre «un PIB » seulement en Allemagne et en Italie. En France, cette augmentation spectaculaire renvoie partiellement à une méthode de valorisation des actions de l'ensemble des entreprises parallèlement à l'évolution des prix des actions cotées et à l'augmentation de la part des actions dans l'actif des entreprises (Figures 1). Il faut aussi souligner que la très forte valorisation récente des actions correspond en partie à des stratégies de rachat d'actions par les entreprises elles-

¹⁰ Les graphiques décrits dans cette partie sont rassemblés en annexe.

¹¹ Corbett et Jenkinson (1994) soulignent la proximité des modes de financement des entreprises allemandes, britanniques et américaines. Dans ces trois pays, c'est surtout la faiblesse du financement externe des entreprises qui est remarquable.

mêmes. De ce fait, il ne faut pas attendre un effet du q de Tobin par lesquels les hausses de prix des actions stimuleraient l'investissement des entreprises.

A la fin 1996, les actions représentent deux tiers du passif en France et au Royaume Uni, contre un peu moins de la moitié en Italie et un quart en Allemagne.

Parmi les autres postes du passif, on retient que le crédit commercial représente un tiers du passif hors action sur l'ensemble de la période en France. La part du crédit commercial s'est nettement réduite au Royaume Uni alors qu'elle a toujours été négligeable en Allemagne et en Italie.

La structure de la dette des entreprises est très proche dans les trois pays d'Europe continentale (Figures 3, non disponible pour le Royaume Uni). Cette dette demeure essentiellement bancaire, à 95 % en Allemagne, alors que la part du financement par titres progresse en France pour atteindre 25 % en fin de période. Pour le Royaume Uni, Borio (1995) rapporte une évolution proche de celle observée en France, avec une part du crédit bancaire qui passe de 97 % de la dette en 1983 à 81% en 1993.

La part des emprunts des entreprises à court terme est deux fois plus élevée en Italie qu'en France et en Allemagne. Au Royaume Uni, les emprunts à court terme ont, en fin de période, une importance intermédiaire entre celle observée en Italie et celle des deux autres pays.

Parmi les agents non-financiers, le financement par titres de dettes reste donc l'apanage des émetteurs publics.

L'actif financier des entreprises est limité autour de la moitié du PIB sauf en France où il est dominé par les actions, de telle manière qu'il suit l'évolution du passif pour atteindre 150 % du PIB en fin de période. En 1996, 80 % des actions d'entreprises non financières y sont détenus par d'autres entreprises non financières.

3.1.2. Les ménages épargnent dans les produits qui leur sont proposés

Le taux d'épargne des ménages a convergé autour de 12 % dans les quatre pays au milieu des années 1990. Ce taux est celui de l'Allemagne depuis les années 1970. La France qui a atteint ce niveau depuis la baisse du taux d'épargne observée entre 1980 et 1986 à vu ce taux repasser au-dessus de 14 % en 1997. Le Royaume Uni a vu ce même taux augmenter plus récemment après le creux lié à l'emballlement de l'endettement hypothécaire des ménages à la fin des années 1980. Enfin, l'Italie voit une tendance de long terme amener son taux d'épargne de 35 % en 1960 à 13 % en 1996.

L'actif financier des ménages britanniques est nettement supérieur à celui observé dans les trois autres pays (Figures 9) : 4 fois le revenu disponible en fin de période contre 2,5 fois en France, deux fois en Allemagne et 1,5 fois en Italie. Ceci s'explique par l'ampleur prise par les «fonds de pensions et assurances vie» dans ce pays. On observe aussi (Figure 7) la part importante des obligations dans l'actif financier des ménages italiens et la faiblesse de la part des actions détenues par les ménages allemands. La part des dépôts à terme baisse en Allemagne et en France.

Du côté du passif des ménages (Figure 8), la dette à long terme domine en Europe continentale. Cependant, comme nous l'avons vu à la section précédente, les pratiques de fixation des taux d'intérêt donnent à ces dettes de long terme des attributs différents selon qu'ils sont accordés à taux fixe de long terme ou à taux variable indexés sur des taux courts de marché.

3.2. Effets revenus des variations de taux d'intérêt

3.2.1. Entreprises : le niveau des taux d'intérêt compense les différences de niveaux d'endettement

Les taux d'intérêt apparents, calculés comme les rapports entre les revenus et les charges d'intérêt rapportés respectivement aux stocks de créances et de dettes (Figures 5), sont totalement stables en Italie, un peu plus variables en Allemagne et en France.

En outre, les charges financières nettes (Figures 6) des entreprises ont un profil très proche en Allemagne, en France et en Italie, tant en terme de niveau qu'en terme de variabilité. En fin de période, les charges financières nettes représentent environ 30 % de l'excédent brut d'exploitation (EBE). Il faut cependant garder à l'esprit l'hétérogénéité des entreprises vis-à-vis de leurs besoins de financement. Sur les cinq dernières années, les entreprises allemandes structurellement débitrices ont versé des charges financières comprises entre un minimum de 30 % et un maximum de 40 % de leur EBE. Ces bornes étaient, pour le même période, de 22 et 35 % en France et de 40 et 60 % en Italie¹².

3.2.2. Ménages : les statistiques agrégées cachent les effets redistributifs

Les taux d'intérêt apparents sont plus variables que ceux observés pour les entreprises (Figures 10).

Mais, au final, les charges et revenus d'intérêt sont les plus variables au Royaume Uni et en France (Figures 11). Dans le premier pays, le fait que les intérêts reçus et versés évoluent parallèlement ne signifie pas nécessairement que les ménages couvrent leur revenu par rapport au risque de taux. Là encore, les statistiques agrégées sur le secteur institutionnel des ménages masquent une hétérogénéité entre les ménages endettés et les ménages créanciers. Or, ces deux catégories de ménage ont fort probablement des propensions à épargner très différentes. Les effets de la politique monétaire sur la demande pourraient venir, au Royaume Uni, de la redistribution de revenus entre les ménages créditeurs et les ménages débiteurs.

Les intérêts hors logement versés par les ménages allemands renvoient l'image d'une variabilité probablement très supérieure à la variabilité effective de l'ensemble des intérêts versés, dont l'essentiel est lié aux emprunts hypothécaires, plus inertes que les intérêts hors logement.

Les simulations en variante des modèles structurels des banques centrales, rassemblés par Smets (1995), donnent un impact globalement positif d'une remontée du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire sur les intérêts versés par le secteur non

¹² Les charges financières brutes des entreprises britanniques ne sont pas disponibles.

financier (y compris le gouvernement) dans les trois pays continentaux. En fait, les ménages voient leur revenus financiers s'accroître au détriment des entreprises et du secteur public. C'est pourquoi l'Italie, dont la dette publique rapportée à son PIB représente deux à trois fois celle de ses voisins transalpins du nord et de l'ouest, est le pays où les intérêts versés augmentent le plus (0,77 % du PIB pour une augmentation de 100 points de base du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire, contre environ 0,2 en France et en Allemagne).¹³

3.3. Effets richesses des variations de taux d'intérêt

Le potentiel des effets richesses de la politique monétaire est considérable. Une variation de taux d'intérêt instrument de la politique monétaire va influencer le taux court et provoquer des réactions, parfois des «sur-réactions» des marchés financiers, actions et obligations, et des marchés immobiliers. On se souvient par exemple que la remontée du taux des fonds fédéraux américains, en février 1994, avait provoqué un crack obligataire mondial où la perte en capital avait représenté 10 % de la production de l'ensemble des pays de l'OCDE (Rapport annuel de la BRI, 1995). La remontée du taux directeur de la banque du Japon en 1989 a déclenché le retournement du prix des actions et du prix de l'immobilier. Enfin, Alan Greenspan agite régulièrement la menace de relever son taux directeur pour tenter d'endiguer la frénésie haussière des marchés d'actions américains de 1994 à 1998.

Les effets richesses de la politique monétaire européenne seront d'autant plus fort que les agents privés détiendront des actifs immobiliers, des actions et des obligations, sensibles au taux d'intérêt.

Au Royaume Uni et en France, l'expérience récente a montré une forte volatilité des prix immobiliers. En 1993, alors que les prix de l'immobilier étaient au plus bas, le patrimoine détenu sous la forme de logements représentait en France 209 % du revenu disponible des ménages, contre 250 % au Royaume Uni (Kneeshaw, 1995 ; Guichard et Mojon, 1997). L'influence des dynamiques de prix d'actif sur le cycle macroéconomique, tant sur l'immobilier commercial que sur l'immobilier résidentiel, se développe plus facilement dans les pays dominés par une grande agglomération, comme Paris ou Londres, qui concentre la spéculation (Ortallo-Magné, 1997). L'Italie et l'Allemagne seraient alors relativement préservées par rapport à des effets richesses «violents» sur les patrimoines immobiliers.

Les portefeuilles d'actions détenus par les entreprises et des ménages français apparaissent particulièrement importants en Europe.

En Italie, le portefeuille obligataire des ménages, qui détiennent plus des trois quarts de leur dette publique, est au-dessus de la moyenne des quatre pays.

Enfin, il est difficile d'évaluer l'impact sur la dépense courante des gains ou pertes en capital de l'épargne salariale confiée aux fonds de pension ou sur le capital physique des entreprises. On peut en effet supposer que les épargnants ne suivent pas de près la valeur de leur épargne ainsi placée, et ou, qu'ils considèrent qu'il s'agit de variations cycliques sans conséquence sur leurs droits à retraite. Pour ce qui est des entreprises, l'ampleur de leur

¹³ Ces simulations ne sont pas disponibles pour le Royaume Uni.

capital physique est très proche en Allemagne, en France et au Royaume Uni (environ 145 % du PIB). Seul la partie correspondant à de l'immobilier commercial est très volatile.

4. TROISIEME CRITERE : IMPACTS SUR LES INTERMEDIAIRES FINANCIERS

Quelle est aujourd'hui en Europe la capacité des banques centrales à modifier le coût de refinancement des institutions financières ? La déréglementation des années 1980, et la vague des innovations financières ont modifié la nature de l'emprise des banques centrales sur les passifs bancaires. Traditionnellement, c'était le mécanisme des réserves obligatoires qui permettait aux banques centrales de contrôler les dépôts. Mais, depuis la liberté de circulation des capitaux, la couverture des passifs bancaires par ces réserves et les taux de ces réserves ont fortement baissé (Mojon, 1988). Désormais, les banques ont la possibilité d'émettre des certificats de dépôts non soumis à réserves.

Les banques centrales ont néanmoins conservé le contrôle de la monnaie centrale qui demeure la forme supérieure de la liquidité. Les banques, qui doivent gérer leur risque de liquidité, cherchent à se couvrir contre les contractions de la liquidité centrale. La gestion de la liquidité par l'actif consiste à détenir un tampon de titres liquides à l'actif ; la gestion de la liquidité par le passif, plus répandue aujourd'hui parce que moins coûteuse, suppose de pouvoir émettre des créances sur le marché interbancaire. Dans tous les cas de figure, les banques centrales conservent le contrôle du prix de la liquidité bancaire.

Mais, au-delà du contrôle du prix de la liquidité bancaire, Kashyap et Stein (1995, 1997 a) ont montré que les petites banques étaient beaucoup plus sensibles aux chocs sur la liquidité centrale que les grandes banques. Les petites banques américaines n'ont pas accès au marché des fonds fédéraux où les émissions de créances ne sont pas couplées à la fourniture d'un collatéral. Elles gèrent leur liquidité par l'actif et leur offre de crédit est plus sensible aux chocs de politique monétaire que celle des grandes banques. Les investigations empiriques de Kashyap et Stein portent sur des données désagrégées pour les Etats-Unis. Un travail équivalent pour plusieurs pays européens dépasse l'ambition de cette étude. On peut cependant esquisser une comparaison de la sensibilité des banques européennes aux chocs de politique monétaire à partir des statistiques déjà disponibles et des travaux réalisés dans certains pays européens. Quatre facteurs nous paraissent les plus importants :

1) la sensibilité des dépôts bancaires aux taux d'intérêts

Plus cette sensibilité est importante, plus les banques devront compenser la baisse de ressources non rémunérées, dans le cas d'une hausse de taux d'intérêt, par des émissions de titres de dettes ou par un ajustement de leur actif à la baisse.

2) la structure du bilan des intermédiaires financiers

Une fois connu l'impact d'un choc de taux d'intérêt sur les dépôts, il importe d'apprécier les ajustements du bilan et l'évolution du résultat des intermédiaires. La place relative des postes portant intérêt, selon un taux à court terme ou à long terme, à l'actif et au passif, est de nature à nous éclairer sur les réactions possibles des intermédiaires à un choc de taux d'intérêt.

3) la structure du secteur bancaire

La population des intermédiaires financiers, l'importance des petites banques, la hiérarchie entre catégories d'institutions, banques commerciales, caisses d'épargne, dont certaines sont structurellement en excès de liquidité, sont autant de facteurs qui façonnent les effets redistributifs d'un choc sur les taux d'intérêt.

4) la fragilité du secteur bancaire

L'accès à la liquidité des intermédiaires, et surtout la gestion de la liquidité par le passif, ne sont envisageables que par les institutions dont les fonds propres sont suffisamment étoffés pour rassurer leur contrepartie.

Tableau 7 : Elasticités dynamiques de la monnaie au taux d'intérêt

Agrégat	Allemagne		France		Italie	Royaume-Uni	
	M1	M3	M1	M3	M2	M0	M4
1994	-0.91	-0.44	-1.22	-0.69	-0.61	-0.34	-0.44
1995	-1.68	-0.83	-1.73	-0.64	-1.66	-0.91	-0.89
1996	-1.36	-0.80	-0.17	-0.24	-1.33	-1.47	-0.98
1997	-0.99	-0.64	-0.22	-0.32	-0.26	-2.29	-1.67

Sources : Smets (1995), réponses d'un agrégat monétaire à une augmentation du taux d'intérêt instrument de politique monétaire de 1 % en 1994 et 1995.

Tableau 8 : Structure du bilan des intermédiaires financiers (1984-1993)¹⁴

En % du bilan	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
Structure de l'actif				
Dépôts à la Banque Centrale	2	0	6	7
Dépôts interbancaires	22	40	8	15
Crédits	55	40	34	55
Titres	19	14	16	16
Autres	3	6	36	14
Structure du passif				
Capital et réserves	4	4	8	4
Emprunts à la banque centrale	4	0	0	-
Emprunts interbancaires	23	39	8	-
Dépôts des agents non financiers	51	26	43	73
Obligations	13	24	-	10
Autres	5	7	41	13

Source : OCDE, Rentabilité des banques, moyennes de 1984 à 1993 dans Kashyap (1997), uniquement les banques commerciales pour l'Italie et le Royaume Uni.

¹⁴ Les évolutions des parts de chaque poste dans le bilan sont très inertes et ont très peu évolué en 1994 et 1995 (Bank Profitability, 1997).

4.1. La sensibilité des dépôts bancaires aux taux d'intérêts

Il nous suffirait ici d'emprunter à toute la littérature qui consiste à estimer les fonctions de demande de monnaie ainsi que leur stabilité. Il convient en effet de prendre en compte l'accélération des innovations financières de manière à rendre compte de la réalité des débuts de l'Union Monétaire. Nous rapportons les réponses des équipes de modélisation des banques centrales au questionnaire de la BRI sur les effets de la transmission de la politique monétaire (Smets, 1995). Les hiérarchies dans les élasticités des agrégats sont conformes à l'intuition. Les banques sont donc confrontées dans les quatre pays à une baisse de leurs dépôts en cas de hausse des taux d'intérêt. Les dépôts à vue dont les rémunérations sont nulles ou plus faibles que celles des dépôts à terme enregistrent un repli plus élevé que les dépôts à terme. Les banques subissent une hausse du coût moyen de leur passif et doivent pallier la baisse des dépôts soit par l'émission de titres de dettes soit par un ajustement à la baisse de leur actif.

Un second point de vue se concentre sur la structure du bilan des intermédiaires en terme d'échéance des postes, et donc sur la sensibilité du résultat des intermédiaires aux chocs de taux court initiés par les banques centrales. On a déjà vu dans les sections précédentes les formes des crédits bancaires contractés par les agents non-financiers. Elles laissent augurer un poids plus important des postes à taux long dans l'actif des intermédiaires financiers allemands et français. L'expérience malheureuse des Caisses d'Épargne américaines dans les années 1980 a sensibilisé les institutions financières à l'exposition de leur bilan au risque de taux. Celles-ci ont développé la gestion de leur actif et de leur passif de manière à couvrir les variations de taux d'intérêt (Harrington, 1987 ; Payelle, 1996). L'influence de ce nouveau mode de gestion se traduit par une structure préférée du bilan des intermédiaires financiers. Un choc de politique monétaire sur les taux courts modifie la profitabilité d'une institution financière selon la structure de son bilan.

