

N° 95

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

NOVEMBRE 2001

NUMÉRO SPÉCIAL

LE CYCLE FINANCIER

*FACTEURS AMPLIFICATEURS ET RÉPONSES ENVISAGEABLES
PAR LES AUTORITÉS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES*



Sommaire

	Page
Éditorial	5
Actualité	
1. La situation économique de la France	7
2. La monnaie, les placements et les financements	21
3. Les marchés de capitaux	33
Études	
Dossier : le cycle financier	
Le cycle financier : facteurs amplificateurs et réponses envisageables par les autorités monétaires et financières	41
Volatilité et mésalignements sur les marchés financiers	67
Les problèmes de mesure de sensibilité du cycle réel au cycle financier	77
Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux	85
À propos des bulles spéculatives	97
La gestion indicielle	105
Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique	109
Considérations prudentielles sur la comptabilisation en « juste valeur » pour les établissements de crédit	121
Enquête financière – Troisième trimestre 2001	131
Résumés d'analyse et d'enquêtes	
Les marchés mondiaux de matières premières au troisième trimestre 2001	139
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	141
Statistiques	143

Les coordonnées des unités de la Banque de France
ayant contribué au présent Bulletin figurent en fin de document.

Achevé de rédiger le 21 novembre 2001

Site Internet : www.banque-france.fr

Éditorial

La mondialisation et l'intégration financière sont porteuses d'avantages économiques et financiers considérables. Elles favorisent, en effet, une meilleure allocation des ressources en capital dont peuvent profiter toutes les économies sans exception, s'ajoutant aux avantages que la division internationale du travail apporte à chaque économie en particulier et à l'économie internationale elle-même.

Toutefois, la mondialisation et l'intégration financière peuvent comporter, dans certaines circonstances, des éléments de fragilité, comme l'ont montré certains événements intervenus dans les années récentes. En particulier, elles se sont accompagnées d'une amplification relative des cycles financiers caractérisée, notamment, par d'importantes et durables distorsions de prix d'actifs, par une volatilité excessive, ou par des variations brutales des flux de crédits distribués. Les institutions et les marchés financiers ont, en effet, parfois tendance à surréagir aux changements de situation, ce qui peut accentuer les fluctuations normales du cycle financier. Cette évolution contraste avec la nette réduction de l'inflation mesurée par les prix à la consommation et la tendance à l'atténuation et l'allongement des cycles d'activité réelle observées depuis la fin des années quatre-vingt dans les pays industrialisés.

Les articles de ce *Bulletin*, consacrés à ce thème, proposent une analyse d'ensemble des facteurs d'amplification des cycles financiers et des réponses susceptibles d'être envisagées par les autorités.

Les facteurs d'amplification du cycle financier sont multiples. Parmi eux, on compte le comportement procyclique des banques, les effets secondaires de certaines pratiques comptables, le renforcement des tendances en faveur du « court-termisme » et du comportement mimétique chez les opérateurs de marché ou encore l'uniformisation croissante des techniques de gestion du risque chez les institutions financières.

Les autorités, en particulier les banques centrales, sont directement concernées par cette évolution des cycles financiers dont les conséquences sur la situation économique peuvent être notables. L'apparition, puis le dégonflement brutal, de « bulles spéculatives » importantes apparues sur les marchés boursiers ou immobiliers dans différents pays dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix (pays scandinaves, États-Unis, Japon, ...) a montré que les conséquences pouvaient être significatives sur la santé du secteur financier aussi bien que sur la situation économique d'ensemble. Il est donc essentiel que la réflexion internationale approfondisse les moyens permettant d'éviter que ces facteurs n'amplifient les cycles financiers au-delà d'une « cyclicité financière » normale, qui est inhérente au fonctionnement d'une économie de marché ouverte et reflète les relations naturelles entre les phases du cycle réel et les variables financières.

Une stratégie monétaire appropriée est, certes, essentielle au bon fonctionnement du cycle financier, mais elle n'est pas suffisante. Aussi, au-delà de l'indispensable stabilité monétaire, certaines pistes de réflexion apparaissent-elles prometteuses :

- consolider et renforcer les efforts pour établir une meilleure transparence sur les marchés financiers, condition indispensable pour que les investisseurs puissent prendre leurs décisions sur la base de leur propre analyse de la qualité intrinsèque des actifs financiers ;
- favoriser la diversité des comportements d'investissement des acteurs du marché (en termes d'objectif et d'horizon) de telle sorte que la détermination des prix soit le résultat de l'interaction de différentes stratégies et de différentes tactiques et non d'un comportement moutonnier de divers opérateurs ou investisseurs ;
- mettre en place des règles comptables de « provisionnement dynamique » de nature à réduire la procyclicité des comportements bancaires en matière de distribution de crédit ;
- ne pas accepter l'application de la comptabilisation à la « juste valeur » au « *banking book* » (portefeuille d'intermédiation bancaire) ; la généralisation de cette méthode au-delà des activités de marché (« *full fair value* ») se traduirait par un accroissement artificiel de la volatilité des résultats des banques, préjudiciable à la stabilité financière. On notera que ce thème a déjà fait l'objet de l'éditorial du *Bulletin* de décembre 2000.

Ce *Bulletin* inclut d'abord une note de synthèse résumant l'analyse des facteurs d'amplification des cycles financiers et des réponses possibles pour les autorités. Les articles de différents services de la Banque de France font ensuite le point sur les connaissances relatives à certains de ces facteurs (volatilité et mésalignements sur les marchés financiers, impact des méthodes de gestion indicielle, comportement mimétique des participants, développement des bulles spéculatives, etc.) et à quelques solutions envisageables. Ces articles sont également disponibles en français et en anglais sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

Ce *Bulletin* est le résultat de travaux menés au cours du premier semestre 2001 ; il vise à apporter une contribution à la réflexion en cours et à susciter de nouvelles analyses. Plusieurs des thèmes traités sont discutés dans différentes instances européennes ou internationales. C'est le cas, en particulier, de l'impact de la diversité des comportements sur le fonctionnement des marchés financiers ou des réflexions sur les avantages du provisionnement dynamique. La discussion sur les inconvénients de la comptabilisation à la juste valeur des activités d'intermédiation bancaire a également été approfondie dans plusieurs enceintes. Ces différents travaux et réflexions montrent l'importance attachée à ces questions par la communauté financière internationale.

Les orientations proposées dans ce *Bulletin* constituent des exemples de mesures visant à améliorer le déroulement du cycle financier et son interaction avec le cycle réel. D'une manière générale, il paraît important que dans l'élaboration des règles de la mondialisation financière (« codes de bonne conduite », « codes de bonnes pratiques », règles prudentielles, règles comptables, etc.) l'objectif de la stabilité financière mondiale — et donc, en particulier, l'élimination des dispositions éventuelles pouvant contribuer à augmenter mésalignements, volatilité excessive et comportements moutonniers — soit au premier rang des préoccupations.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

La résistance de l'économie française, au second semestre 2001, pourrait être meilleure que prévu initialement

Alors que les anticipations de production des chefs d'entreprise et le jugement sur le climat économique des ménages, observés en septembre dans les enquêtes de la Banque de France et de l'INSEE, marquent un repli sensible, les premières données disponibles sur le quatrième trimestre n'indiquent pas de nouvelle décélération du rythme de croissance de l'économie française, en fin d'année, par rapport à la fin du premier semestre.

En rythme annualisé, la croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait se maintenir à un rythme compris entre 1,0 % et 1,5 % sur le second semestre de l'année, grâce à une orientation toujours résistante de la consommation des ménages.

La progression de la production industrielle devrait être très limitée au second semestre

Sur l'ensemble du *troisième trimestre 2001*, la production manufacturière n'a progressé que de 0,3 %, sous l'effet du fort recul de l'activité enregistré en septembre.

Selon l'INSEE, et conformément à ce qui était observé dans l'enquête de la Banque de France portant sur ce mois, la production manufacturière s'est contractée de 1,0 % en septembre. Toutes les industries ont enregistré des replis mensuels de leur production (notamment 1,6 % pour les biens de consommation et 1,2 % pour les biens intermédiaires).

Sur la base des données publiées par l'INSEE, la contribution du secteur manufacturier à la croissance du PIB devrait donc être proche de 0,1 point au troisième trimestre.

Par ailleurs, les données de l'indice de la production industrielle (IPI) portant sur les premier et deuxième trimestres ont été revues afin d'intégrer les chiffres de l'année 2000.

L'évolution de la production manufacturière est désormais estimée à - 0,3 % au deuxième trimestre

(- 0,2 % auparavant) et 0,0 % au premier trimestre (chiffre revu à la baisse de 0,3 point), alors que celle de l'année 2000 a été révisée à la hausse.

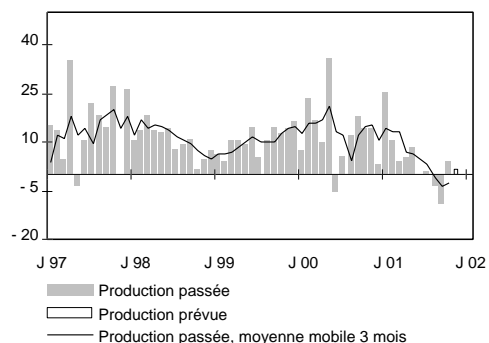
Ces modifications seraient susceptibles d'entraîner une révision de la croissance du PIB au premier semestre 2001.

Dans la zone euro, une dégradation de la conjoncture industrielle devrait être observée au troisième trimestre. L'indicateur de confiance des industriels, publié en novembre par la Commission européenne, a continué de se replier pour atteindre - 16 points, après - 12 points en septembre.

Au début du *quatrième trimestre*, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité industrielle est apparue un peu mieux orientée. En effet, après le repli enregistré en septembre, la production industrielle s'est légèrement redressée en octobre dans tous les secteurs à l'exception de l'industrie automobile. Le raffermissement de l'activité a été sensible dans les biens de consommation, les biens d'équipement et les industries agro-alimentaires.

La production dans l'industrie

(solde des opinions)



Les commandes reçues se sont globalement stabilisées. De nouveau en recul dans les biens intermédiaires, elles se sont accrues dans ceux de consommation grâce à la bonne orientation du marché intérieur. À l'exportation, la baisse des commandes provient surtout des marchés américains et allemands.

Évolution récente de la zone euro et de l'environnement international

Aux États-Unis, la première estimation de la croissance du PIB du troisième trimestre fait état d'une contraction de 0,1 %, après une progression nulle au deuxième trimestre. Ce résultat est largement imputable à la poursuite d'une forte correction des stocks. La production industrielle manufacturière s'est inscrite en recul de 6,7 % sur un an, en septembre, après - 5,4 % en août, soit la douzième baisse mensuelle consécutive. L'indice de confiance des ménages du Conference Board s'est également replié de 11,5 points sur un mois, à 85,5 points. Dans le sillage des événements de septembre, les nouvelles déclarations hebdomadaires à l'assurance chômage, pour la dernière semaine d'octobre, se sont élevées à 505 000 personnes, nombre inégalé depuis mars 1991. Sur le mois, le nombre des emplois a diminué de 415 000 personnes, après - 213 000 en septembre. Le taux de chômage a progressé sensiblement, atteignant 5,4 %, contre 4,9 % le mois précédent. Il s'agit d'un point haut depuis cinq ans. Dans ce contexte, le Système fédéral de réserve a procédé à un nouvel assouplissement monétaire, ramenant le taux des fonds fédéraux (Fed Funds) à 2,0 % et le taux d'escompte à 1,50 %. Il s'agit du plus bas niveau des taux d'intérêt depuis 1962.

Au Japon, les perspectives de croissance se sont également assombries : la chute de l'investissement productif et la contraction du commerce extérieur, qui étaient les deux soutiens de la croissance en 2000, se sont poursuivies. La production industrielle a baissé de 11,7 % sur un an à fin août (contre - 9,8 % à fin juillet). Les prix à la consommation ont continué de reculer (- 0,8 % sur un an, à fin septembre).

Au Royaume-Uni, l'estimation provisoire de la progression du produit intérieur brut (PIB) au troisième trimestre est ressortie à 0,6 % (contre 0,4 % au deuxième trimestre), stabilisant le glissement annuel à 2,3 %. Ces résultats s'expliquent par une bonne tenue de la consommation des ménages. Néanmoins, la production industrielle a reculé de 3,0 % sur un an à fin septembre, contre - 2,6 % à fin août. En septembre, la hausse des prix à la consommation (IPCH) a décéléré, atteignant 1,3 % sur un an (1,8 % en août).

Dans la zone euro, la progression du PIB a atteint 0,1 % au deuxième trimestre (confirmation de l'estimation initiale), contre 0,5 % pour le premier trimestre de 2001, ce qui ramène le glissement annuel à 1,7 % fin juin (contre 2,4 % fin mars). La confiance des ménages et des industriels a continué de se dégrader en octobre : l'indicateur du climat de confiance de la Commission européenne est tombé à 99,1 points, soit son niveau le plus faible depuis 1997. Toutefois, le ralentissement conjoncturel ne se traduit pas encore dans les chiffres du chômage, dont le taux demeure stable à 8,3 % en septembre.

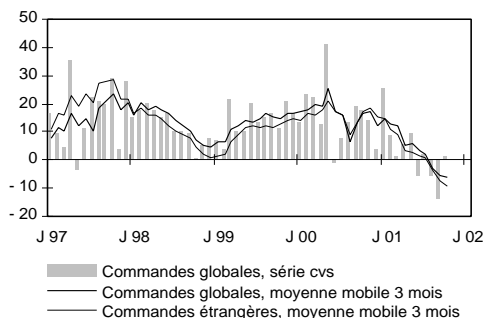
Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 7,6 % en septembre, contre 6,7 % en août. La moyenne sur trois mois des taux de croissance annuels de M3, sur la période allant de juillet à septembre 2001, est passée à 6,9 %, contre 6,4 % entre juin et août. Cette accélération s'explique par une préférence momentanément accrue pour la liquidité dans un contexte économique et financier incertain.

Au cours des huit premiers mois de 2001, le déficit cumulé du compte de transactions courantes a fléchi, ressortant à 21,8 milliards d'euros, après un solde négatif de 45,6 milliards pour la période correspondante de 2000. Cette évolution résulte, dans une large mesure, de la forte hausse de l'excédent des échanges de biens d'une période à l'autre, passé de 7,8 milliards d'euros à 35,0 milliards et du passage des échanges de services d'un déficit de 2,1 milliards à un excédent de 2,9 milliards.

Pour les huit premiers mois de 2001, le compte financier de la zone euro a enregistré des sorties nettes cumulées de 81,2 milliards d'euros au titre des investissements directs et de portefeuille, contre des sorties de 51,9 milliards durant la période correspondante de l'année 2000. Les entrées nettes de 61,8 milliards d'euros enregistrées au titre des investissements directs entre janvier et août 2000 ont fait place à des sorties nettes de 89,9 milliards au cours de la période correspondante de 2001. Les investissements de portefeuille, qui avaient enregistré des sorties nettes (113,7 milliards d'euros) au cours des huit premiers mois de l'année 2000, ont affiché des entrées nettes (8,7 milliards) pour la période correspondante de 2001.