Le tableau 9 rassemble les actifs nets des institutions financières exprimés en parts de leur bilan¹⁵. On observe que les différences d'exposition aux variations de taux sont partiellement compensées par les portefeuilles de titres des intermédiaires financiers. Ainsi, si l'Italie se démarque par un poids moins élevé des crédits à long terme, ses institutions financières détiennent une part plus importante de leur actif net sous la forme d'un solde positif d'obligations. On retrouve aussi la baisse des dépôts bancaires en France, alors que ceux-ci sont stables en Italie et en Allemagne.

Les deux dernières lignes du tableau font apparaître les synthèses des positions des institutions financières dépendantes des taux courts et des taux longs. C'est l'Allemagne qui montre le contraste le plus important entre une position longue à taux long de près de 50 % du bilan des intermédiaires financiers et une position courte à taux court qui représente encore 20 % du bilan sur la dernière sous période. En Italie et en France, les intermédiaires financiers ont une position longue stabilisées autour de 30 % du bilan.

On sait cependant que la part des crédits à long terme dont le taux est ajustable est très supérieure en Italie à ce qu'elle est en France. En Italie, comme on pouvait s'y attendre,

¹⁵ La désagrégation des bilans des institutions financières britanniques n'est pas disponible. Cependant, pour ce pays, on sait que l'essentiel des crédits dépend des taux d'intérêt de court terme.

l'importance des titres à court terme vient équilibrer la position à taux court des intermédiaires. En revanche, le caractère administré des taux des dépôts à terme en France et le niveau élevé du portefeuille de titres à court terme à l'actif des intermédiaires financiers (9 % sur la dernière période contre seulement 3 % en Italie et 1 % en Allemagne) donnent à ces intermédiaires une position longue à taux court qui est tout à fait inattendue. Enfin, au Royaume Uni, on déduit du tableau 8 que les positions à taux court (crédits, dont on a vu qu'ils étaient accordés à taux court, et titres à l'actif, dépôts au passif) sont équilibrées des deux côtés du bilan.

Tableau 9: Actif net des institutions financières en parts du bilan

période	Allemagne			France			Italie	
	79 86	87 92	93 97	79 86	87 92	93 96	89 92	93 95
Dépôts à vue	-0,11	-0,12	-0,11	-0,10	-0,07	-0,06	-0,20	-0,19
Autres dépôts	-0,42	-0,34	-0,28	-0,22	-0,15	-0,13	-0,20	-0,21
Titres CT	0,02	0,01	0,01	-0,02	-0,02	-0,02	0,03	0,03
Crédits CT	0,08	0,08	0,06	0,9	0,08	0,04	0,23	0,16
Obligations	-0,04	-0,01	0,00	-0,00	0,02	0,06	0,14	0,17
Crédits LT	0,58	0,52	0,48	0,31	0,25	0,24	0,15	0,16
Taux court *	-0,32	-0,25	-0,21	0,11	0,10	0,07	0,05	-0,02
Taux long **	0,54	0,51	0,48	0,31	0,27	0,29	0,29	0,33

Sources : Comptes financiers de l'OCDE et calculs de l'auteur.

* pour l'Allemagne et l'Italie, somme des autres dépôts dont le taux est très élastique au taux de marché, des titres à court terme et du crédit à court terme ; pour la France, les autres dépôts ne sont pas pris en compte parce que leurs taux sont administrés.

** somme des obligations et des crédits à long terme.

4.2. Structure du secteur bancaire

La structure du bilan des intermédiaires nous a donné des éléments très remarquables de l'exposition des intermédiaires financiers européens aux aléas de la politique monétaire. Nous complétons notre investigation en rassemblant quelques éléments qui pourront nous éclairer sur les effets redistributifs entre intermédiaires hétérogènes.

Les secteurs financiers des quatre grands pays européens sont hétérogènes. L'Allemagne et la France comptent des centaines d'institutions, alors que le Royaume Uni n'en compte que 40. Cependant, les secteurs financiers de chaque pays restent dominés par un petit nombre d'institutions. Seule l'Allemagne est isolée au sens où les dix institutions les plus grandes ne représentent que 28 % de l'actif total des intermédiaires financiers. Il ne faut pas en tirer des conclusions hâtives en terme d'intensité de la concurrence. En

Allemagne, le très grand nombre de guichets (Tableau 10) traduit une implantation locale des institutions régionales (par Landër), sans que cela représente pour autant une plus grande concurrence sur chaque lieu de concurrence. On sait en effet que l'activité de collecte de dépôts et de distribution de crédits aux particuliers et aux petites entreprises s'apparente à un commerce de détail, et donc à une clientèle de proximité. Dans la mesure où les institutions financières régionales sont étroitement surveillées par les succursales de la Bundesbank dans chaque Landër, leur accès à la liquidité n'est pas nécessairement plus difficile que celles d'institutions de tailles moyennes dans les autres pays. De plus, la restructuration du secteur en Europe va dans le sens d'une plus grande concentration dans les quatre pays.

Tableau 10 : Concentration des banques commerciales et des institutions de crédit (1993)

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
Nombre de banques en 1995	3500	1453	269	40
Nombre de banques en 1986	4465	2050	419	53
Part de l'actif des banques commerciales détenues par les trois plus grandes banques (%) <i>a</i>	89	64	36	29
Part de l'actif des institutions de crédits détenue par les trois plus grandes banques (%) <i>a</i>	24	33	28	nd
Part de l'actif des institutions de crédits détenus par les 10 plus grandes institutions de crédit (%) <i>b</i>	28	63	45	78
Nombre d'habitants par guichet <i>c</i>	1200	2300	2700	3000
Rentabilité des fonds propres (%) <i>c</i>	9	5,4	2,9	15,5

Sources : *a* Barth, Nolle et Rice (1997) ; *b* BRI (1996) chiffres de 1995, *c* Floc'ich (1997).

Mais, sans doute bien davantage que la concentration, c'est la structure fragmentée par type d'institutions, banques commerciales, caisses d'épargne, réseaux mutualistes, institutions financières spécialisées, héritée par chaque pays qui a des répercussions sur la manière dont se transmettent les impulsions de taux d'intérêt. La mise en œuvre de la seconde directive européenne de réglementation prudentielle en 1994 a achevé les derniers cloisonnements qui définissaient le domaine de compétence de chaque type d'institution. Mais, la spécialisation est marquée par une forte inertie. Aussi, la structure des bilans demeure caractéristique de l'ancien statut de chaque institution. Ces différences laissent entrevoir la forme de répercussion en cascade d'une hausse de taux d'intérêt, avec certaines institutions qui prêtent à d'autres institutions financières (Tableau 11).

En France et en Allemagne, les caisses d'épargne et les banques mutualistes françaises collectent nettement plus de dépôts non bancaires que les autres institutions. En France, cela conduit ces institutions à refinancer les autres institutions financières qui, comme les banques commerciales, sont structurellement en besoin de liquidité. En Allemagne, seules les banques mutualistes prêtent à l'interbancaire. Il ressort en revanche une assez grande homogénéité de la part des titres à l'actif, toujours compris entre 12 et 25 % quels que soient les pays et les institutions. On peut supposer que la faiblesse du portefeuille de titres des caisses d'épargne et des réseaux mutualistes en France vient de leur

meilleure liquidité. Angeloni et alii (1995) rapportent en effet que les banques italiennes, dans leur ensemble, gèrent encore largement leur liquidité par l'actif, comme les petites banques américaines (Kashyap et Stein, 1997).

Cependant, il paraît difficile de calquer le raisonnement de Kashyap et Stein, qui rapporte la part des titres détenus à l'actif à la difficulté pour les banques de gérer leur liquidité par le passif. En effet, en France et en Allemagne, on observe que les grandes banques commerciales ont plus de titres à leur actif que la moyenne des banques commerciales, à l'opposé de ce qu'on observe aux Etats-Unis. La part des titres à l'actif est donc un indicateur difficilement interprétable.

Le rôle de l'hétérogénéité des intermédiaires financiers dans la transmission de la politique monétaire au travers d'accès inégaux à la liquidité est aussi étudié par Martin et Rosenwald (1996), et par Rosenwald (1996) en France. Martin et Rosenwald (1996) montrent une hiérarchie des taux des certificats de dépôts selon l'émetteur et selon le souscripteur. Pour ce qui nous intéresse, notons que les trois grandes banques de réseau payent 30 points de base de moins que les banques de marché. Rosenwald (1996) complète ces premiers résultats en montrant, à partir d'un panel de banques françaises, une élasticité positive du taux des certificats de dépôts au montant du titre émis. Elle obtient qu'une banque voie effectivement le taux qui lui est accordé sur ces émissions de certificats de dépôts augmenter avec le montant qu'elle demande, mais seulement en faible proportion. Ainsi, un doublement du montant émis par une banque ne se traduit que par une augmentation de deux points de base du taux d'intérêt. La prime de financement externe des banques, chère aux partisans du canal du crédit, nous paraît alors tout à fait dérisoire.

4.3. Fragilité du secteur bancaire

Les tableaux 10 et 11 donnent deux mesures de la rentabilité des institutions financières en Europe ainsi que le niveau de leurs fonds propres pour l'année 1995. La disparité est plus grande entre les pays qu'entre les institutions d'un même pays. Les banques italiennes sont les moins rentables et les banques britanniques les plus rentables. En France et en Allemagne, les réseaux mutualistes et les caisses d'épargne sont en meilleure posture que les banques commerciales.

En conclusion de notre brève investigation de l'impact de la politique monétaire sur l'accès à la liquidité des intermédiaires financiers, trois points ressortent nettement dans les quatre grands pays européens.

Les intermédiaires financiers doivent faire face à une baisse des dépôts en cas de remontée du taux d'intérêt. Les écarts d'amplitude de cet effet mécanique de la politique monétaire entre les pays ne paraissent pas excessifs.

En revanche, les positions du bilan des intermédiaires agrégés par pays, à taux courts et à taux longs, nous paraissent de nature à introduire de fortes asymétries de transmission de la politique monétaire entre les pays.

Enfin, notons l'inertie des secteurs financiers où les différentes catégories d'institutions restent fortement spécialisées dans leur domaine traditionnel. Cette inertie, même si l'Allemagne et la France sont assez proches en terme de répartition des rôles entre catégories d'institutions, ne laisse pas entrevoir une uniformisation des structures d'offre de

produits de placement et d'épargne dans l'union monétaire à un horizon proche. L'étendue du spectre de la rentabilité des banques en Europe n'est pas la moindre des difficultés de mise

Tableau 11 : Modes de refinancement et de gestion de la liquidité par type d'institution

1995	nombre d'institutions	parts de l'actif total	fonds propres	dépôts inter-bancaires	dépôts non bancaires	obligations	Titres à l'actif	bénéfices **
Allemagne								
Ensemble	3500	1	4,2	-4	-47	14	20	0,56
Banques commerciales	266	0,33	5,35	-8	-42	-13	17	0,49
Grandes Bq Com	3	0,15	5,11	-8	-48	-8	19	0,43
Caisses d'épargne	626	0,24	3,86	-7	-68	-6	17	0,86
OR* de compensation	13	0,24	2,85	0	-24	-32	26	0,23
Banques mutualistes	2591	0,14	4,52	4	-75	-5	21	0,84
France								
Ensemble	1453	1	4,42	0	-28	-21	16	0,15
Banques commerciales	413	0,56	3,26	-4	-24	-20	19	0,09
Grandes Bq Com	5	0,35	3,49	-10	-31	-18	22	0,17
Caisses d'épargne	35	0,06	4,17	41	-84	-1	14	0,32
Banques mutualistes	136	0,22	3,88	9	-42	-11	12	0,43
Autres banques	869	0,16	8,81	-13	-3	-47	16	-0,08
Italie								
Ensemble	269	1	9,18	0	-37	-9	14	0,36
Royaume Uni								
Banques commerciales	40	0,46	3,88	-17	-37	-11	18	1,17

Sources : Rentabilité des banques, OCDE, 1997 ; *OR organismes régionaux. ** bénéfiques avant impôt rapporté au bilan. La première colonne donne le nombre d'institution pour chaque catégorie définie en ligne, la seconde colonne donne l'importance de chaque catégorie dans l'ensemble des institutions financières du pays, en taille de bilan. Les six dernières colonnes sont exprimées en part des bilans des institutions d'une même catégorie.

5. QUATRIEME CRITERE : ACCES A LA LIQUIDITE ET ENTRAVES AUX EFFETS DE SUBSTITUTION

La théorie du canal du crédit met aussi l'accent sur la dépendance vis-à-vis du crédit bancaire de certaines classes d'emprunteurs. De ce point de vue, on attend qu'une contraction de la politique monétaire aura d'autant plus d'impact sur la demande finale que le nombre d'emprunteurs dépendant du crédit seront touchés par une contraction du crédit. Dans les structures financières d'un pays, il importe alors de voir quel est l'accès des agents non financiers au crédit.

En fait, il est très difficile de mettre en évidence empiriquement le rationnement des emprunteurs. L'identification des chocs d'offre de crédit par rapport aux chocs de demande n'est pas la moindre des difficultés de cette quête. Et, la majorité des travaux

empiriques sur l'existence d'un canal du crédit en Europe¹⁶ ne mette pas en évidence un rôle actif d'un rationnement quantitatif du crédit dans la transmission de la politique monétaire. Borio (1995) ajoute qu'il est plus difficile de montrer l'existence d'un rationnement des emprunteurs que de comparer les éléments qui vont limiter son éventuelle emprise sur leurs projets de dépenses. C'est pourquoi il met l'accent sur les clauses hors-prix des contrats de crédits susceptibles de faciliter l'accès au crédit des emprunteurs.

L'accès au crédit est plus ou moins libre en fonction de la réglementation et selon la nature de la relation commerciale entre les banques et les emprunteurs. Les banques peuvent en effet exiger des emprunteurs qu'ils fournissent un collatéral. Elles peuvent aussi garantir par avance à leur client un accès à la liquidité sous la forme de lignes de crédits.

Les impacts de ces modalités d'accès au crédit sur la transmission de la politique monétaire sont multiples. En premier lieu, la valeur du collatéral sera le plus souvent sensible au taux d'intérêt. Ainsi, la valeur fondamentale de la plupart des actifs, somme des revenus futurs auxquels la propriété de l'actif donne droit, décroît avec le taux d'intérêt. La théorie monétariste et la théorie élargie du canal du crédit insistent sur ce canal de transmission de la politique monétaire. En deuxième lieu, la liberté d'accès au crédit facilite le jeu de substitutions inter-temporelles de dépenses des agents non financiers en fonction du taux d'intérêt. A l'opposé, si la politique monétaire fonctionne surtout au travers du rationnement des emprunteurs, la généralisation des lignes de crédit est de nature à réduire la portée des chocs de politique monétaire. Collatéralisation et facilité d'accès au crédit sont deux caractéristiques hors prix des contrats de crédit. Elles relèvent des relations de clientèle entre les banques et leurs emprunteurs dont nous verrons qu'elles peuvent être associées aux tailles et aux statuts des emprunteurs et des intermédiaires financiers.

5.1. Relations de clientèle

Nous avons vu dans la section 3.3 comment les intermédiaires financiers étaient diversement affectés par les chocs de politique monétaire selon leur statut, leur taille ou la nature du passif qu'ils sont susceptibles de collecter. Les ajustements provoqués par le choc de taux courts vont aussi se traduire sur le crédit selon la structure désirée de l'actif des intermédiaires. Mais cet ajustement de l'offre de crédit sera lui-même modulé par les contraintes inhérentes aux relations de clientèle entre les intermédiaires financiers et les emprunteurs.

La notion de relations de clientèle sur les marchés du crédit, introduite par Okun (1981), recoupe l'opposition qui est généralement mise en avant entre les systèmes financiers dominés par les banques, comme le système allemand, et les systèmes dominés par les marchés de finance directe, comme le système du Royaume Uni¹⁷. Allen et Gale (1995, 1997) développent notamment l'idée selon laquelle les épargnants seraient davantage à l'abri des fluctuations cycliques de la valeur de marché de leur patrimoine dans le système allemand.

¹⁶ Bellando et Pollin (1996), Goux (1996), Payelle (1996), Barran et alii (1997) pour la France; Buttiglione et alii (1994) et Angeloni et alii (1995) en Italie; Barran et alii (1997) en Allemagne et Dale et Haldane (1995) au Royaume Uni.

¹⁷ Nous avons vu cependant dans la section 3.3 que les taux d'autofinancement se sont rapprochés.

On peut étendre le raisonnement aux clauses hors prix des contrats de crédit dont certaines isolent les emprunteurs de resserrements de la liquidité aux moments de contractions de l'offre de monnaie. L'hétérogénéité de ces relations peut dépendre de facteurs tels que la taille des emprunteurs et leur capacité de substituer la finance directe à la finance indirecte, ou le niveau de concurrence sur les marchés locaux du crédit.

Les contrats de crédits peuvent contenir des clauses hors-prix qui garantissent les emprunteurs contre un resserrement éventuel de la liquidité. En d'autres termes, certaines entreprises vont négocier avec leur banque un accès au crédit sous la forme d'ouverture de lignes de crédits ou d'autorisation de découvert qui ne seront utilisées qu'en cas de baisse de leur chiffre d'affaire. Les lignes de crédit sont beaucoup plus répandues en Italie que dans les autres pays. Kashyap et Stein (1995, 1997a) ont montré que, dans le cas des Etats-Unis, les chocs de politique monétaire ont amené des ajustements de l'offre de crédit nettement plus marqués dans les petites banques que dans les grandes banques. Angeloni et alii (1995) montrent aussi une diversité de comportement des banques italiennes face à la politique monétaire. Leur travail souligne cependant une pratique contraire à l'intuition de Kashyap et Stein. En effet, il semble que les petits emprunteurs sont davantage protégés des chocs de politique monétaire que les gros emprunteurs. Toujours aux Etats-Unis, Morgan (1997) ajoute que les crédits accordés dans le cadre de lignes de crédit pré-négociées refluent moins que les autres crédits après les contractions de politique monétaire.

Angeloni et alii (1995) comparent le comportement de deux groupes de banques qui se trouvent aux deux extrémités d'un classement des banques en fonction de la taille des crédits qu'elles accordent. Ils montrent que les banques qui accordent les crédits de plus grande taille reportent plus nettement les impulsions du taux instrument de la politique monétaire sur leur taux du crédit que les banques qui accordent des crédits de petite taille. Ces pratiques sont cohérentes avec les relations de clientèle entre les banques locales et leurs emprunteurs telles qu'on peut les observer en Italie. On observe en effet que les «lignes de crédit» telles qu'elles sont évaluées par Borio (1995) y sont nettement plus importantes que dans les trois autres pays (Tableau 12). Encore une fois, cette comparaison à deux dates espacées de dix ans d'intervalle est l'occasion d'observer une grande inertie des pratiques de crédit.

Tableau 12 : Part des «lignes de crédits» dans le crédit total

	Allemagne	France	Italie	Royaume- Uni
1993				
Banques	<17	7	46	15
Autres Institutions financières	nd	faible	faible	faible
Total	<15	7	27	8
1983				
Banques	<20	5	51	31
Autres Institutions financières		faible	faible	faible
Total	<17		30	17

Sources : approximations proposées par Borio (1995) : Allemagne, avances et crédits de court terme ; France, découverts ; Italie, crédits en comptes courants ; et, Royaume Uni, découverts.

5.2. Collatéralisation

Le crédit hypothécaire constitue la forme la plus courante et la plus massive de collatéralisation du crédit. En fait, le logement demeure, pour les ménages, le principal poste d'utilisation du crédit. Il se trouve que celui-ci est réglementé par l'apport personnel minimum que les ménages doivent verser pour financer leur investissement immobilier par le crédit. On observe (Tableau 13) que l'apport minimum requis est inversement proportionnel au niveau d'endettement des ménages. Ce sont les ménages britanniques qui sont à la fois les plus endettés et pour lesquels l'accès au logement est le plus facile¹⁸. Les ménages italiens sont dans la situation opposée. Jappelli et Pagano (1994) ont aussi montré sur un échantillon plus grand de pays que les différences d'apport initial dans les réglementations du crédit hypothécaire contribuent à expliquer les différences de taux d'épargne. On rappelle à ce sujet que les premières années de déréglementation financière au Japon et dans les pays nordiques ont vu des baisses de taux d'épargne de plusieurs points. Certaines années, la Norvège, la Suède et la Finlande ont même enregistré des taux d'épargne négatifs (Mojon, 1994).

¹⁸ Pour l'acquisition d'un logement à Londres, les banques n'exigent plus qu'un apport initial de 5 %.

Tableau 13 : Conditions d'accès au crédit et endettement des ménages

	Allemagne	France	Italie	Royaume Uni
Apport personnel minimum en % de la valeur du logement (1980-1987)	20	20	44	13
Crédit à la consommation* en % de leur rev. disponible (1989-95)	17	17	6	nd
Dette totale des ménages en % de leur revenu disponible (1993)	77,9	51,0	31,4	102,0

Sources : Jappelli et Pagano (1994), p. 92 et Kneeshaw (1995), p 12 ; * Crédit à court terme dans les comptes financiers de l'OCDE

Le tableau 14 donne un point de vue global sur le recours aux collatéraux dans la distribution de crédits immobiliers. De 1983 à 1993, la situation a peu évolué en dehors du Royaume Uni. Les pays continentaux sont proches de 40 % des crédits immobiliers accordés contre collatéral¹⁹. Les différences des chiffres des «autres institutions financières » entre la France d'une part, et l'Allemagne et le Royaume Uni d'autre part, laissent augurer que ce ne sont pas les mêmes institutions qui sont ainsi décrites. En Allemagne et au Royaume Uni, ces institutions offrent des crédits qui nous apparaissent quasi systématiquement assortis d'un collatéral, probablement parce qu'elles ne gèrent pas les paiements de leurs emprunteurs.

Tableau 14 : Rôle des collatéraux dans le crédit immobilier

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
1993				
Banques	30	44	45	32
Autres Institutions financières	90	33	nd	92
Total	36	41	40	59
1983				
Banques	37	41	61*	15
Autres Institutions financières	90	42	nd	93
Total	45	42	61	50

Sources : Borio (1995), Tableau 16 ; * ensemble des crédits.

¹⁹ Ce chiffre de 40 % qui correspond à une moyenne ne doit pas être confondu avec l'apport minimal requis, présenté dans le tableau 13.

5.3. Détournements des contraintes de liquidité

Le risque pour les entreprises de se retrouver contraintes dans leur accès à la liquidité peut les conduire à tenter d'obtenir un crédit commercial de leur fournisseur. Nous avons vu dans la section 3.3 que les crédits commerciaux étaient effectivement beaucoup plus utilisés en France que dans les trois autres pays. Ramey (1993) montre que le crédit commercial est un substitut du crédit bancaire aux Etats-Unis.

Les grandes entreprises seraient alors davantage contraintes par leurs débouchés que par la liquidité (Kiyotaki et Moore, 1996). Elles ont un accès plus facile à la finance directe et au crédit bancaire que les petites entreprises. Cependant, elles préfèrent redistribuer cette liquidité en augmentant les crédits commerciaux plutôt que de voir leurs ventes baisser.

Nous avons observé dans la section 3.2 que les crédits interentreprises sont beaucoup plus développés en France que dans les trois autres pays.

Pour les ménages, c'est le crédit à la consommation qui permet les arbitrages intertemporels dans le sens d'une anticipation sur les revenus futurs. En théorie les déréglementations des années 1980 ont facilité le développement de l'accès au crédit aux ménages. La disparition des contraintes de liquidité a d'ailleurs conduit à des baisses de taux d'épargne sans précédent en France et au Royaume Uni. Mais ce point de vue ne doit pas être généralisé trop rapidement. Ainsi, la baisse du taux d'épargne en Italie ne semble pas pouvoir être imputée à une libéralisation du crédit à la consommation puisque celui-ci n'a pas progressé (Tableau 14).

Nous tentons de pallier le manque de données sur le crédit à la consommation en comparant les crédits à court terme accordés aux ménages. Ceux-ci demeurent sous développés en Italie où ils ne représentent que le tiers du volume atteint en France et en Allemagne.

6. SYNTHÈSE

Dans cette section, nous avons comparé les structures financières de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et du Royaume Uni. Celles-ci sont marquées par un rapport dialectique entre développements historiques propres à chaque système financier national et intégrations financières européenne et internationale. Nous nous sommes efforcés de dégager un diagnostic quant à l'homogénéité entre les quatre pays des deux premières étapes de la transmission de la politique monétaire : transmission entre les taux d'intérêts et réallocations d'actif (Cf Schéma 1).

Transmission aux taux d'intérêt de marché

La transmission du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire à l'ensemble des taux d'intérêt de marché sera homogène entre les pays en UEM. La transmission aux taux d'intérêt de court terme est instantanée dans chacun des pays, de telle manière que nous pouvons affirmer que la banque centrale européenne contrôlera le taux d'intérêt

européen de court terme. Dans chacun des pays, les influences internationales sur le taux d'intérêt court sont le plus souvent d'origine allemande ou américaine. L'influence américaine sur le taux court européen ne pourra que se réduire par rapport à la réalité allemande actuelle.

Le contrôle du taux à long terme constitue un enjeu plus ouvert de la recherche actuelle (Brender et Pisani, 1996). Nous pensons cependant que ce contrôle sera homogène entre les pays participants à l'UEM.

Les différences entre les taux longs italiens et les taux longs allemands demeurent possibles. De telles différences renverraient au risque de défaut sur la dette publique de l'Italie dont la dynamique apparaîtrait non soutenable aux marchés. Il est cependant surprenant de remettre en question le *rating* de la dette publique d'un pays de l'OCDE. Surtout, un tel risque de défaut ne devrait pas évoluer au gré de la politique monétaire. Il nous semble donc que la courbe des taux sera homogène entre les participants à l'union monétaire.

Transmission aux taux d'intérêt intermédiés Des différences d'élasticité des taux d'intérêt intermédiés au taux instrument de la politique monétaire existent. Les plus fortes concernent les taux de rémunération des dépôts, qui sont fixés de manière administrée en France alors qu'ils suivent les taux de marché dans les autres pays. Ces différences ne semblent cependant pas compter au final sur les effets revenus puisque les déposants français détiennent des titres par l'intermédiaire des SICAV. Elles ne se traduisent pas non plus par des disparités importantes dans les réactions des agrégats monétaires à un choc de taux d'intérêt. Les élasticités des taux du crédit qui sont estimées par l'économétrie demeurent très difficiles à comparer d'un pays à l'autre puisqu'elles ne renvoient pas aux mêmes contrats de crédit et qu'elles n'ont pas la même représentativité. En revanche, chacun des quatre pays est dominé par un type de contrats de crédit. En Allemagne, les entreprises contractent surtout des emprunts à taux fixe et les ménages répartissent leurs emprunts entre crédit à taux fixe et crédit à taux variable. La situation entre ménages et entreprises est inversée en France par rapport à celle de l'Allemagne, mais les deux pays sont globalement dominés par les crédits à taux fixe. Tout au contraire, les crédits italiens et britanniques sont accordés à taux variables. Dans ces deux pays, les taux de référence des crédits sont des taux de marché de court terme, même pour des crédits de long terme.

Effets revenus et effets richesses de la politique monétaire

Nous venons de voir que les emprunteurs non financiers privés, français et allemands, devraient être relativement isolés des variations du taux d'intérêt de court terme par rapport à leurs homologues italiens et britanniques. Les dettes auxquelles s'appliquent ces variations de taux d'intérêt sont d'importance inégale à travers l'Europe. La dette des agents privés italiens représente 60 % du PIB contre 90 % en France, 117 % au Royaume Uni et 125 % en Allemagne. Ces différences proviennent en partie de contraintes réglementaires sur l'accès des ménages au crédit hypothécaire, particulièrement difficile en Italie. En tendance, la répartition du crédit entre ménages et entreprises converge vers une moyenne de «50 / 50». Aussi, l'opposition traditionnelle entre des ménages britanniques très endettés et des entreprises du continent très endettées a perdu sa pertinence.

Tableau 15 : Effets richesses et effets revenus, déterminants en 1996

	Allemagne	France	Italie	Royaume Uni
Entreprises				
Passif financier / PIB	1	2,5	1	3
dont Actions / passif	1/4	2/3	1/2	2/3
Dette bancaire / dette totale	0,95	0,75	0,97	0,81
Dette à court terme / dette totale	0,3	0,3	0,6	nd
Intérêts versés / EBE	0,35	0,25	0,4	0,15*
Ménages				
Actif financier / rev. disponible	2,14	2,67	1,47	4
dont Fonds de pensions / actif	0,25	0,17	0,10	0,51
dont actions / actif	0,14	0,38	0,17	0,16
dont obligations / actif	0,15	0,05	0,22 + 0,10#	nd
dont dépôts / actif	0,43	0,34	0,33	0,2
Dette / revenu disponible	0,9	0,7	0,18	1,09
Dette à court terme / dette totale	0,06	0,18	0,29	0,15
Intérêt reçu / revenu disponible	0,085	0,06	0,07	6,6
Intérêt versé / revenu disponible	0,018	0,04	0,01	5,8

Les effets revenus des variations de taux sont mesurés par les charges et les revenus d'intérêt. Ceux-ci, qui doivent être pris en compte en brut et non pas en net, pour tenir compte de l'hétérogénéité des ménages et des entreprises, est proches d'un pays européen à l'autre. Pour l'Italie, la faiblesse des stocks de dette privée a été compensée par le niveau plus élevé des taux d'intérêt. Cependant, malgré les convergences observées entre les taux d'autofinancement des entreprises et les taux d'épargne des ménages, l'uniformisation des stocks de dettes et d'actifs sera beaucoup plus lente que celle des taux d'intérêts. Nous prévoyons donc des effets richesse de la politique monétaire européenne moins efficaces en Italie que dans les autres pays.

Au Royaume Uni, les stocks d'actifs financiers accumulés par les ménages demeurent très supérieurs à ceux observés dans les autres pays. Cette singularité est imputable principalement à un développement plus avancé des fonds de pension. Aussi, ces actifs représentent des créances qui ne donnent pas une augmentation du revenu disponible immédiatement. Ils augmentent les droits à revenus futurs qui peuvent se traduire par des effets richesse.

Ceux-ci seront amenés à tenir un rôle de plus en plus important dans la transmission de la politique monétaire. L'homogénéité de ce canal de transmission de la politique monétaire à travers l'Europe interviendra si les pays convergent vers une même proportion du financement de leurs retraites par capitalisation. Cependant, les effets richesses liés à la volatilité des prix immobiliers demeureront plus élevés en France et au Royaume Uni.

Impact de la politique monétaire sur les intermédiaires financiers

Une augmentation du taux d'intérêt instrument de la politique monétaire se traduit par une baisse des dépôts bancaires dans les quatre pays. Face à cette baisse de ressources, les intermédiaires peuvent soit émettre des certificats de dépôts soit réduire leurs actifs, par vente de titres et, ou, par ajustement de leur offre de crédit.

Les portefeuilles de titres détenus par les intermédiaires financiers représentent entre 15 et 25 % de leur actif. Il semble donc que la gestion de la liquidité par l'actif soit encore largement pratiquée en Europe. Pour ce qui est des intermédiaires qui gèrent leur liquidité par le passif, l'étude empirique dont nous disposons pour la France (Rosenwald, 1996) montre qu'un resserrement de la politique monétaire provoque une hausse insignifiante du coût de refinancement de chaque intermédiaire. On observe aussi une très forte inertie des acteurs sur leurs métiers traditionnels (caisses d'épargne, banques commerciales) et une forte dispersion de la profitabilité à travers l'Europe.

Enfin, le niveau d'exposition des bilans des intermédiaires financiers au risque de taux est très hétérogène à travers l'Europe. Au Royaume Uni, crédits et dépôts sont indexés sur les taux courts de marché. Dans les trois autres pays, les intermédiaires ont une position longue à taux longs, qui atteint la moitié de la taille du bilan en Allemagne, contre un tiers en Italie et en France. De plus, l'Allemagne est caractérisée par une position courte à taux courts qui représente 20 % du bilan des intermédiaires. A bilan inchangé, une hausse des taux courts devrait détériorer le profit des intermédiaires allemands beaucoup plus nettement que celui des intermédiaires des autres pays.

Contraintes de liquidité, rationnement quantitatif et entrave aux effets de substitution

Les travaux empiriques sur l'existence d'un canal du crédit dans les pays européens ne montrent pas un rationnement quantitatif des emprunteurs suite à des chocs de politique monétaire. Il n'est pourtant pas exclu que, parmi les effets redistributifs d'une hausse des taux courts, un « canal du crédit élargi » opère dans les pays européens. Par exemple, la baisse des prix immobiliers a largement touché les capacités d'emprunt des ménages et des entreprises du Royaume Uni et de la France au début des années 1990. Mais ces mécanismes ne renvoient pas nécessairement à une baisse de l'offre de crédit. Il s'agit plutôt d'une baisse de la demande ou d'une baisse des fonds prêtables.