Les commandes dans l'industrie

(solde des opinions)

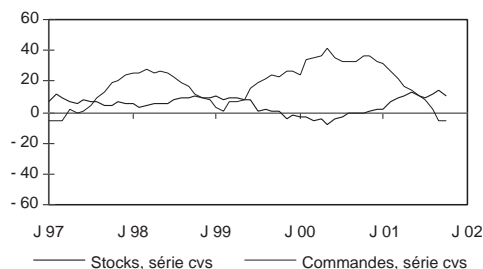


Les carnets de commandes, dont le niveau s'est stabilisé, sont jugés satisfaisants dans toutes les industries à l'exception des biens intermédiaires où, malgré une légère amélioration, ils restent nettement inférieurs au niveau désiré.

Les stocks se sont réduits au cours de ce mois dans tous les secteurs. Ils restent globalement supérieurs à la normale.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions)



Par ailleurs, les perspectives d'activité des chefs d'entreprise en octobre ne laissent pas apparaître une dégradation supplémentaire de l'activité en novembre et décembre.

L'activité devrait être plus favorablement orientée dans les services marchands, grâce, notamment, à la bonne tenue de la branche commerce

Selon l'enquête de l'INSEE portant sur le troisième trimestre 2001, l'activité dans les services s'est améliorée dans la quasi-totalité des branches suivies par l'enquête, à l'exception de l'intérim.

Les indices de chiffre d'affaires disponibles pour le mois de juillet dans les services aux particuliers et aux entreprises confirment cette tendance, puisque, sur ce mois, ils ont progressé de respectivement 1,5 % et 0,6 % par rapport à juin (données en volume, cvs et cjo).

Par ailleurs, l'activité dans les services marchands devrait être soutenue, au troisième trimestre, par l'orientation favorable des ventes du commerce.

Sur l'ensemble du troisième trimestre, les achats des ménages en produits manufacturés ont, en effet, fortement progressé (2,1 %, après une stabilité le trimestre précédent, en hausse de 4,0 % sur un an).

Cette progression est due, notamment, à une orientation particulièrement favorable des dépenses des ménages en biens durables (+ 3,5 % au troisième trimestre, après + 0,7 % le trimestre précédent), avec une augmentation de 4,0 % des achats d'automobiles. Par ailleurs, les dépenses des ménages en textile-cuir ont enregistré un net rebond (2,7 %, après - 2,1 %) et les achats en autres produits manufacturés ont continué de progresser (0,6 %, après 0,5 %).

Sur le seul mois de septembre, les événements du 11 septembre ne semblent pas avoir infléchi sensiblement le comportement de consommation des ménages. Les achats de ces derniers en produits manufacturés se sont, en effet, inscrits en hausse de 0,2 % (après 0,4 % en août) grâce, en particulier, à une progression de 2,2 % de leurs dépenses de textile-cuir.

Au *quatrième trimestre*, la valeur ajoutée des services pourrait croître de façon moins soutenue.

Si les perspectives de consommation des ménages restent favorablement orientées, l'activité des services aux particuliers et aux entreprises devrait assez nettement décélérer, selon les prévisions contenues dans les dernières enquêtes disponibles.

Avec une résistance de la confiance des ménages meilleure que prévu en octobre (l'indicateur résumé publié par l'INSEE enregistrant même une très légère amélioration, passant de - 15 points à - 14 points, après huit mois consécutifs de baisse), les achats des ménages devraient rester bien orientés en fin d'année.

Ainsi, en octobre, les immatriculations de voitures particulières ont progressé de 0,7 % par rapport à septembre 2001, en données cvs-cjo, après 0,2 % le mois précédent. Sur un an, elles augmentent très fortement (15,9 %, après 12,3 % le mois précédent).

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, le rythme de croissance du chiffre d'affaires du commerce de détail a légèrement accéléré en octobre pour s'établir à 2,2 %, contre 1,4 % le mois précédent (données en volume, cvs-cjo).

De plus, les baisses d'impôt observées en septembre, conjuguées à la décélération de l'inflation au troisième trimestre, devraient entraîner une progression sensible du pouvoir d'achat des ménages sur cette période, permettant de soutenir leur consommation au quatrième trimestre. Par ailleurs, les hausses de salaires accordées au troisième trimestre ont été importantes, sous l'effet, notamment, du relèvement des minima salariaux au 1^{er} juillet. Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés a, en effet, progressé de 0,7 % sur le trimestre (2,5 % sur un an), traduisant un gain de pouvoir d'achat sur cette période de 0,7 % également (l'évolution des prix ayant été nulle).

L'investissement ne devrait pas enregistrer de reprise à court terme

Au deuxième trimestre, selon les résultats détaillés des comptes nationaux publiés par l'INSEE, l'investissement a diminué de 0,2 % (après + 0,7 % au premier trimestre). La contraction de 1,1 % de l'investissement des ménages a été compensée par une faible hausse de l'investissement des entreprises (+ 0,2 %, chiffre révisé de - 0,2 point, après + 0,3 % au premier trimestre).

Selon les résultats de l'enquête financière auprès des établissements de crédit portant sur le troisième trimestre, l'investissement des ménages ne devrait pas enregistrer de reprise avant la fin de l'année. Au troisième trimestre, le recours aux prêts immobiliers a ainsi été relativement faible. Le marché immobilier semble, en effet, se stabiliser sous l'effet du renchérissement de l'habitat conjugué à l'érosion sensible de l'épargne en actions des particuliers. Par ailleurs, selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours de cette période a diminué de 2,3 % par rapport au deuxième trimestre 2001 (+ 1,0 % sur un an).

Au quatrième trimestre, cette tendance devrait se prolonger, selon l'enquête financière de la Banque de France auprès des établissements de crédit ; les concours immobiliers marqueraient, en effet, le pas en fin d'année.

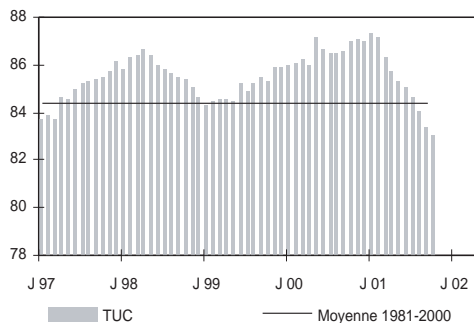
De même, la moindre utilisation des capacités de production ainsi que le repli des perspectives de demande devraient contribuer à une baisse de l'investissement des entreprises au cours du second semestre.

Même si, comme l'indique l'enquête trimestrielle de l'INSEE, la baisse au troisième trimestre du taux d'utilisation des capacités et des goulots de production a été plus limitée que prévu (diminution de 0,7 point du TUC à 85,0 %, soit un niveau supérieur de 1 point à sa moyenne de longue période, et baisse de 5 points des goulots de production à 24 %), les marges de production des entreprises manufacturières se sont nettement accrues depuis un an (+ 4 points), alors même que les perspectives de demande apparaissent moins favorables qu'à la fin du premier semestre.

De plus, selon l'enquête de la Banque de France, la réduction de l'utilisation des capacités de production s'est poursuivie, bien qu'à un rythme moindre, au début du quatrième trimestre. En octobre, le taux d'utilisation des capacités de production atteignait 83,0 %, en baisse de 0,4 point par rapport à septembre et de 4 points sur un an.

Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie

(en pourcentage)



Enfin, l'aisance financière des entreprises a diminué au troisième trimestre. Selon les résultats de l'enquête financière trimestrielle de la Banque de France auprès des établissements de crédit, la trésorerie des entreprises, déjà en baisse au trimestre précédent, a continué à se resserrer au troisième trimestre en raison, notamment, du ralentissement de l'activité économique et de l'érosion des marges.

Les résultats bruts d'exploitation ont, en effet, marqué un net repli sous l'effet du tassement des ventes et de marges moins rémunératrices.

Au total, selon les banquiers interrogés par la Banque de France, la demande de crédits à moyen et long termes devrait se réduire en fin d'année en raison du gel ou du report de nombreux investissements.

Selon les résultats de l'enquête investissement de l'INSEE d'octobre 2001, les estimations de croissance de l'investissement productif des entreprises manufacturières, pour 2001, ont été revues en assez nette baisse (de 6 %, à 3 %) par rapport à l'enquête précédente d'avril.

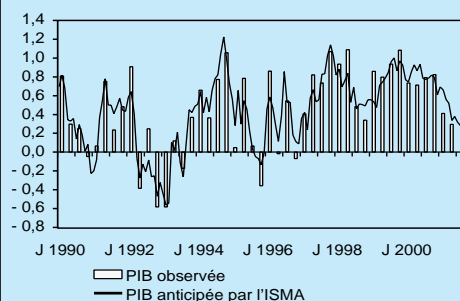
Compte tenu de la progression soutenue de l'investissement des entreprises au premier semestre (1,6 % par rapport au second semestre 2000, selon les comptes trimestriels, dégageant un acquis de croissance pour l'année de 4,0 % à la fin du deuxième trimestre), ce chiffre permet d'anticiper une contraction assez sensible de l'investissement en équipement au second semestre de l'année.

Évolution de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) établi d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France

Selon cet indicateur, le produit intérieur brut progresserait de 0,3 % au quatrième trimestre (évaluation revue de + 0,1 point) comme au troisième trimestre. Sous ces hypothèses, la croissance s'élèverait à + 2,0 %, en moyenne annuelle, en 2001.

Évolution de l'ISMA et du PIB

(en variation trimestrielle, en %)



En baisse depuis le début de l'année, les facteurs liés à la demande se sont stabilisés en octobre, alors que les perspectives d'un ralentissement accru de l'activité se sont fortement modérées et retrouvent leur plus bas niveau depuis la fin du premier semestre 2000.

En données semestrielles, le solde d'opinions des investissements réalisés est d'ailleurs de - 6 points au second semestre 2001, contre + 30 points au premier semestre.

En définitive, la croissance devrait rester modérée au second semestre 2001, mais ne connaîtrait pas de fléchissement supplémentaire important.

Selon les prévisions de la Banque de France effectuées à partir des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture, le PIB progresserait de 0,3 % aux troisième et quatrième trimestres, ce qui permettrait au PIB de progresser de 2,0 %, en moyenne annuelle, durant l'année 2001.

1.2. L'évolution des prix

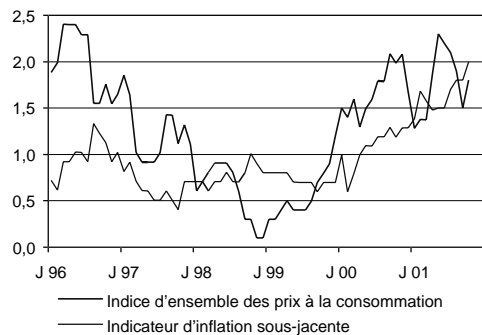
La hausse des prix de détail a atteint 1,8 %, en glissement annuel, en octobre 2001

En octobre, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,1 % en données brutes, et son glissement annuel s'est redressé pour revenir à 1,8 %, contre 1,5 % le mois précédent.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a également progressé de 0,1 % en octobre ; le glissement annuel s'établit à 1,8 %, après 1,6 % en septembre.

Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente

(données cvs, en glissement annuel en %)



Source : INSEE

Cette hausse de l'indice d'ensemble est due essentiellement à :

- une augmentation de 0,4 % des prix des produits alimentaires (5,6 % sur un an) sous l'effet d'un renchérissement plus marqué qu'en octobre 2000 des prix des produits frais (2,4 %, contre 0,8 % un an auparavant) ;
- une hausse de 0,2 % des prix des produits manufacturés : progression de 0,2 % des prix de l'habillement-cuir comme des autres produits manufacturés ;

- un renchérissement de 0,2 % des prix des services, dû à un net rebond de ceux des produits de santé après la baisse enregistrée en septembre (+ 0,4 %, après - 0,5 %), à une hausse de 0,3 % des prix des loyers et eaux (stabilité en octobre 2000) et à des progressions mensuelles de 0,1 % de ceux des transports et communications et des autres services.

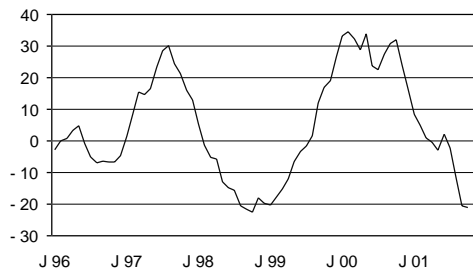
Ces hausses sont partiellement compensées par le recul des prix de l'énergie : - 1,3 % sur le mois et - 4,7 % sur un an, en raison de la baisse de 2,1 % en octobre des prix des produits pétroliers (- 10,6 % sur un an). Ce repli est toutefois moins fort que ce qui pouvait être anticipé au regard de la forte chute des cours du *Brent* en octobre. Ceux-ci ont, en effet, régressé de 19,2 % sur le mois, cotant 20,71 dollars en moyenne (soit une baisse de 33,2 % sur un an). L'impact de la baisse des cours devrait être étalée sur les prochains mois.

Par ailleurs, en octobre, sous l'effet de cette forte contraction des prix du *Brent*, l'indice Banque de France, qui reflète le coût des matières premières importées par la France y compris pétrole, a subi un recul de 10,1 % en monnaie nationale (- 27,9 % sur un an, contre - 21,5 % le mois précédent) et de 10,6 % en dollars (- 23,6 % sur un an, après - 18 %).

Hors pétrole, l'indice en monnaie nationale a enregistré un fléchissement plus modéré, de 1,6 % par rapport au mois précédent et de 21,1 % sur un an, après - 20,5 % en septembre.

Indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel en %)

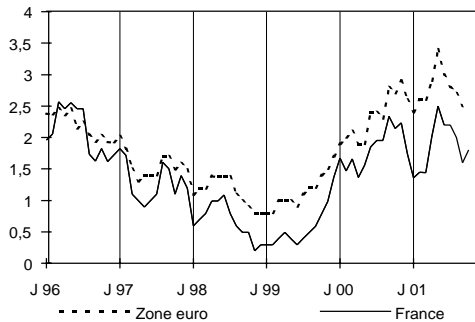


L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente a progressé plus fortement sur le mois d'octobre, puisqu'il exclut les prix de l'énergie. Il a ainsi enregistré une hausse de 0,3 % sur le mois et de 2,0 % sur un an, contre 1,8 % le mois précédent et 1,2 % seulement en octobre 2000.

Dans la zone euro, la hausse des prix a poursuivi sa décélération en septembre. L'augmentation annuelle de l'IPCH est revenue à 2,5 %, (contre 2,7 % en septembre 2001 et 2,8 % en septembre 2000).