L'Italie et la France se démarquent par des systèmes qui permettent aux emprunteurs de prévenir une contraction éventuelle de l'offre de crédit. Les banques italiennes proposent des lignes de crédit, et les entreprises françaises ont la possibilité de substituer du crédit fournisseur au crédit bancaire. Bien qu'il soit difficile à montrer, les coûts associés à ces substitutions, soit par augmentation du taux du crédit, soit par durcissement des clauses hors prix des contrats de crédit, peuvent avoir une incidence sur la demande finale.

7. CONCLUSION

Cette étude propose un éclairage empirique sur les « mécanismes financiers » de transmission de la politique monétaire en Europe. Il nous a permis de porter un diagnostic sur les asymétries entre les systèmes financiers de nature à perturber la mise en œuvre d'une politique monétaire européenne unifiée.

Dans cette perspective, nous avons dégagé les points de convergence et les points de divergence entre les structures financières nationales.

La transmission de la politique monétaire dans les pays européens sera uniforme en terme de courbe des taux de marché. Parmi « les structures financières » qui ont convergé, les taux d'épargne des agents privés non-financiers, ménages et entreprises, sont aujourd'hui homogènes dans les quatre grands pays européens.

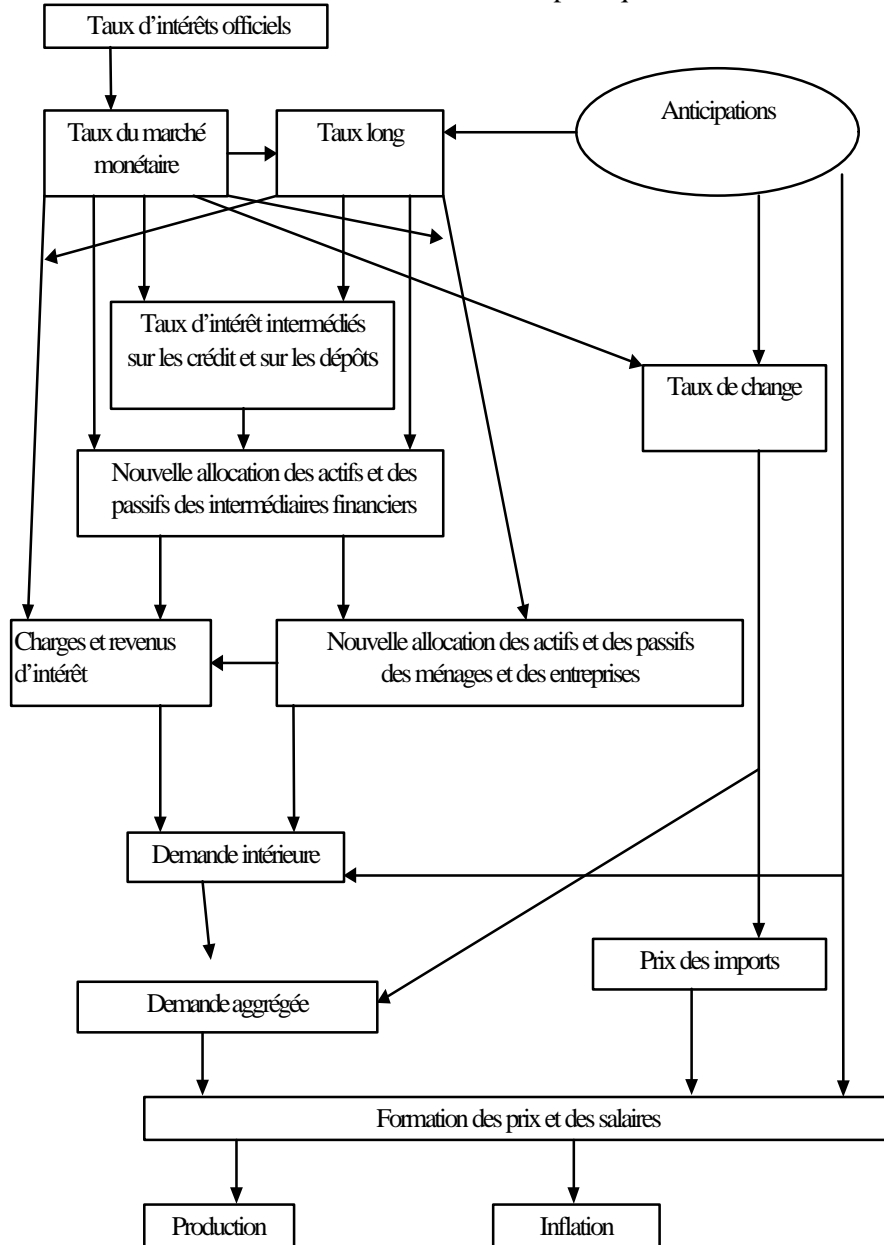
Les pratiques financières et bancaires en vigueur dans les différents pays européens sont encore assez différentes, surtout en ce qui concerne les opérations des ménages et des petites et moyennes entreprises, pour lesquelles l'arbitrage international reste très limité. Les taux d'intérêt qui leur sont appliqués sont tributaires des conditions de distribution de crédit à l'intérieur des frontières nationales, car l'effet du marché unique sur la banque de détail est encore très modeste.

On peut penser que les types de produits de placement et de produits de financement privilégiés par les ménages et les entreprises sont en partie déterminées par la formation des taux longs et le niveau de l'inflation. Mais d'autres différences signalées dans cette étude pourraient persister plus longtemps. L'accès au crédit peut être harmonisé à mesure que la concurrence entre les banques de détail se trouverait stimulée par une monnaie commune. Cependant, cette harmonisation prendra du temps. Le délai pour harmoniser les pratiques en matière d'indexation du crédit pourrait aussi être long. En effet

ces pratiques, de même que l'habitude des ménages de détenir leurs actifs sous telle ou telle forme, dépendent sans doute en partie de préférences collectives fondées sur une perception culturelle du risque financier. Celles-ci résultent du contexte historique propre à chaque pays, les revers de fortune des générations précédentes dues aux variations de taux et d'inflation ayant contribué à forger dans chaque pays un certain degré d'aversion pour le risque. Ce type de préférences collectives est sans doute plus long à modifier, même si la convergence nominale est aussi à moyen terme un facteur d'harmonisation des pratiques financières.

5. Annexe de Schéma et Figures

Schéma de la transmission de la politique monétaire



Chacune des figures suivantes reprend les situations dans chacun des 4 pays dans le sens suivant :

Allemagne

Italie

France

Royaume Uni

<i>Figures 1 : Structure de l'actif des entreprises</i>	45
<i>Figures 2 : Structure du passif des entreprises</i>	46
<i>Figures 3 : Structure de la dette des entreprises</i>	47
<i>Figures 4 : Actif et passif des entreprises rapportées au PIB</i>	48
<i>Figures 5 : Taux d'intérêt apparents pour les entreprises</i>	49
<i>Figures 6 : Charge et revenu d'intérêt des entreprises rapportés à l'EBE</i>	50
<i>Figures 7 : Structure de l'actif des ménages</i>	51
<i>Figures 8 : Structure du passif des ménages</i>	52
<i>Figures 9 : Actif et passif des ménages rapportés à leur revenu disponible</i>	53
<i>Figures 10 : Taux d'intérêt apparents pour les ménages</i>	54
<i>Figures 11 : Revenu et charge d'intérêt rapportés au revenu disponible des ménages</i>	55

Pour les graphiques, voir en annexe/ For the graphs, see Annex

Figure 1 : Structure de l'actif des entreprises

Figure 2 : Structure du passif des entreprises

Figure 3 : Structure de la dette des entreprises

Figure 4 : Actif et passif des entreprises rapportés au PIB

Figure 5 : Taux d'intérêt apparents pour les entreprises

Figure 6 : Charge et revenu d'intérêt des entreprises rapportés à l'EDE

Figure 7 : Structure de l'actif des ménages

Figure 8 : Structure du passif des ménages

Figure 9 : Actif et passif des ménages rapportés à leur revenu disponible

Figure 10 : Taux d'intérêt apparents pour les ménages

Figure 11 : Revenu et charge d'intérêt rapportés au revenu disponible des ménages

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta Michel (1993) : "Crises et cycles financiers, une approche comparative", *Revue d'Economie Financière*.
- Akerlof Georges (1970) : "Market for Lemons : Quantity Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol 88, pp488-500.
- Allen F. et Gale D. (1997) : "Financial Markets, Intermediaries, and Inter-temporal Smoothing", *Journal of Political Economy*, Vol. 105, N°3, June.
- Allen F. et Gale D. (1995) : "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and in the US", *European Economic Review*, Vol. 39, N°2, February.
- Angelini Pietro, David Hendry et Riccardo Rinaldi (1994) : "An Econometric Analysis of Money Demand in Italy", *Temì di discussione* n°219, Banca d'Italia.
- Angeloni Igor, Luigi Buttiglione, Giovanni Ferri et Enzo Gaiotti, (1995) : "The credit Channel of Monetary Policy across Heterogenous Banks : The Case of Italy", *Temì di discussione*, n°256, Banca d'Italia.
- Barran Fernando, Coudert Virginie and Mojon Benoît (1995a) : "Transmission de la politique monétaire : une application à trois pays de l'OCDE", *Revue Économique*, vol. 46, n° 2, pp. 393-413, mars.
- Barran Fernando, Coudert Virginie et Mojon Benoît (1995b) : "Taux d'intérêt, spreads et comportement bancaire : les effets sur l'activité réelle", *Revue Économique*, vol. 46, n° 3, pp. 625-634, mai.
- Barran Fernando, Coudert Virginie et Mojon Benoît (1997) : "Interest rates, banking spreads and credit supply : the real effects", *The European Journal of Finance*, vol. 3, pp 107-136.
- Barth, James R., Daniel Nolle et Tara Rice (1997) : "Commercial banking structure, regulation and performance : an international comparison", Office of the Comptroller of the Currency, *economics working paper*, N° 97-6.
- Baumel Laurent et Patrick Sevestre (1997) : "La relation entre le taux des crédits et le coût des ressources bancaires, modélisation et estimations sur données individuelles de banques", *Notes d'études et recherche* n°48, Banque de France.
- Blanchard O., 1990, Why does monetary policy affect output? A survey, chapitre 15, *Handbook of Monetary Economics*, Volume II, édité par Benjamin Friedman et Frank Hahn.
- Bellando Raphaëlle et Jean-Paul Pollin (1996) : "Lecanal du crédit en France depuis la déréglementation financière : quelques tests exploratoires", *Revue Economique*, Vol. 47, n°3, pp 731-42.
- Bernanke Ben. S (1983) : "Nonmonetary Effects of the Financial Collapse in the propagation of the Great depression", *American Economic Review*, vol 73, pp 257-276.

- Bernanke Ben. S. and Blinder Alan S. (1998) : “ Credit, Money and Aggregate Demand, *American Economic Review*, vol. 78, May, pp. 435-9.
- Bernanke Ben. S. and Blinder Alan S. (1992) : "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, vol. 82, n° 4, pp. 901-921.
- Bernanke Ben. S. and Gertler Mark (1995) : "Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, pp. 27-48.
- Bernanke Ben. S., Gertler Mark et Gilchrist Simon (1996) : “ The Financial Accelerator and the Fly to Quality ”, *The Review of Economics and Statistics*, Février, pp 1-15.
- Bisignano, Josesh (1992) : “ Banking in the European Economic Community : Struture, Competition and Public Policy ”, dans, *Banking Structures in Major Countries*, édité par George G. Kaufman, Kluwer Academic Publishers, Boston et Londres.
- BRI (1994) : “ *National Differences in Interest Rate Transmission* ”, C.B.393, Bâle , mars
- BRI (1995) : “ *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission* ”, C.B. 394, Bâle, mars.
- Borio Claudio E.V. (1995) : "The Structure of Credit to the Non-Government Sector and the Transmission Mechanism of Monetary Policy: A cross-country Comparison",.
- Borio Claudio E.V. and Fritz Wilhem (1995) : "The Response of Short-Term Bank Lending Rates: a Cross-country Perspective", in BIS " *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*", C.B. 394, Bâle, pp. 106-153, mars.
- Borio, C., Kennedy N., et Prowse, S.D. (1994) : "Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries : Measurement, determinants and monetary policy implications". *Bank For International Settlements Working Paper* n°40 avril.
- Boutillier Michel et Sabine Dérangère (1992) : “ Le taux du crédit accordé aux entreprises françaises : coûts opératoires des banques et primes de risque de défaut ”, *Revue Economique*, Vol. 43, n°2, pp363-81.
- Brender A. et F. Pisani (1996) : “ Les taux d'intérêt ”, *Economica*.
- Brunner Karl et Allan H. Meltzer (1990), “ Money Supply ”, Chapitre 9 du *Handbook of Monetary Economics*, Volume I, édité par Benjamin Friedman et Frank Hahn.
- Brossard Olivier (1993) : Intégration financière et modélisation macroéconomique : le rôle du crédit , Mémoire de DEA, Ecole Doctorale de l’UFR de Sciences Economique de l’Université Paris X Nanterre.
- Buttigione Luigi et Giovanni Ferri, (1994) : “ Monetary Policy Transmission via Lending Rates in Italy : Any Lessons form recent experience ? ”, *Tem di discussione*, n°224, Banca d’Italia.
- Cottarelli Carlo and Kourelis Angeliki (1994) : "Financial Structure, Bank Lending Rates and the Transmission Mechanism of Monetary Policy", *IMF Working Paper*, mars.
- Coudert Virginie, Mojon Benoît (1995): “ Asymétries financières en Europe ”, *Document de*

travail CEPII, n° 95-07.

- Dornbush Rudiger, Carlo Favero et Francesco Giavazzi (1997) : “ A Red Letter Day ? ”, CEPR Discussion Paper Series n° 1804.
- Enfrun B. and Cordier J. (1994) : “ Factors Affecting the Process of Transmission of Changes in Interest Rates in France ”, in BIS (1994) “ *National Differences in Interest Rate Transmission* ”, C.B.393, Basle , March.
- Floc’hic Olivier (1997) : *Le Système Bancaire Allemand, Regards sur l’Actualité Allemande*, Octobre.
- Friedman Benjamin and Kuttner Kenneth .N. (1992) : "Money, Income, Prices and Interest Rates", *American Economic Review*, vol. 82, n° 3, pp. 472-492.
- Friedman Benjamin. (1995) : “ Does Monetary Policy Affect Real Economic Activity? Why do We Still Ask the Question? ”, *NBER Working Paper N° 5212*.
- Gertler Mark and Gilchrist Simon(1993) : "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism : Arguments and Evidence", *the Scandinavian Journal of Economics*, vol 95 n°1, pp 43-64.
- Gertler Mark (1988) : “ Financial Structure and Economic Activity, an Overview ”, *Journal of Money, Credit and Banking*, August, part 2, 559-588.
- Goux Jean-François (1996) : “ Le canal étroit du crédit en France ”, *Revue d’Economie Politique*, vol 106, pp 655-83.
- Guille Marianne (1996) : “ Canal du crédit :le rôle des asymétries dans l’information ”, *Revue d’Economie Politique*, vol 106, pp 617-636.
- Herrmann Heinz and Jahnke Wilfried (1994) : “ The Interest Rate Policy Transmission Process in Germany ”, in BRI (1994).
- Jappelli Tullio and Pagano Marco (1994): "Saving, Growth and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, vol. CIX, issue 1, pp. 83-110.
- Kashyap Anil K. (1997 a) : “ The role of banks in monetary policy : a survey with implications for the European monetary union”, dans *The European Monetary Policy*, édité par S. Collignon, Pinter Press London..
- Kashyap Anil K. and Stein Jeremy C.(1993): “ Monetary Policy and Bank Lending ”, *NBER Working Paper N° 4317*, avril.
- Kashyap Anil K. and Stein Jeremy C.(1997 a): “ What do a million banks have to say about the transmission of monetary policy ”, *NBER Working Paper N° 6056*, juin.
- Kashyap Anil K. and Stein Jeremy C.(1997 b):" The role of banks in monetary policy : a survey with implications for the European monetary union", *Economic Perspectives*, Vol. 21 n°5, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Kyiotaki Nobuhiro et John Hardman Moore (1996) : “ Credit Chains ”, *miméo, London School of Economics*.
- Lavigne Anne et Patric Villieu (1996) : “ La politique monétaire, vieux enjeux, nouveau débats ?”, *Revue d’Economie Politique*, vol 106, pp 491-470.