Indice harmonisé des prix à la consommation

(en glissement annuel, en %)



Sources : INSEE et Eurostat

Sur un an, la décélération des prix de vente industriels se poursuit

En septembre, les prix de vente de l'ensemble de l'industrie ont augmenté de 0,1 %, après une baisse de 0,2 % en août. En glissement annuel, les prix de vente industriels sont en recul de 0,2 %, après + 0,8 % en août.

Les prix de vente de l'industrie hors énergie et IAA ont diminué de 0,1 % après une stabilité en août. Leur progression sur un an est de 0,9 %, après 1,2 % en août et 2,6 % en septembre 2000.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle se sont accrus de 0,1 % au mois de septembre, après une baisse de 0,1 % en août. Leur glissement annuel a fortement décéléré, revenant à 0,7 %, contre 1,7 % en juillet.

1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

En octobre, en moyenne mensuelle, la monnaie européenne n'a pas varié vis-à-vis de l'ensemble de celles des pays industrialisés. Le dollar s'est inscrit en hausse vis-à-vis de l'euro après trois mois de repli, tandis que le yen a nettement chuté. La livre sterling s'est stabilisée par rapport à la monnaie européenne. Dans le même temps, les devises de l'Asie émergente et les monnaies d'Amérique latine ont enregistré, globalement, une baisse modérée à l'égard de la monnaie unique.

Au total, l'indice de compétitivité de l'économie française, vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires¹, a peu varié. Il s'établit à 88,1 points, contre 87,9 points en septembre (par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987).

La compétitivité des produits français est demeurée stable à l'égard de l'ensemble des partenaires de l'Union monétaire et de ceux de l'Union européenne.

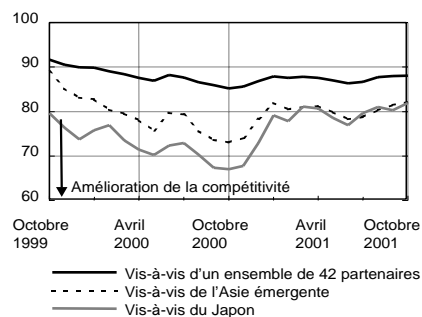
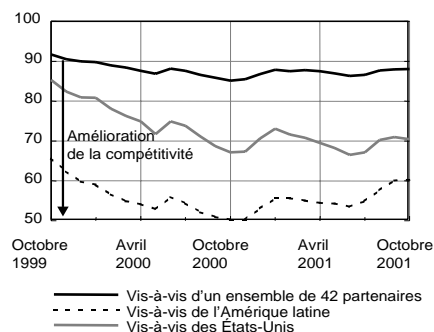
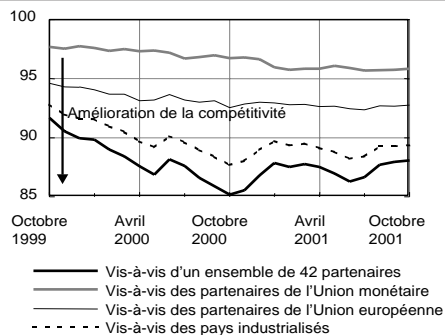
¹ Union européenne (y compris la Grèce), États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Pologne, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Hongrie, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande (les pays indiqués en italique forment le groupe des pays industrialisés).

Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

Compétitivité de l'économie française : du franc à l'euro

Indicateurs d'évolution des prix à la consommation hors effet de change

(indice base 100 = 1987)

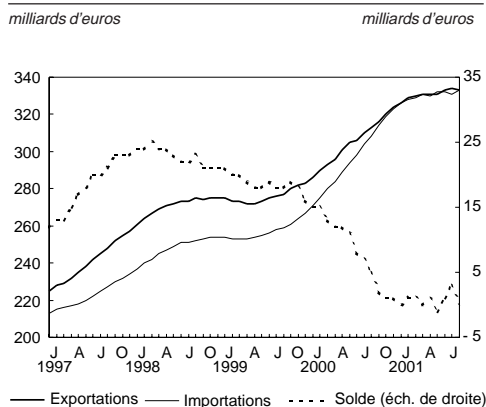


Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

1.4. Le commerce extérieur en septembre 2001

En septembre, le solde commercial (FAB-FAB) s'établit à 0,2 milliard d'euros en données cvs (0,6 milliard en données brutes), en baisse de 0,4 milliard par rapport au solde moyen des deux mois précédents. Par rapport aux flux moyens de juillet et août, les exportations reculent de 6,5 % et les importations de 5 %. Les mois de l'été ayant été marqués par un rééquilibrage de l'activité entre juillet et août, les données cvs concernant chacun de ces deux mois sont peu significatives, ce qui conduit à comparer les résultats de septembre aux flux et aux soldes moyens des deux mois.

Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Source : Douanes

Sur les neuf premiers mois de 2001, le solde commercial (FAB-FAB) est excédentaire de 1,9 milliard d'euros, alors qu'il était déficitaire de 0,2 milliard sur la période correspondante de 2000. Les résultats de l'année en cours, comme ceux des années antérieures, incorporent le changement du taux CAF-FAB, ramené de 3 % à 2 %, majorant ainsi la valeur des importations mensuelles globales. En revanche, les données sectorielles et géographiques, traditionnellement présentées avec des importations CAF et des exportations FAB, ne sont pas modifiées par le changement de taux.

Le recul des exportations en septembre est très marqué dans le secteur des biens d'équipement (-16,7 % par rapport à juillet-août), en partie sous l'effet de moindres livraisons d'Airbus aux États-Unis. On note également un repli des exportations de biens intermédiaires (-7,2 % par rapport à juillet-août) et des ventes de produits de l'industrie automobile (-14,6 %).

S'agissant des importations, on relève un recul important pour les biens d'équipement (-7,5 % par rapport à juillet-août), les biens intermédiaires (-6,0 %) et les biens de consommation (-3,4 %). En revanche, les importations énergétiques sont stables et les achats de produits de l'industrie automobile sont en progression (+5,5 %).

Sur le plan géographique, on observe en particulier, toujours par rapport à la moyenne des résultats en juillet et août, une chute des exportations vers l'Union européenne et la zone euro et, bien sûr, vers les États-Unis. À l'importation, les flux en provenance des mêmes régions connaissent un fléchissement de moindre ampleur. S'agissant des soldes bilatéraux, on relève une forte contraction des excédents avec les continents américain et africain et, au sein de la zone euro, un net recul de l'excédent vis-à-vis de l'Espagne.

1.5. La balance des paiements en août et septembre 2001

1.5.1. Résultats avancés de septembre 2001

Les résultats « avancés » de balance des paiements correspondent aux données transmises à la BCE, incluant les résultats du commerce extérieur de marchandises calculés par l'administration des Douanes (cf. paragraphe 1.4).

Après s'être maintenu à un niveau très élevé lors des trois derniers mois, le solde du *compte de transactions courantes* se replie, à 1,9 milliard d'euros en données cvs (2,7 milliards d'euros en données brutes).

En données cvs, la *balance commerciale* établie par l'administration des Douanes est excédentaire de 0,2 milliard d'euros (0,6 milliard d'euros en données brutes), dans un contexte de recul des flux d'exportations et d'importations par rapport aux mois précédents. En méthodologie balance des paiements, les *échanges de biens* se soldent par un excédent cvs de 0,6 milliard d'euros.