-
- Lucas, Robert J., (1972) : “ Expectation and the Neutrality of Money ”, *Journal of Economic Theory*, 103-24.
- Martin Corinne et Fabienne Rosenwald (1996) : Le marché des certificats de dépôt. Ecarts de taux à l’Emission : l’influence de la relation émetteurs-souscripteurs initiaux, *Notes d’études et recherches* n°37, Banque de France.
- Meltzer, Allan H., (1995) : “ Monetary, Credit and (other) Transmission Processes : A Monetarist Perspective ”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, pp 49-72.
- Modigliani Franco et Michael Miller (1958) : “ The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment ”, *American Economic Review*, Vol. 48, n°3, pp261-97.
- Mojon Benoît (1998) : “ What did French Monetary Policy do since the last realignment of the Franc ? ”, Document de Travail Cepii, à paraître.
- Morgan Donald P. (1992): “ The Lending View of Monetary Policy and Bank Loans Commitments”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper*, décembre.
- Myers S. C. (1984) : “ The Capital Structure Puzzle ”, *Journal of Finance*, Vol.39, pp579-92.
- Neuman, Manfred (1997) : “ Comment on Kashyap ”, dans *The European Monetary Policy*, édité par S. Collignon, Pinter Press London.
- Okun, A., (1981) : “ Prices and Quantities : A Macroeconomic Analysis ”, *The Brookings Institution*.
- Harrington Roy (1987) : “ La gestion par les banques de leur actif et de leur passif ”, OCDE.
- Pacquier Olivier, (1994), “ Canal du crédit : Une évaluation du cas de la France ”, *Revue Française d’Economie*, 1994.
- Ramey Valerie (1993) : “ Is there a credit channel of monetary policy ? A test based on trade credit ”, *Journal of Monetary Economics*.
- “ Rentabilité des banques, Comptes des Banques ”, 1997, *annuaire statistique* publié par l’OCDE.
- Rosenwald Fabienne(1996) : L’influence des montants émis sur le taux des certificats de dépôts, *Notes d’études et recherches* n°39, Banque de France, avril.
- Smets, Franck (1995) : “ Central bank macroeconomic models and the monetary policy transmission mechanism ”, in BIS *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, C.B. 394, Bâle, pp. 225-277, mars.
- Smets Frank et Kostas Tsatsaronis (1997) : « Why does the yield curve predict economic activity ? Dissecting evidence for Germany and the United States », BIS Working Paper n°49, september.
- Taylor John, (1980), “ Aggregate dynamics and staggered contracts ”, *Journal of Political Economy* Vol. 88, pp 1-24.

Taylor John, (1995) : “ The Monetary Transmission Mechanism, An Empirical Framework ”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, pp 11-26.

LISTE DES DOCUMENTS DE TRAVAIL DU CEPII²⁴

1998

"Le marché du travail britannique vu par la France" Michel Fouquin, Sébastien Jean, Aude Sztulman, *document de travail n°98-11*, octobre.

"Compétitivité de régime de change en Europe Centrale", Michel Aglietta, Camille Baulant, Virginie Coudert, *document de travail n°98-10*, octobre.

"Sensibilité des salaires relatifs aux chocs exogènes de commerce international et de progrès technique : une élévation d'équilibre général", Sébastien Jean et Olivier Bontout, *document de travail n°98-09*, septembre.

"Evolution sur longue période de l'intensité énergétique", Pierre Villa, *document de travail n°98-08*, septembre.

"Sacrifice Ratios in Europe: a Comparison", Laurence Boone, Benoît Mojon, *document de travail n°98-07*, août.

"La politique japonaise et la crise monétaire", Stéphanie Guichard, *document de travail n°98-06*, juillet.

"La régionalisation du commerce international : une évaluation par les intensités relatives bilatérales", Michaël Freudenberg, Guillaume Gaulier, Deniz Ünal Kesenci, *document de travail n°98-05*, août.

"Pegging the ceec's currencies of the euro", Agnès Bénassy-Quéré et Amina Lahrière-Révil, *document de travail n°98-04*, juillet.

"The international role of the euro", Agnès Bénassy-Quéré, Benoît Mojon, Armand-Denis Schor, *document de travail n°98-03*, mars.

"EMU and Transatlantic Exchange Rate Stability", A. Bénassy Quéré et B. Mojon, *document de travail n°98-02*, avril.

"Programme de travail 1998", Jean-Claude Berthélemy, *document de travail n°98-01*, avril.

1997

"Why the Euro Will Be Strong : an Approach Based on Equilibrium Exchange Rates", Michel Aglietta, Camille Baulant, Virginie Coudert, *document de travail n°97-18*, décembre.

²⁴ Les documents de travail sont diffusés gratuitement sur demande dans la mesure des stocks disponibles. Merci d'adresser votre demande au CEPII, Sylvie Hurion, 9, rue Georges Pitard, 75015 Paris ou par fax : 01.53.68.55.03 ou par e-mail : HURION@CEPII.FR.

"How foreign Direct Investment Affects International Trade and Competitiveness. An Empirical Assessment", Lionel Fontagné, Mickaël Pajot, *document de travail n°97-17*, décembre.

"Cycles de production industrielle : une analyse historique dans le domaine des fréquences", Pierre Villa *document de travail n°97-16*, novembre.

"International and External Policy Coordination: a Dynamic Analysis", Fabrice Capoen, Pierre Villa, *document de travail n°97-15*, octobre.

"Optimal Pegs for Asian Currencies", Agnès Bénassy-Quéré, *document de travail n°97-14*, octobre.

"Pour ou contre le système commun de TVA?", Stéphanie Guichard, Claire Lefèbvre, *document de travail n°97-13*, juin.

"The Euro and Exchange Rate Stability", Agnès Bénassy-Quéré, B. Mojon, Jean Pisani-Ferry, *document de travail n°97-12*, juin.

Estimation du cycle à l'aide d'un modèle à tendance stochastique et application au cas du Royaume-Uni", Laurence Boone, *document de travail n°97-11*, juin.

"Looking for French Monetary Policy", Benoît Mojon, *document de travail n° 97-10*, juin.

"Incertitude sur le choix du modèle et rationalité", Pierre Villa, *document de travail n° 97-09*, mai.

"Quel est l'impact du commerce extérieur sur la productivité et l'emploi ?", Olivier Cortes, Sébastien Jean, *document de travail n° 97-08*, avril

"Trade Patterns Inside the Single Market" Lionel Fontagné, Michael Frendenberg & Nicolas Péridy, *document de travail n° 97-07*, avril.

"The Exchange Rate Policy of the Euro: A Matter of Size", Philippe Martin, *document de travail n° 97-06*, avril. (épuisé)

"Ces taux de change réels qui bifurquent", Pierre Villa, *document de travail n° 97-05*, avril.

"Chômage non-qualifié et imitation : les raisons d'un accord international sur la propriété intellectuelle", Lionel Fontagné & Jean-Louis Guérin, *document de travail n° 97-04*, mars.

Symmetry and Asymmetry of Supply and Demand Shocks in the European Union a Dynamic Analysis", Laurence Boone, *document de travail n° 97-03*, février. (épuisé)

"Interest Rates in East Asian Countries: Internal Financial Structures and International Linkages", Isabelle Bensidoun, Virginie Coudert et Laurence Nayman, *document de travail n° 97-02*, janvier. (épuisé)

"Intra-Industry Trade: Methodological Issues Reconsidered", Lionel Fontagné, Michael Freudenberg, *document de travail n° 97-01*, janvier. (épuisé)

1996

"The Cost of Fiscal Retrenchment Revisited: How Strong is the Evidence?", Philippine Cour, Eric Dubois, Selma Mahfouz & Jean Pisani-Ferry, *document de travail n° 96-16*, décembre.

"Les dynamiques sectorielles de la croissance en Europe centrale", Françoise Lemoine, *document de travail 96-15*, décembre.

"Growth and Agglomeration", Philippe Martin & Gianmarco I.P. Ottaviano, *document de travail n° 96-14*, décembre.

"La coordination interne et externe des politiques économiques : une analyse dynamique", Fabrice Capoen et Pierre Villa, *document de travail n° 96-13*, décembre. (épuisé)

"L'intégration asymétrique au sein du continent américain : un essai de modélisation", Philippine Cour et Frédéric Rupperecht, *document de travail n° 96-12*, octobre.

"Croissance et contrainte financière dans les PED", Pierre Villa, *document de travail n° 96-11*, octobre.

"Bulgaria From Entreprise Indiscipline to Financial Crisis", Roumen Avramov et Jérôme Sgard, *document de travail n° 96-10*, juillet.

"Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency", Agnès Bénassy-Quéré, *document de travail n° 96-09*, août. (épuisé)

"Credit Crisis and the Role of Banks During Transition: a Five-Country Comparison", Jérôme Sgard, *document de travail n° 96-08*, août.

"Exchange Rate Regimes and Policies in Asia", Agnès Bénassy-Quéré, *document de travail n° 96-07*, juillet.

"France in the Early Depression of the Thirties", Pierre Villa, *document de travail n° 96-06*, juillet.

"Pays émergents, emploi defficient ?", Olivier Cortès et Sébastien Jean, *document de travail n° 96-05*, mars.

"Trade with Emerging Countries and the Labor Market : the French Case", Olivier Cortès, Sébastien Jean et Jean Pisani-Ferry, *document de travail n° 96-04*, mars.

"The Transmission of Monetary policy in the European Countries", Fernando Barran, Virginie Coudert et Benoit Mojon, *document de travail n° 96-03*, février. (épuisé)

"Trade Policy and Trade Patterns During Transition : A Comparison Between China and CEECs", Françoise Lemoine, *document de travail n° 96-02*, février.

"Financial Markets Failures and Systemic Risk", Michel Aglietta, *document de travail n° 96-01*, janvier

1995

"Why NAFTA Might be Discriminatory", Lionel Fontagné, *document de travail n° 95-12*, décembre. (épuisé)

"Régionalisation et échanges de biens intermédiaires", Lionel Fontagné, Michael Freudenberg et Deniz Ünal-Kesenci, *document de travail n° 95-11*, décembre.

"The Geography of Multi-speed Europe", Philippe Martin et Gianmarco I.P Ottaviano, *document de travail n° 95-10*, novembre.

"The Political Economy of French Policy and the Transmission to EMU", Christian de Boissieu et Jean Pisani-Ferry, *document de travail n° 95-09*, octobre (épuisé).

"L'importance des exclus de l'intégration monétaire en Europe", Philippe Martin, *document de travail n° 95-08*, novembre.

"Asymétries financières en Europe et transmission de la politique monétaire", Virginie Coudert et Benoit Mojon, *document de travail n° 95-07*, septembre (épuisé).

"La mesure du capital éducatif", Pierre villa, *document de travail n° 95-06*, septembre.

"Capital humain, mobilité des capitaux et commerce international", Pierre Villa, *document de travail n° 95-05*, juin.

"L'Europe à géométrie variable : une analyse économique", Jean Pisani-Ferry, *document de travail n° 95-04*, avril. (épuisé)

"Comparaison de l'efficacité énergétique des pays d'Europe centrale et orientale avec celle des pays de l'OCDE", Nina Kounetzoff, *document de travail n° 95-03*, mars.

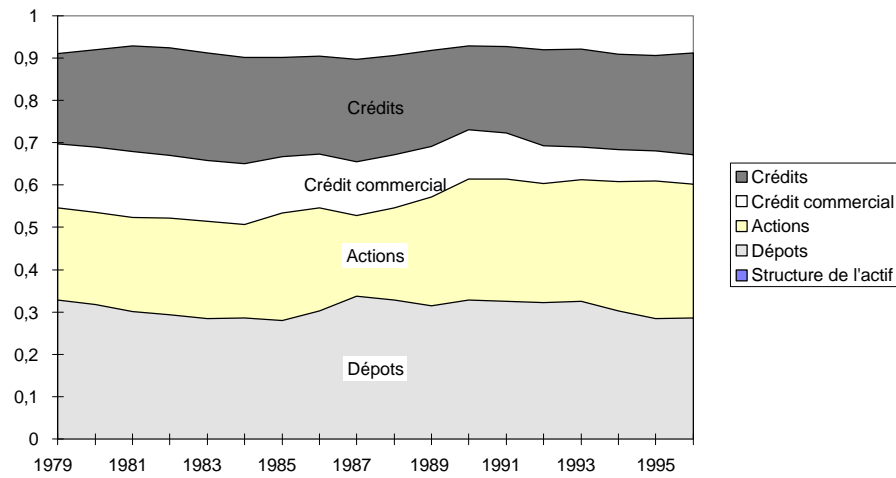
"L'organisation de la politique économique dans un cadre stratégique", Pierre Villa, *document de travail n° 95-02*, mars.

CEPII, document de travail n° 98-12

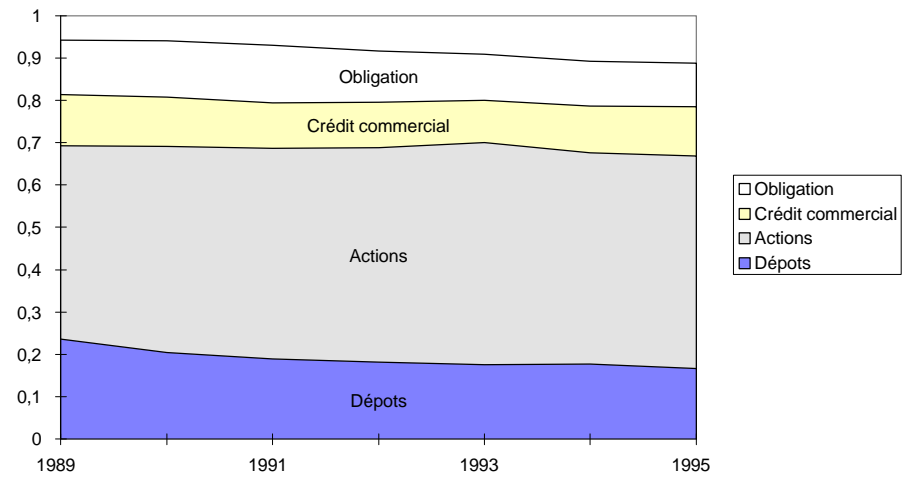
"Interest Rates, Banking, Spreads and Credit Supply: The Real Effects", Fernando Barran, Virginie Coudert, Benoît Mojon, *document de travail n° 95-01*, mars. (épuisé).

Figures 1 : Structure de l'actif des entreprises

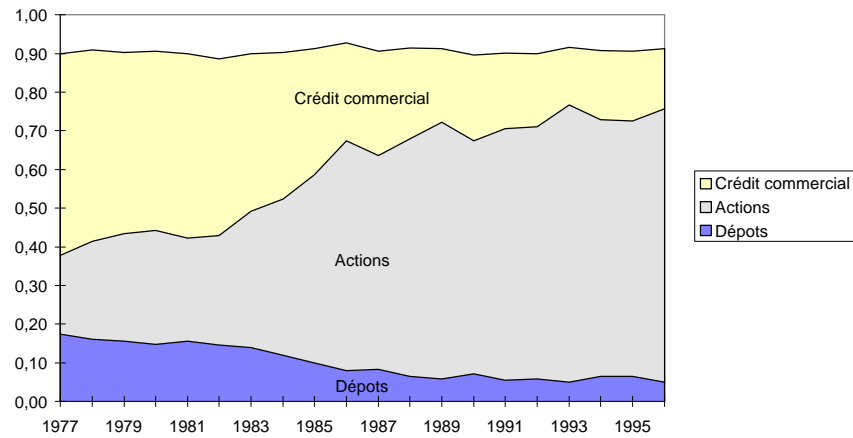
Allemagne, Structure de l'Actif des entreprises



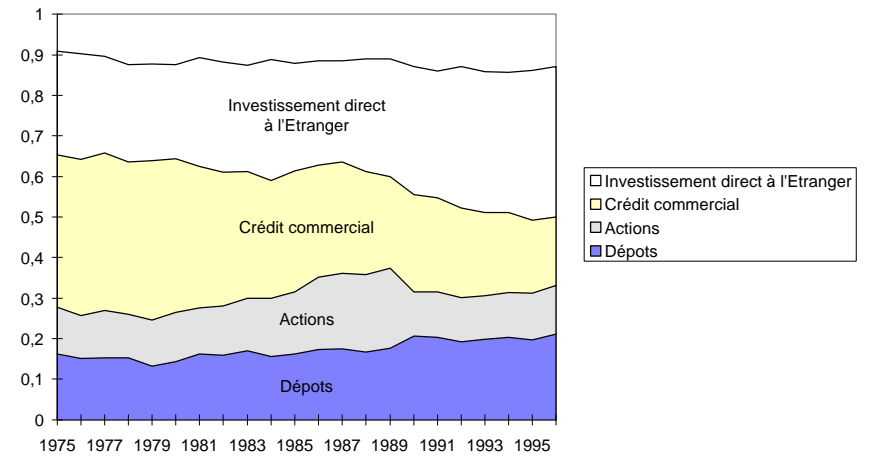
Italie, Structure de l'Actif des entreprises



France, Structure de l'Actif des entreprises

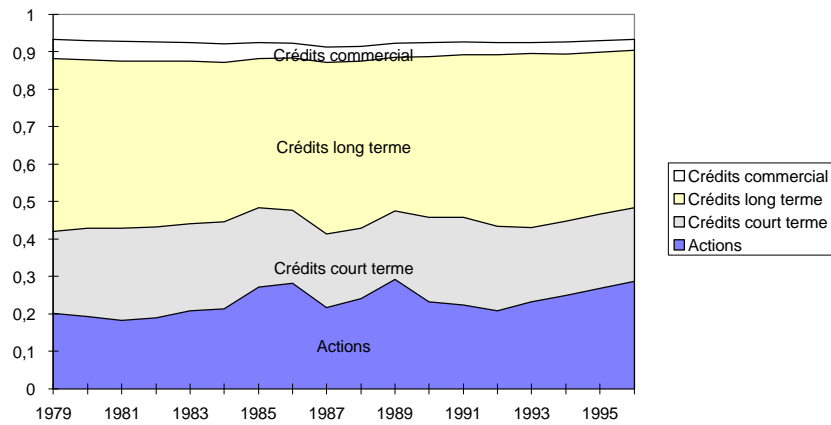


Royaume Uni, Structure de l'Actif des entreprises

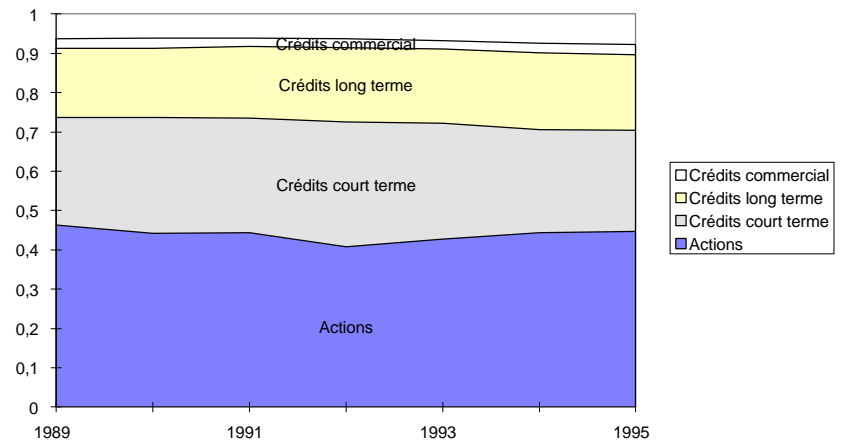


Figures 2 : Structure du passif des entreprises

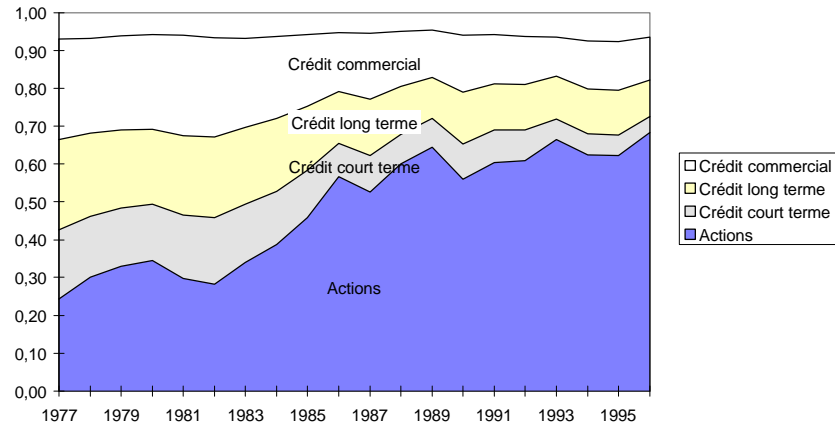
Allemagne, Structure du Passif des entreprises



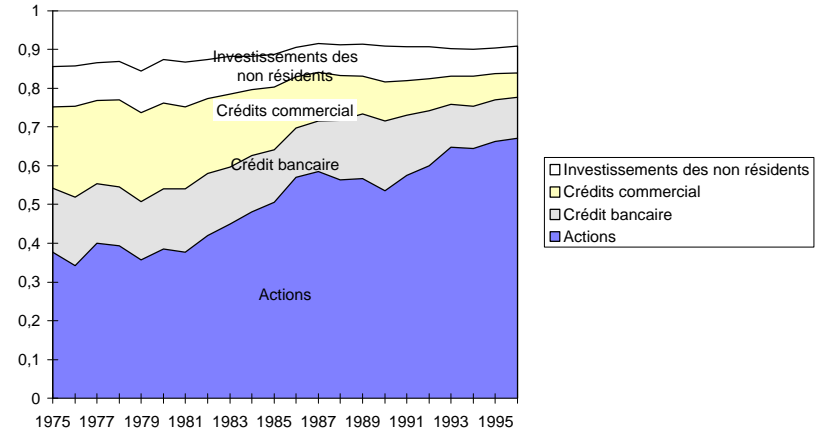
Italie, Structure du passif des entreprises



France, Structure du passif des entreprises

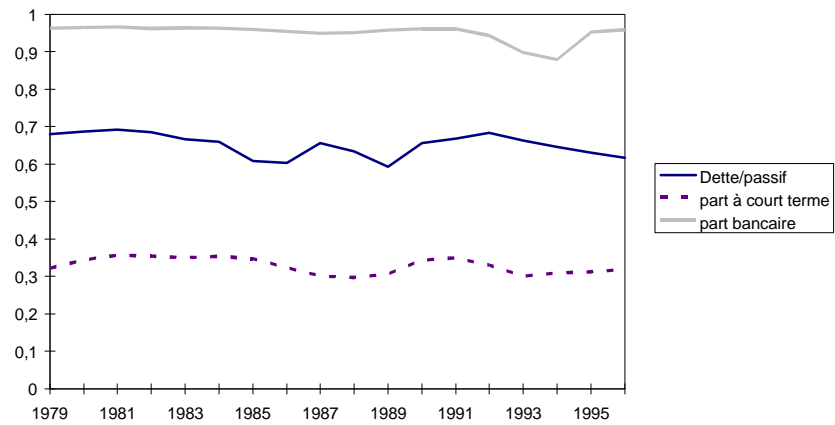


Royaume Uni, Structure du Passif des entreprises

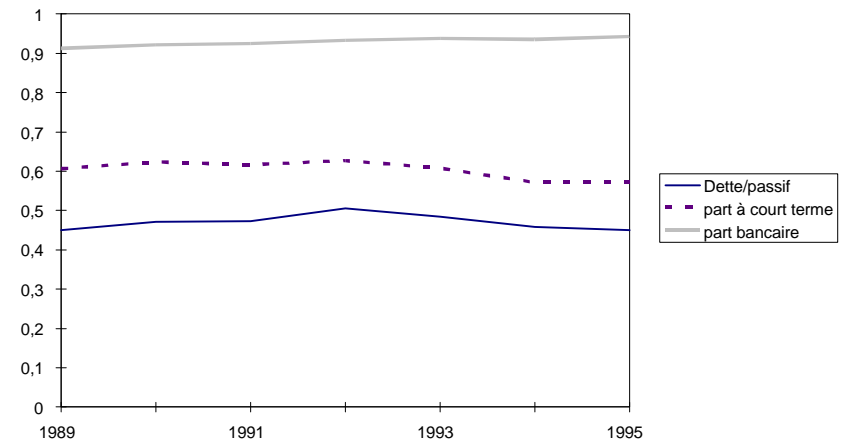


Figures 3 : Structure de la dette des entreprises

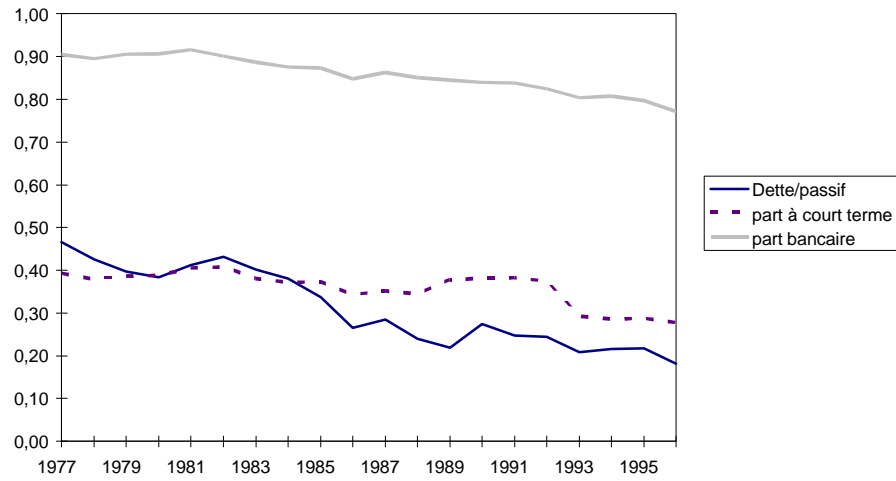
Allemagne, entreprises, structure de la dette



Italie, entreprises, structure de la dette

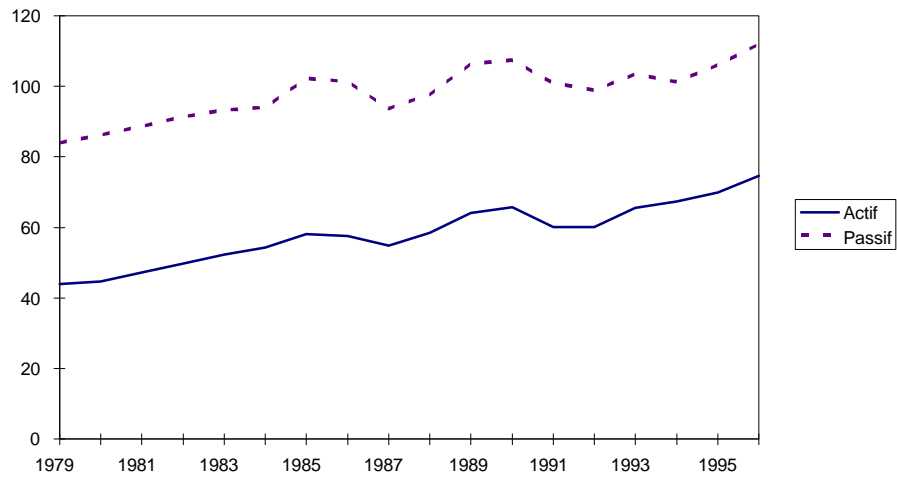


France, entreprises, structure de la dette

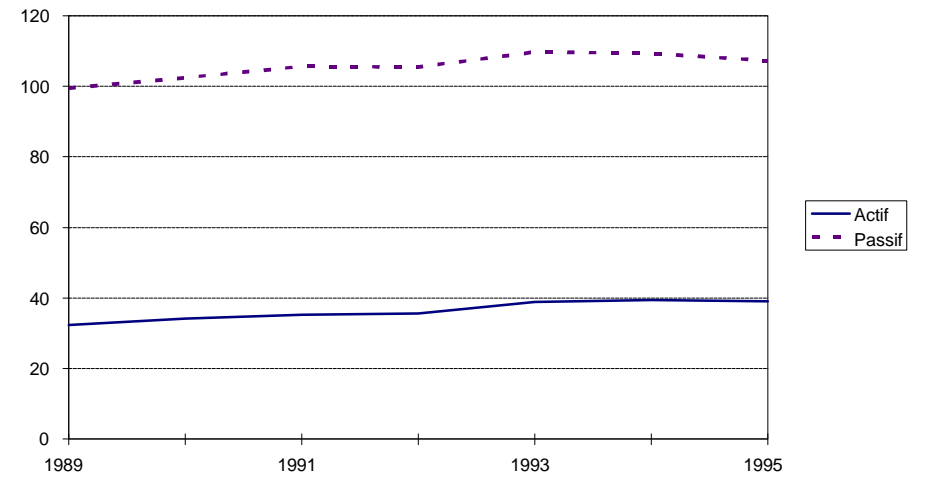


Figures 4 : Actif et passif des entreprises rapportés au PIB

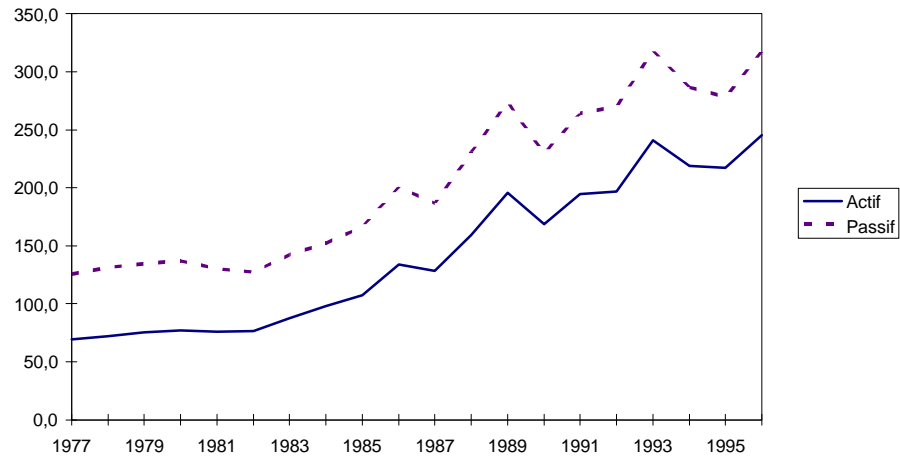
Allemagne, Actif et passif des entreprises rapporté au PIB



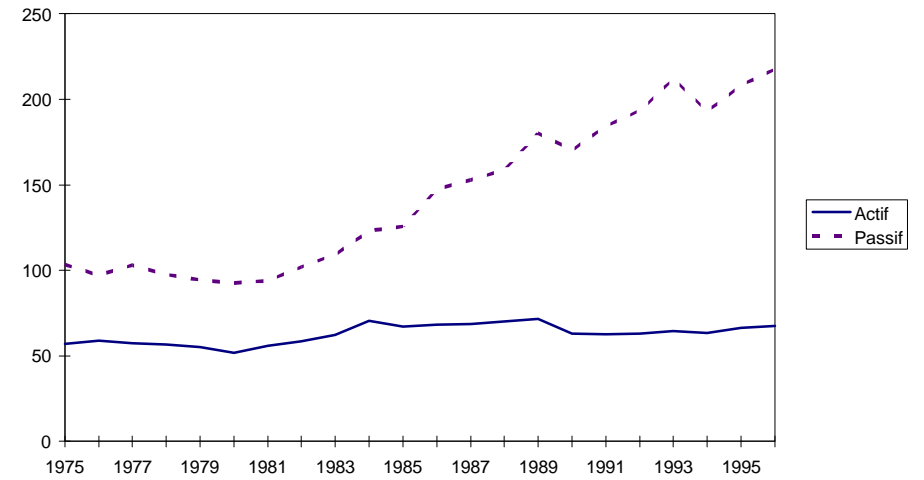
Italie, entreprises, Actif et passif des entreprises rapporté au PIB