La balance des paiements utilise traditionnellement le même taux de passage CAF-FAB que celui du commerce extérieur douanier. En septembre, le taux douanier a été ramené de 3 % à 2 %. Cependant, le changement de taux en balance des paiements est complexe à mettre en œuvre, puisqu'il doit être appliqué non seulement aux échanges agrégés de marchandises, mais aussi aux échanges de services et à l'ensemble des données de balances bilatérales. Il sera effectué à l'occasion de la publication des résultats de la balance des paiements de janvier 2002 et appliqué rétroactivement aux échanges des années précédentes. En attendant, les « ajustements » permettant de passer de la balance commerciale aux échanges de marchandises en balance des paiements seront augmentés d'une correction spécifique destinée à neutraliser l'effet du changement de taux douanier sur les statistiques de balance des paiements.

Les échanges cvs de *services* font apparaître une diminution des recettes pour le deuxième mois consécutif (2,2 %, après 4 % en août), alors que les dépenses se redressent (3,3 %) après le recul qu'elles avaient enregistré en août (8,7 %). S'agissant des voyages, les résultats du mois de septembre ne traduisent pas d'inflexion majeure : en données cvs, les recettes reculent de 0,3 % par rapport à août et les dépenses de 1 %. Il est vrai que les attentats commis aux États-Unis n'ont eu lieu que le 11 du mois et que plusieurs phénomènes contradictoires ont pu jouer. Ainsi, l'interruption des vols vers les États-Unis, dans la semaine qui a suivi les attentats, a contraint nombre de touristes et voyageurs américains à prolonger leur séjour en France et à y accroître leurs dépenses. Un phénomène symétrique a pu jouer pour les voyages des résidents aux États-Unis.

Le solde cvs des *revenus* poursuit son repli au mois de septembre, à 1 milliard d'euros, contre 1,5 milliard en août et 4,6 milliards en juillet. On observe, notamment, ce mois-ci une forte augmentation des revenus d'investissements de portefeuille versés à l'étranger.

Le déficit des *transferts courants*, non désaisonnalisable, croît de 0,4 milliard d'euros par rapport à août, à 1,4 milliard, sous l'effet d'un ajustement à la hausse de la contribution française au budget européen.

Le *compte financier* présente un solde débiteur de 9,3 milliards d'euros.

Comme en août, les *investissements directs* présentent un solde faiblement négatif ce mois-ci (0,9 milliard d'euros) en l'absence d'opération de grande ampleur. Les opérations en capital social ne dépassent pas 1,3 milliard d'euros pour les investissements directs français à l'étranger et sont inférieures de moitié en ce qui concerne les investissements directs étrangers en France.

Les *investissements de portefeuille* enregistrent des entrées nettes particulièrement élevées de 23,3 milliards d'euros en septembre. Les résidents ont procédé à des cessions nettes de titres étrangers, et, notamment, d'actions (à hauteur de 5,3 milliards d'euros, surtout de pays situés hors zone euro), en liaison avec le fort recul de la plupart des bourses de valeur mondiales au cours du mois. *A contrario*, les non-résidents ont acquis des valeurs françaises à hauteur de 15,7 milliards d'euros, soit un montant bien supérieur à celui des mois précédents. Des émissions importantes de certificats de dépôt ont fortement contribué aux achats de titres du marché monétaire par les non-résidents (5,4 milliards d'euros), tandis que les titres publics français, refuge des investisseurs en période de crise économique et de tensions sur les marchés financiers, faisaient l'objet d'un courant d'achats nets de 7,4 milliards d'euros.

Les *autres investissements* (dépôts-crédits) donnent lieu à des sorties nettes de capitaux à hauteur de 32,4 milliards d'euros, dont plus des trois quarts résultent des opérations des IFM résidentes.

Les *avoirs de réserve* augmentent de 200 millions d'euros en septembre.

Sur les neuf premiers mois 2001, l'excédent du compte de transactions courantes atteint 21,6 milliards d'euros, soit près de 3 milliards de plus que sur la période correspondante de l'année 2000. Le solde des échanges de biens est en légère hausse par rapport à 2000 (2,5 milliards d'euros, contre 2,3 milliards), de même que celui des services hors voyages (4,5 milliards, contre 4 milliards). Le solde des voyages est également en amélioration (à 11,3 milliards, contre 10,8 milliards), même si — alors qu'il est trop tôt pour que d'éventuels effets des attentats du 11 septembre puissent être

enregistrés dans les statistiques — les flux touristiques apparaissent beaucoup moins dynamiques que l'année dernière : sur les neuf premiers mois, les recettes et dépenses sont en hausse de, respectivement, 4,1 % et 3,7 % ; elles avaient progressé de 13,3 % et 10,5 % en 2000 par comparaison avec 1999. L'excédent des revenus s'accroît de 1,6 milliard d'euros par rapport aux neuf premiers mois 2000, à 12,9 milliards, grâce à la hausse des recettes nettes d'investissements directs, qui fait plus que compenser la dégradation des autres postes, et, notamment, le solde des revenus d'investissements de portefeuille. Les transferts courants nets vers l'étranger sont stables, à 9,7 milliards d'euros, ce qui n'empêche pas que les versements nets de la France à la communauté européenne soient en hausse, compte tenu du recul des transferts en capital nets versés par celle-ci.

Au sein du *compte financier*, les sorties nettes d'*investissements directs*, sur les neuf premiers mois de l'année 2001 (41,8 milliards d'euros), sont en baisse de plus de 50 milliards par rapport à la période équivalente de 2000. Cette baisse est exclusivement à mettre au compte des investissements directs français à l'étranger, les investissements étrangers en France étant stables d'une période à l'autre, à 32,4 milliards. Parmi ces derniers, on observe néanmoins un basculement entre les opérations en capital social, en recul de 36,6 %, à 13,2 milliards d'euros, et les prêts intra-groupe, en hausse de plus de 90 %, à 16,6 milliards. Les *investissements de portefeuille* dégagent un solde créditeur de 27,4 milliards d'euros, plus de deux fois supérieur à celui dégagé sur les neuf premiers mois 2000. Les résidents ont réduit leurs achats de titres étrangers de 30 % par rapport aux neuf premiers mois 2000 (pour les actions et titres d'OPCVM, la baisse atteint 75 %), tandis que les non-résidents ont réduit leurs achats de titres français de 11 %. Leurs acquisitions d'actions ont fléchi de 65 %, mais leurs achats de valeurs obligataires ont progressé de 41 %, à 77 milliards d'euros.

Le solde des « autres investissements » s'est retourné par rapport aux neuf premiers mois 2000, à - 31,6 milliards d'euros, contre 53,4 milliards, en particulier suite aux opérations des IFM.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	Année 1999 (a)	Année 2000 (a)	Juin 2001 (b)	Juillet (b)	Août 2001 (b)	Septembre 2001 (b)	9 mois (2000) (a)	9 mois (2001) (b)
Compte de transactions courantes	33 819	22 663	3 929	4 198	3 192	2 731	18 682	21 605
Biens	17 604	1 722	1 122	828	68	589	2 264	2 525
Services	17 167	20 771	2 421	2 254	2 120	1 565	14 832	15 833
Total « Biens et services »	34 771	22 493	3 543	3 082	2 188	2 154	17 096	18 358
– Recettes	358 520	408 939	37 048	36 255	30 832	32 907	298 352	309 039
– Dépenses	323 750	386 446	33 504	33 173	28 644	30 753	281 256	290 679
Revenus	11 431	15 110	2 505	3 036	1 998	1 927	11 293	12 939
Transferts courants	- 12 383	- 14 940	- 2 119	- 1 920	- 994	- 1 350	- 9 707	- 9 692
Compte de capital	1 362	1 478	- 10	10	6	75	1 255	571
Compte financier	- 31 125	- 30 686	- 14 318	- 9 954	- 7 626	- 9 283	- 20 266	- 41 290
Investissements directs	- 69 033	- 139 287	108	- 16 826	- 1 892	- 879	- 93 950	- 41 810
– Français à l'étranger	- 113 213	- 187 211	- 8 216	- 17 031	- 5 314	- 4 851	- 126 035	- 74 172
– Étrangers en France	44 180	47 924	8 324	205	3 422	3 972	32 085	32 362
Investissements de portefeuille	- 7 132	41 088	5 093	- 87	- 2 812	23 288	12 347	27 401
– Avoirs	- 117 776	- 104 315	- 5 210	- 7 654	- 2 595	7 611	- 89 275	- 62 798
– Engagements	110 644	145 403	10 303	7 567	- 217	15 677	101 622	90 199
Autres investissements	45 267	59 799	- 20 111	6 791	- 3 921	- 32 360	53 350	- 31 641
– Avoirs	- 20 065	135	- 10 633	10 201	- 1 269	- 13 307	15 006	- 49 447
– Engagements	65 332	59 664	- 9 478	- 3 410	- 2 652	- 19 053	38 344	17 806
Produits financiers dérivés	- 1 314	5 050	1 266	- 145	- 295	867	5 009	2 649
Avoirs de réserve	1 087	2 664	- 674	313	1 294	- 199	2 978	2 111
Erreurs et omissions nettes	- 4 055	6 545	10 399	5 746	4 428	6 477	329	19 114

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

1.5.2 La balance des paiements en août 2001

Le solde du *compte de transactions courantes* s'élève à 4,4 milliards d'euros en données cvs (3,2 milliards en données brutes).

En données cvs, la balance commerciale dégage un excédent de 2,1 milliards d'euros (0,4 milliard en données brutes), alors qu'elle était tout juste équilibrée en juillet. Une meilleure répartition de l'activité entre les mois de juillet et d'août, non prise en compte dans la désaisonnalisation, se traduit par des évolutions marquées des flux d'échanges en données cvs : les exportations, qui s'étaient repliées de 7,4 % en juillet, augmentent de 11 %, tandis que les importations s'accroissent de 2,9 % après avoir reculé de 4,3 %.

Le solde des *services* progresse légèrement en données cvs, à 1,9 milliard d'euros, contre 1,7 milliard d'euros en juillet, sous l'effet d'une contraction des importations (8,7 %) supérieure à celle des exportations (4 %). L'excédent des voyages, qui se maintenait à haut niveau depuis quatre mois, accuse en revanche un léger fléchissement ce mois-ci, à

1,1 milliard d'euros en données cvs, en raison du dynamisme des dépenses des résidents à l'étranger (+5,4 %).

Compte tenu du niveau exceptionnel qu'il avait atteint en juillet (4,6 milliards d'euros en données cvs), mais également sous l'effet d'un recul (de l'ordre de 20 %) des recettes de revenus d'investissements de portefeuille, le solde cvs des *revenus* se replie en août, à 1,5 milliard.

Le déficit des *transferts courants* décroît de 0,9 milliard d'euros par rapport au mois de juillet, à 1 milliard, la France ayant bénéficié — suite à une croissance économique interne moindre qu'anticipé — d'une réduction de sa contribution au budget européen.

Le *compte financier* présente un solde débiteur de 7,6 milliards d'euros.

Les sorties nettes de capitaux au titre des *investissements directs*, particulièrement abondantes en juillet (16,8 milliards d'euros), se sont fortement contractées en août (à 1,9 milliard), sous le double effet d'un recul des investissements directs français à l'étranger (de 17 milliards d'euros à 5,3 milliards) et

d'une reprise des investissements directs de l'étranger en France (de 0,2 milliards d'euros à 3,4 milliards). Comme c'est souvent le cas depuis le début de cette année caractérisée par un ralentissement des grandes opérations de fusion-acquisition internationales, les investissements directs français à l'étranger comme les investissements directs de l'étranger en France sont principalement constitués de prêts intra-groupes.

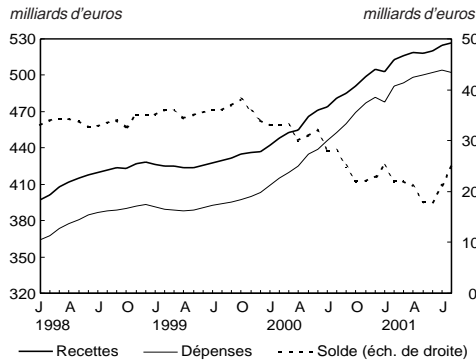
Les *investissements de portefeuille* enregistrent des sorties nettes de 2,8 milliards d'euros en août. Par rapport au mois précédent, les résidents réduisent leurs achats nets de titres étrangers (à 2,6 milliards, contre 7,7 milliards), en raison, notamment, de ventes nettes d'actions (à hauteur de 2,1 milliards) et de moindres acquisitions d'obligations (1,1 milliard, au lieu de

10,3 milliards). De leur côté, les non-résidents ont cédé des titres français à hauteur de 0,2 milliard d'euros en août. Leurs achats de titres obligataires (5,4 milliards d'euros) ont été compensés par des cessions de titres du marché monétaire (5,5 milliards), ces dernières correspondant à l'arrivée à échéance de certificats de dépôt.

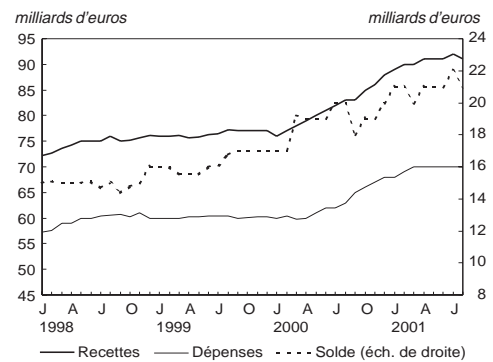
Les *autres investissements* (dépôts-crédits) se soldent par de faibles sorties nettes de capitaux (3,9 milliards d'euros), les prêts nets effectués par les IFM résidentes (5,8 milliards) étant en partie compensés par les engagements nets de l'ensemble des autres secteurs (administrations publiques, autorités monétaires, entreprises non financières, assurances, OPCVM non monétaires).

1.5.3. Évolution des principales rubriques de la balance des paiements

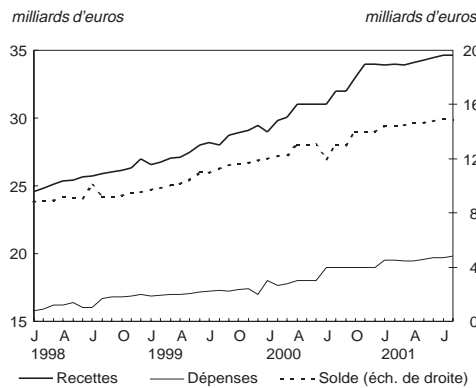
Transactions courantes Douze mois glissants



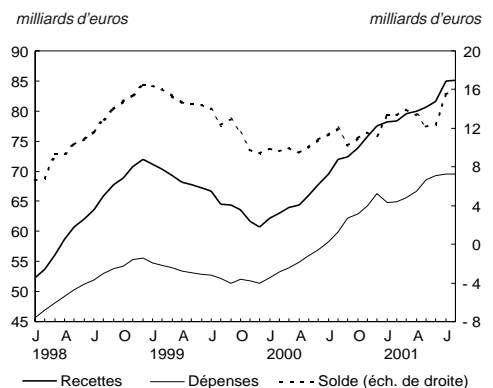
Services Douze mois glissants (cvs)