France, Actif et passif des entreprises rapporté au PIB

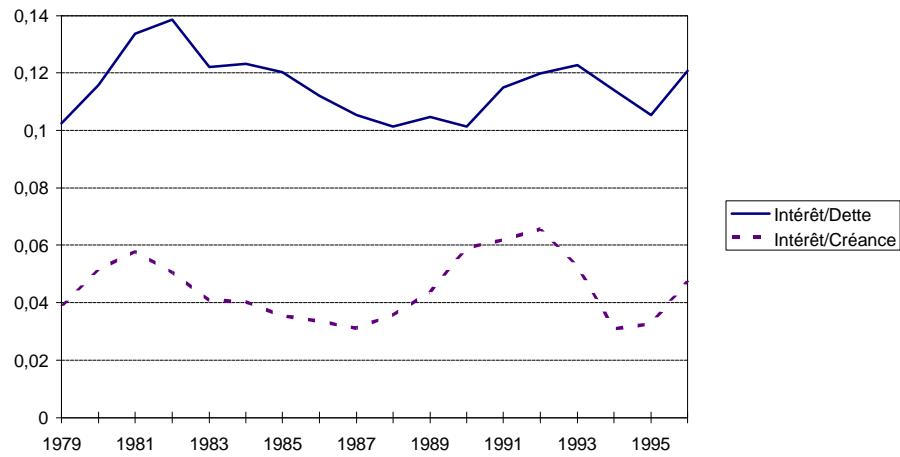


Royaume Uni, entreprises, Actif et passif rapporté au PIB

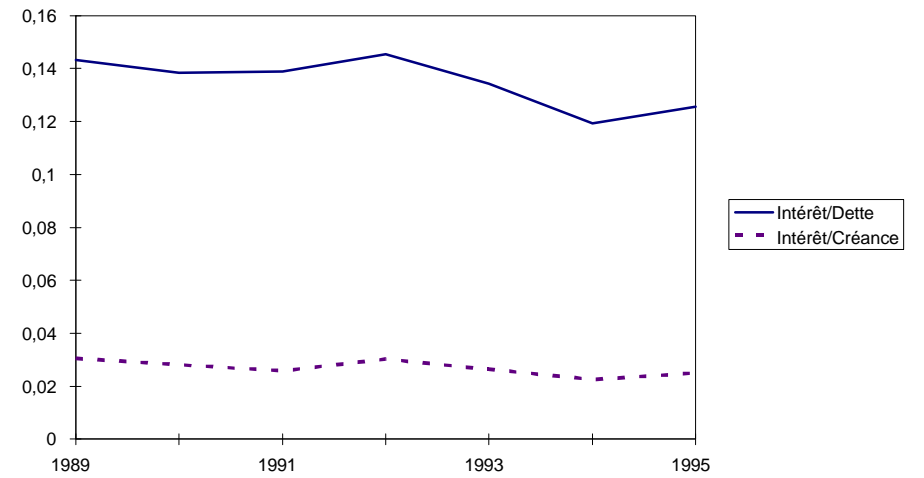


Figures 5 : Taux d'intérêt apparents pour les entreprises

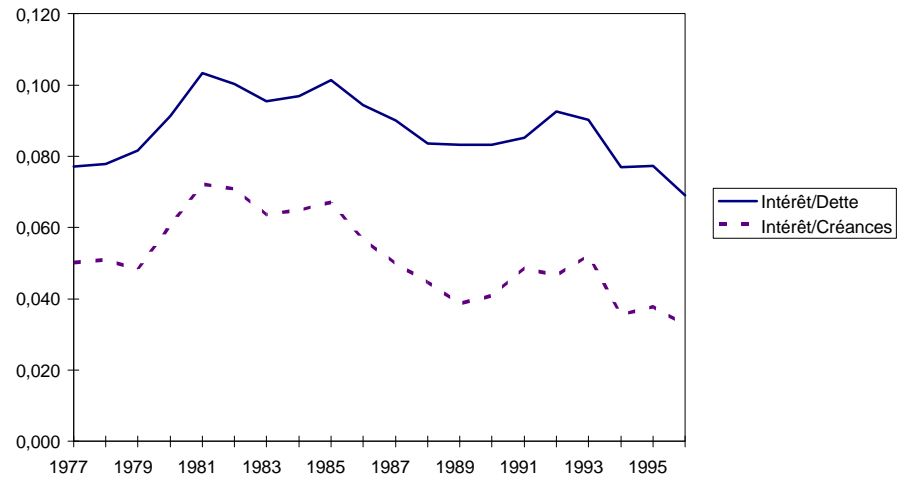
Allemagne, entreprises, taux d'intérêt apparents



Italie, entreprises, taux d'intérêts apparents

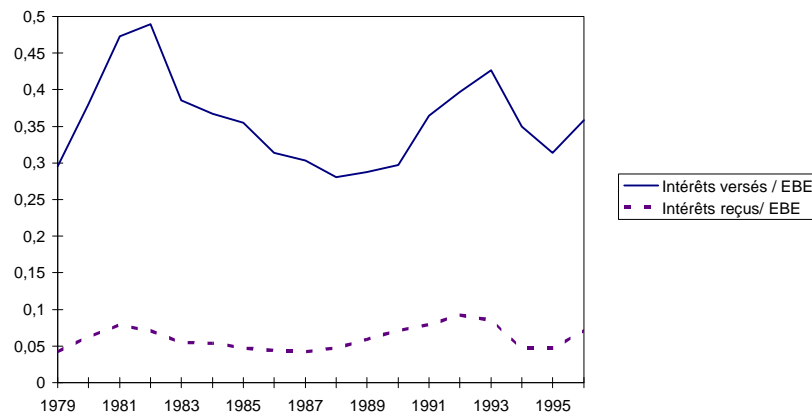


France, entreprises, taux d'intérêt apparents

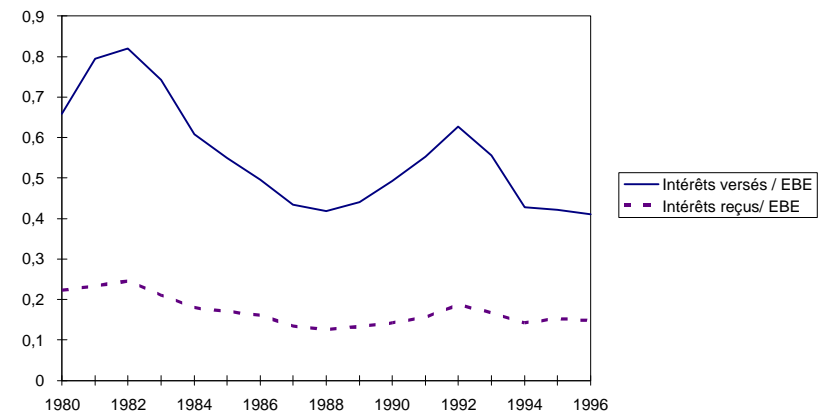


Figures 6 : Charge et revenu d'intérêt des entreprises rapportés à l'EBE

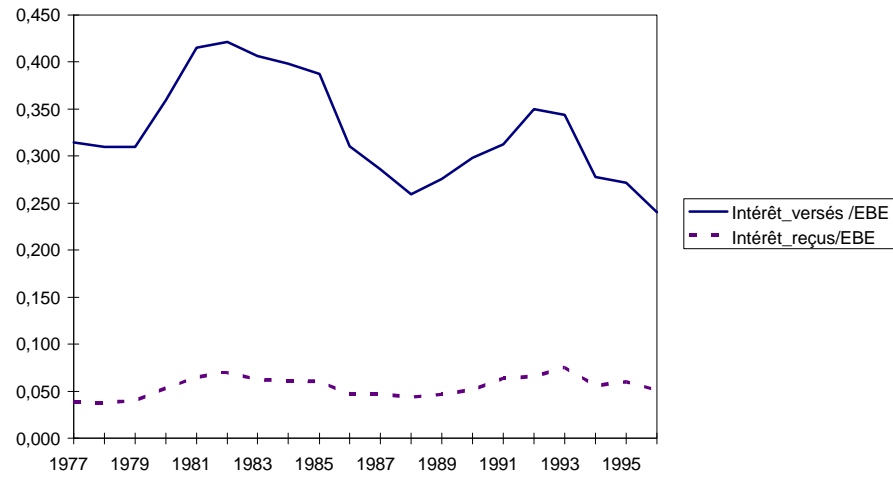
Allemagne, entreprises, charge et revenu d'intérêt rapporté à l'EBE



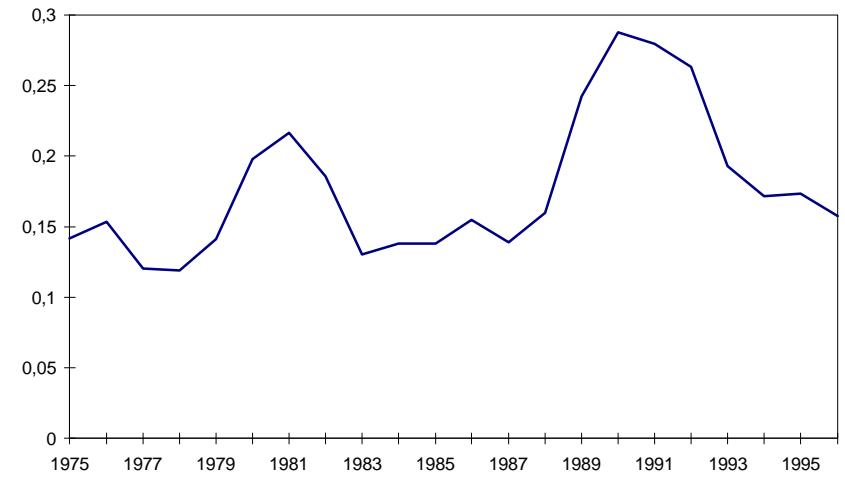
Italie, entreprises, charge et revenu d'intérêt rapporté à l'EBE



France, entreprises, charge et revenu d'intérêt rapporté à l'EBE

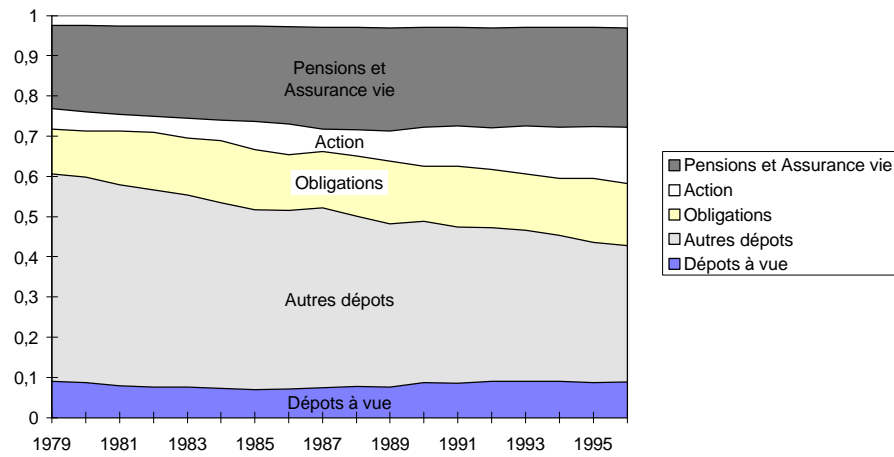


Royaume Uni, entreprises, Intérêts nets versés rapporté à l'EBE

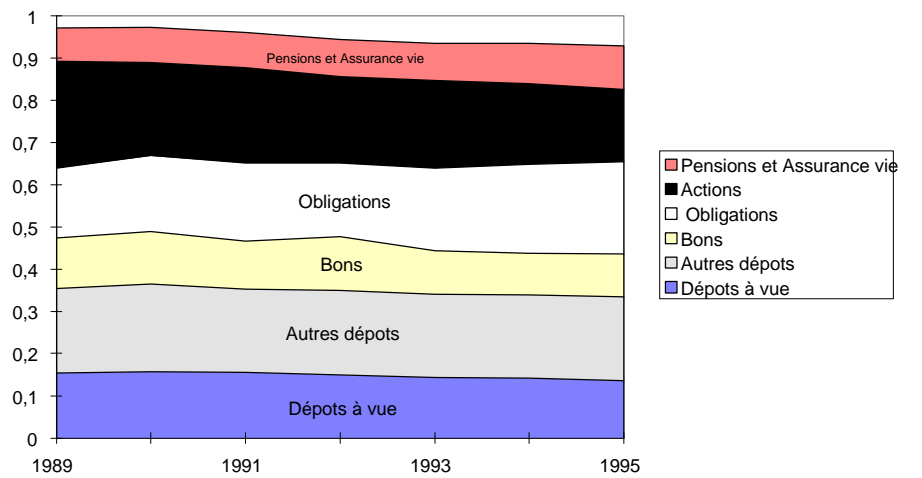


Figures 7 : Structure de l'actif des ménages

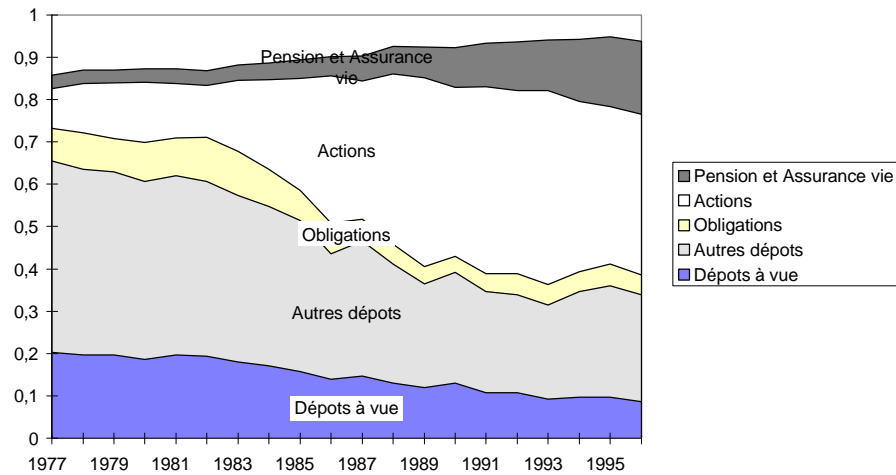
Allemagne, Structure de l'Actif des ménages



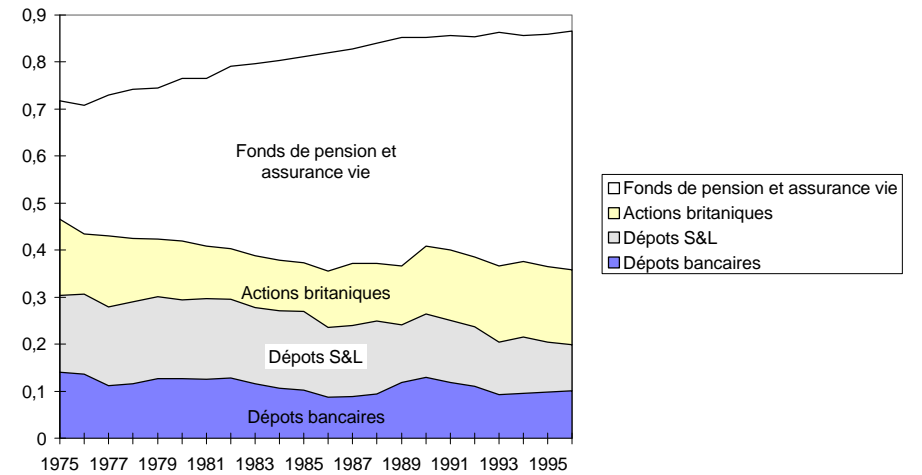
Italie, Structure de l'Actif des ménages



France, Structure de l'Actif des ménages

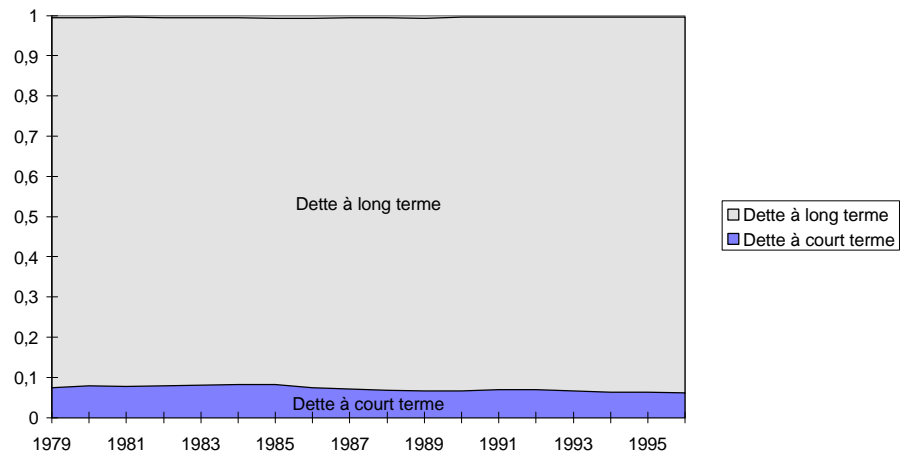


Royaume Uni, Structure de l'Actif des ménages

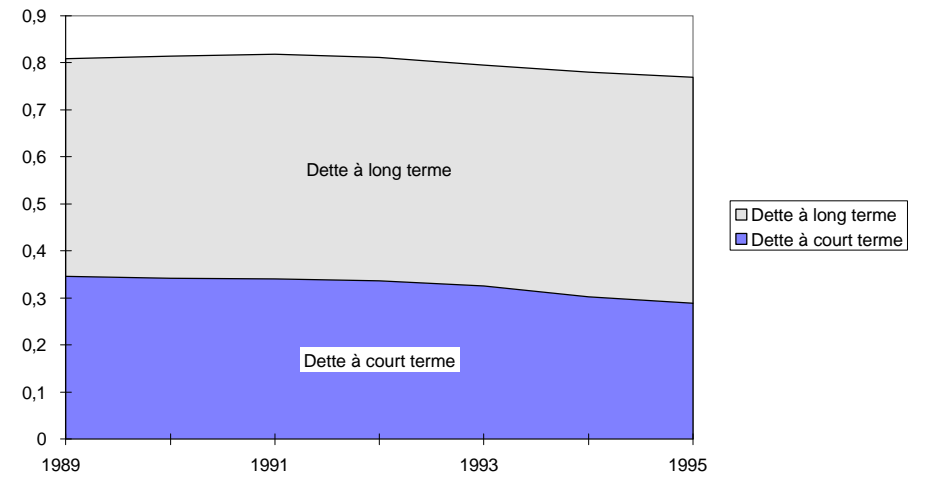


Figures 8 : Structure du passif des ménages

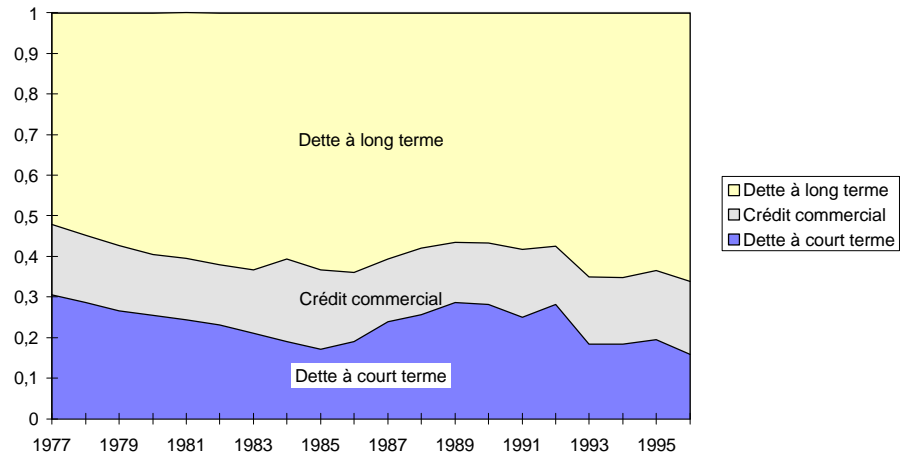
Allemagne, ménages, structure de la dette



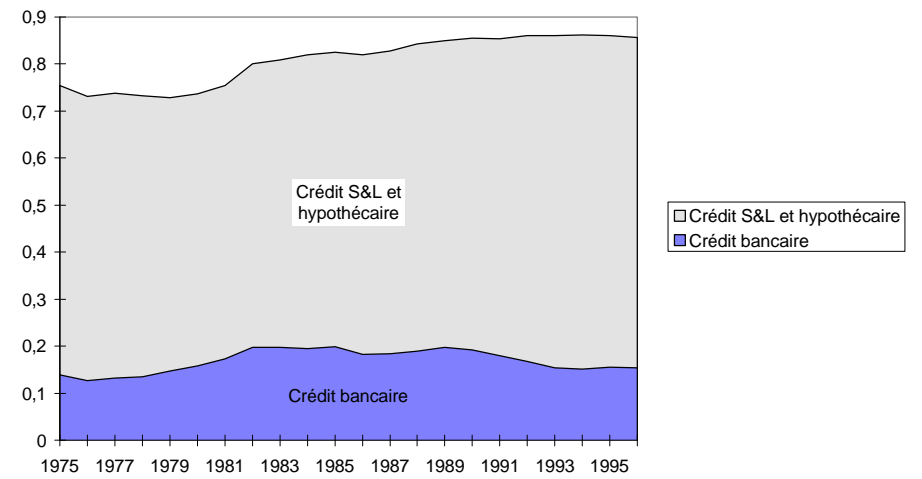
Italie, ménages, structure de la dette



France, Structure du Passif des ménages

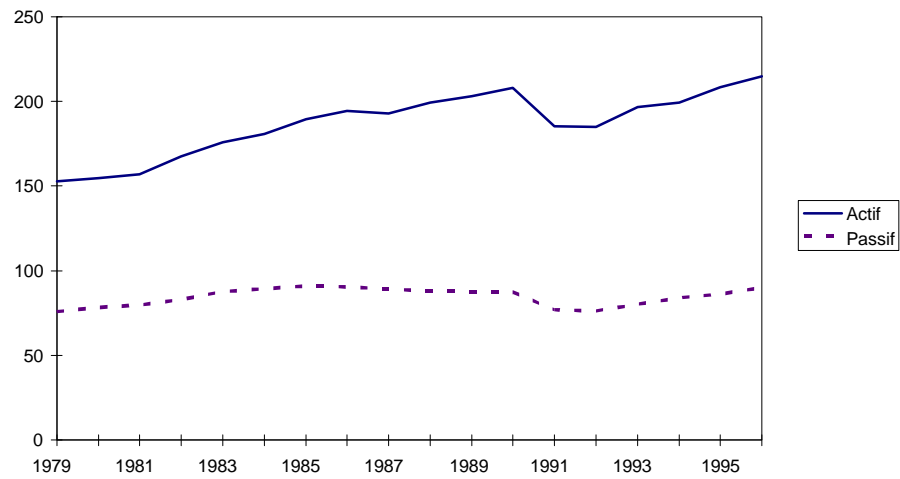


Royaume Uni, Structure du passif des ménages

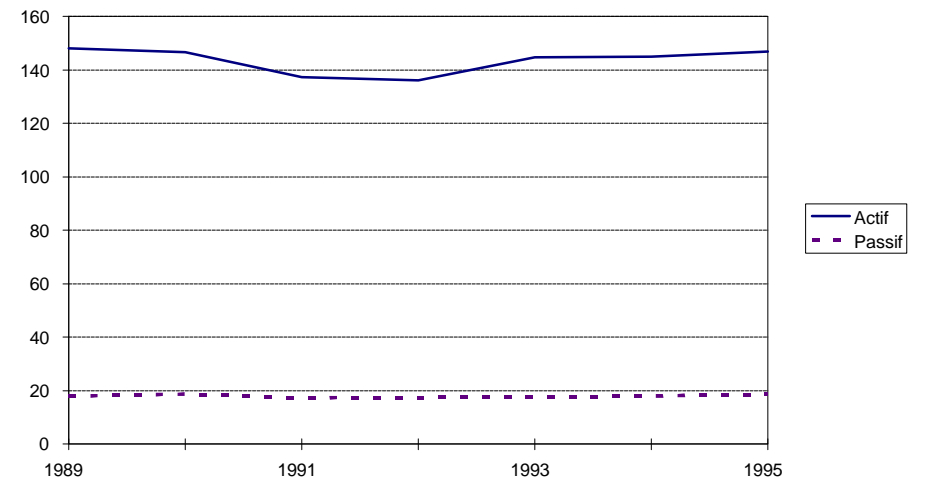


Figures 9 : Actif et passif des ménages rapportés à leur revenu disponible

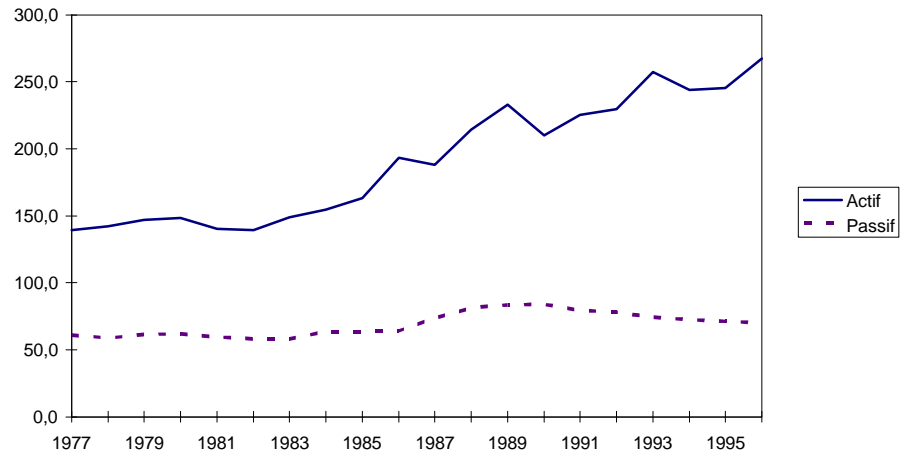
Allemagne, ménages, Actif et passif rapporté au revenu disponible



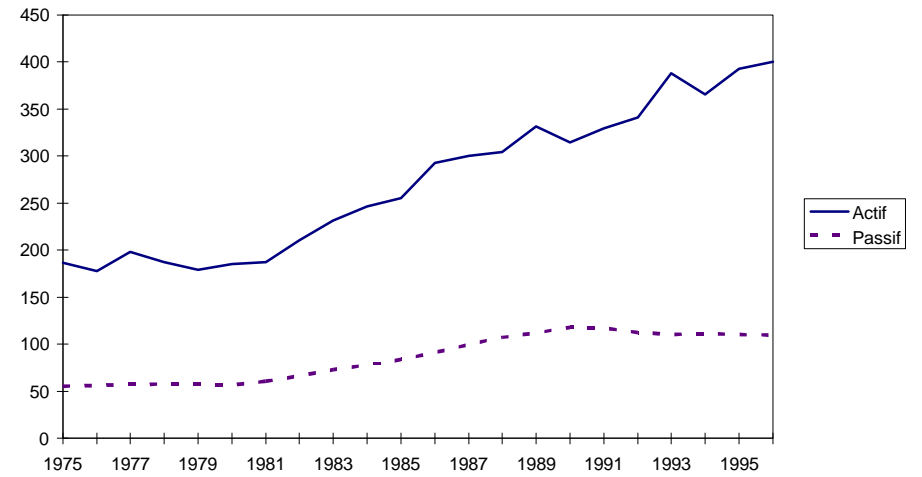
Italie, ménages, Actif et passif rapporté au revenu disponible



France, Actif et passif des ménages rapporté à leur revenu disponible

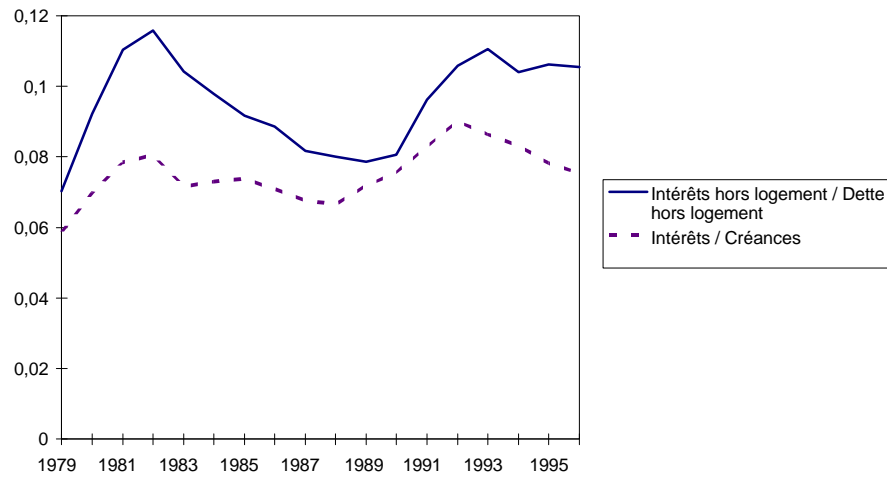


Royaume Uni, ménages, Actif et passif, rapporté au revenu disponible

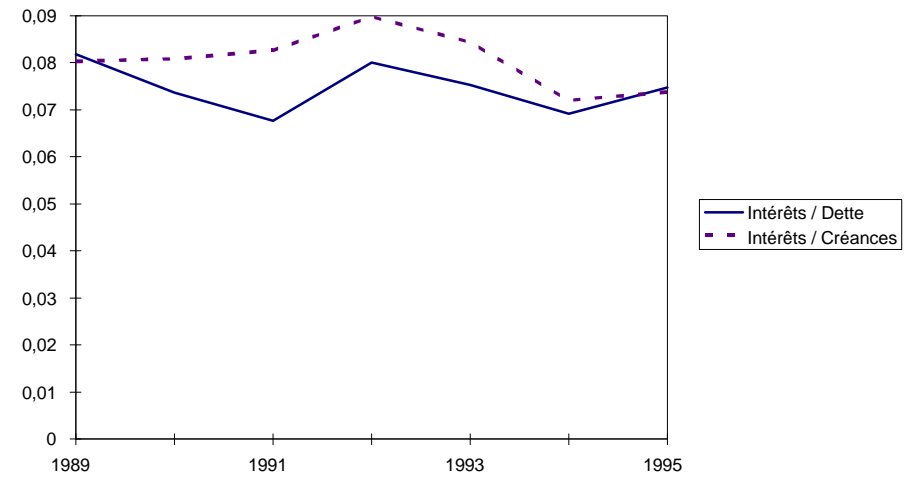


Figures 10 : Taux d'intérêt apparents pour les ménages

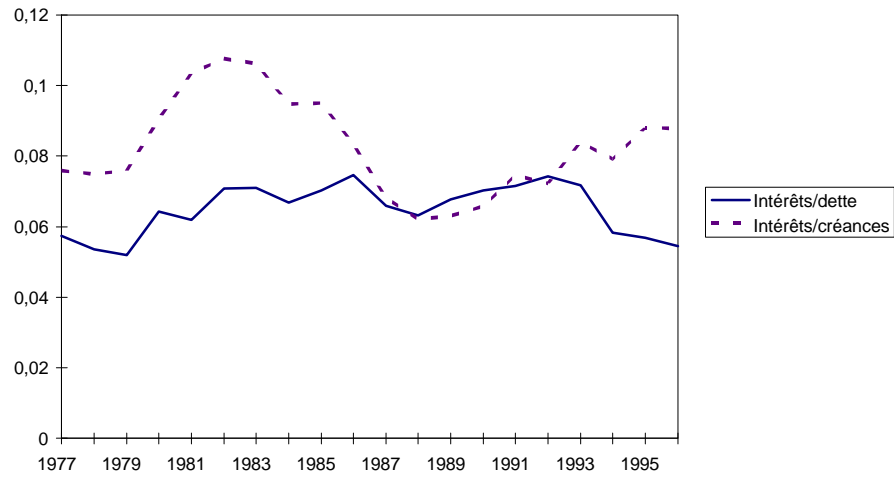
Allemagne, ménages, taux d'intérêt apparents



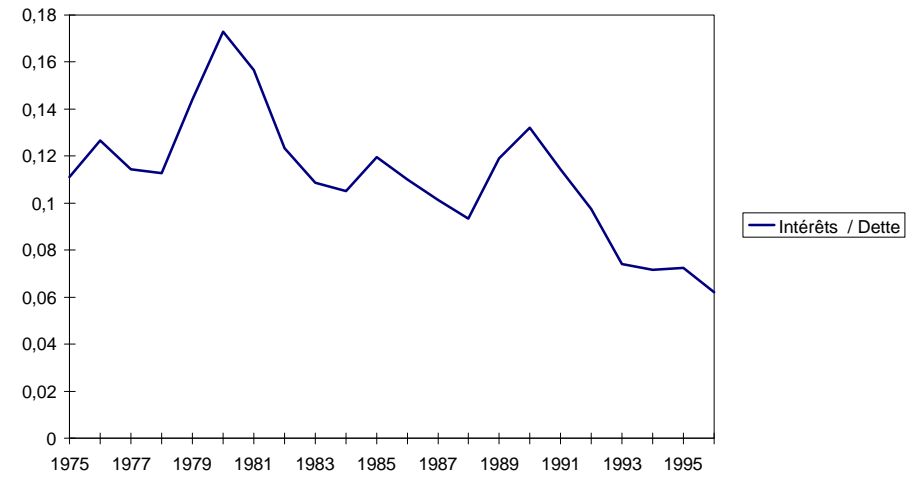
Italie, ménages, taux d'intérêt apparent



France, ménages, taux d'intérêt apparents

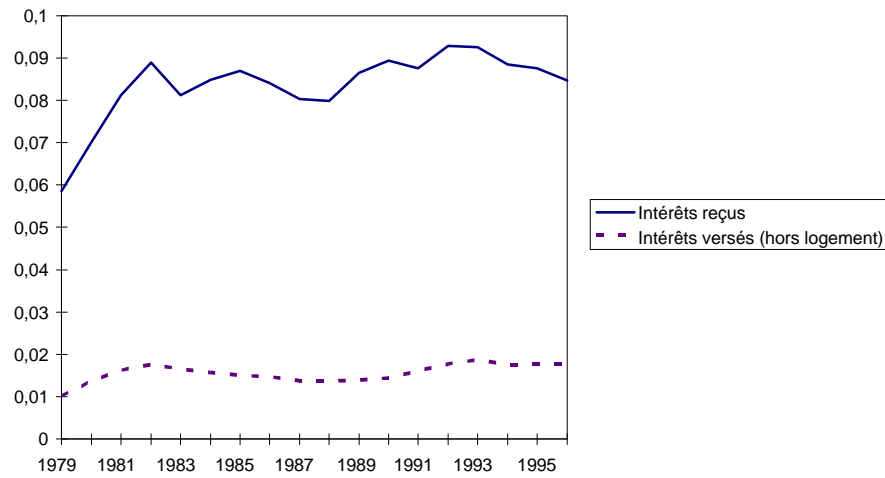


Royaume Uni, ménages, taux d'intérêt apparent



Figures 11 : Revenu et charge d'intérêt rapportés au revenu disponible des ménages

Allemagne, ménages, revenu et charge d'intérêt rapporté au revenu disponible



Italie, ménages, revenu et charge d'intérêt rapporté au revenu disponible