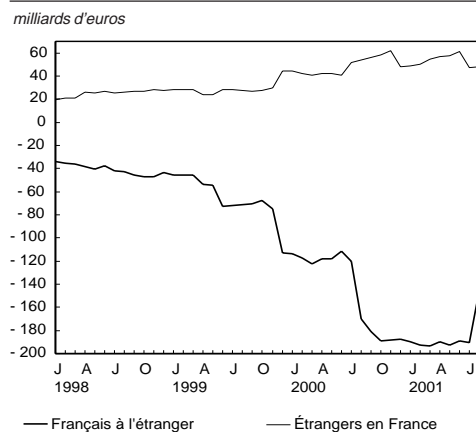
Voyages Douze mois glissants (cvs)



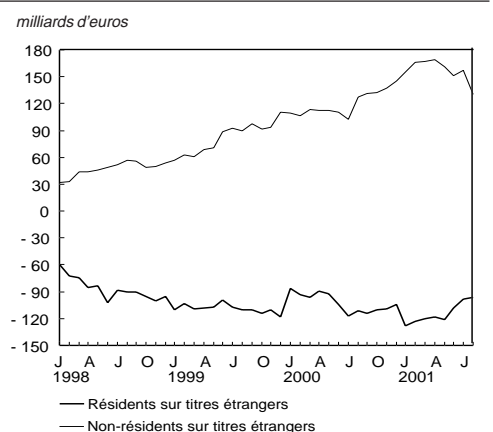
Revenus des investissements Douze mois glissants (cvs)



Investissements directs (En signe de balance) Soldes cumulés sur douze mois



Investissements de portefeuille (En signe de balance) Soldes cumulés sur douze mois



2. La monnaie, les placements et les financements

2.1. La contribution française aux évolutions monétaires de la zone euro

Avertissement : au cours de la période récente, la progression de l'agrégat M3 a été majorée par l'essor des instruments négociables détenus par des non-résidents. En théorie, M3 est censé mesurer la détention d'avoirs liquides des seuls résidents. En pratique, il s'avère difficile d'identifier la résidence des détenteurs des instruments négociables qui y sont inclus (titres d'OPCVM monétaires, instruments du

marché monétaire et titres de créances émis à moins de deux ans). La collecte d'informations supplémentaires permet désormais d'épurer M3 de la détention par les non-résidents de titres d'OPCVM monétaires. Les indications actuellement disponibles sur la détention des autres instruments négociables sont encore préliminaires et ne sont pas pour l'instant utilisées dans le calcul des agrégats.

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	Encours en	Taux de croissance annuel		Part dans
	milliards d'euros	en % (a)		la zone euro en %
	Septembre 2001	Août 2001	Septembre 2001	Août 2001
ZONE EURO (b) : agrégats monétaires en données cvs				
Billets et pièces en circulation	309,0	- 8,3	- 11,0	
+ Dépôts à vue	1 830,0	6,1	8,5	
= M1	2 138,7	3,7	5,2	
+ autres dépôts monétaires	2394,1	5,0	5,3	
= M2	4 532,9	4,4	5,3	
+ Instruments négociables (c)	885,3	20,4	21,3	
= M3	5 418,1	6,7	7,6	
Crédits au secteur privé	6 415,3	7,2	6,7	
Créances sur le secteur privé (données brutes)	7 270,2	7,6	6,9	
FRANCE (d)				
Principaux actifs monétaires				
Dépôts à vue	334,8	5,3	6,6	18,4
Comptes sur livrets	283,5	4,2	4,6	21,8
Dépôts à terme ≤ 2 ans	70,3	33,4	31,0	6,5
Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire	317,5	10,1	13,2	63,0
Crédits au secteur privé	1 094,9	8,2	6,8	17,1
Endettement intérieur total	2 430,9	9,1	8,8	
dont : Administrations publiques	850,5	5,6	5,7	
Sociétés non financières	1 063,5	13,9	13,1	
Ménages	516,9	5,7	5,6	

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Après correction de la détention par les non-résidents d'OPCVM monétaires émis par les IFM de la zone euro

(d) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, sauf l'endettement intérieur total qui regroupe les différentes formes d'endettement des résidents non financiers.

Sources : BCE et Banque de France

Dans la zone euro, après correction de la détention par les non-résidents de titres d'OPCVM monétaires, la croissance de l'agrégat M3 s'est établie à 7,6 % en septembre, après 6,7 % en août 2001¹ (7,7 % de croissance de l'agrégat M3 non corrigé des variations saisonnières en septembre, contre 6,6 % en août). La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3, pour la période allant de juillet à septembre 2001, s'est établie à 6,9 %, contre 6,5 % pour la moyenne couvrant la période de juin à août.

En septembre, la croissance annuelle des moyens de paiement s'est accélérée, à 5,2 %, après 3,7 % en août. La croissance plus soutenue des dépôts à vue a plus que compensé l'accentuation du recul des billets et pièces en circulation.

La progression des autres dépôts à court terme inclus dans $M2 - M1$ s'est légèrement accélérée en septembre, à 5,3 %, après 5,0 % en août. L'effet de la croissance plus vigoureuse des dépôts avec préavis à moins de 3 mois (en données non cvs) en septembre (2,3 %, après 0,9 % en août) a en effet été plus marqué que celui de la décélération des dépôts à terme à moins de deux ans. La croissance de l'agrégat $M2$ s'est ainsi accentuée, à 5,3 %, après 4,4 % en août. La progression de $M3 - M2$ (corrigé de la détention par les non-résidents de titres d'OPCVM monétaires) a été plus soutenue en septembre, 21,3 %, après 20,4 %, principalement sous l'effet d'une accélération de celle des titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (11,5 % en septembre, après 8,3 % en août, en données non cvs).

Au plan des contreparties de M3 (en données non cvs), le taux de croissance annuel des concours accordés par les IFM au secteur privé s'est à nouveau ralenti en septembre, en raison d'une progression moins forte des crédits et des achats de titres. Après avoir exercé une influence restrictive, la contribution

des créances nettes sur l'extérieur a été pratiquement nulle. La contraction des concours octroyés aux administrations publiques s'est légèrement atténuée et l'impact restrictif des ressources non monétaires des IFM sur la croissance de M3 a été plus limité.

Contributions à la croissance annuelle de M3

	(en points)	
	Août 2001	Septembre 2001
Total	6,6	7,7
Créances nettes sur l'extérieur	- 1,4	0,0
Concours au secteur privé	10,4	9,6
Concours aux administrations publiques	- 0,6	- 0,5
Ressources non monétaires	1,9	1,4
Divers	0,1	0,0

Source : BCE

En France, les dépôts monétaires des résidents ont évolué différemment de ceux de la zone euro :

- la progression des dépôts à vue s'est accentuée, à 6,6 %, après 5,3 % en août, principalement du fait d'une progression plus forte des dépôts à vue des ménages (5,9 %, après 4,6 %) ;
- la croissance des livrets s'est à nouveau accentuée (4,6 %, après 4,2 %) ;
- la croissance des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est atténuée (31,0 %, après 33,4 % en août) ;
- la progression des titres d'OPCVM monétaires détenus par les résidents s'est accrue en septembre (13,2 %, après 10,1 % en août).

La croissance annuelle des crédits au secteur privé français s'est à nouveau ralentie en septembre, à 6,8 %, après 8,2 % en août.

¹ Pour la zone euro, ces taux de croissance se rapportent aux agrégats corrigés des effets saisonniers et de calendrier de fin de mois, sauf indication contraire.

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers a de nouveau fléchi en septembre 2001.

Endettement intérieur total par agents

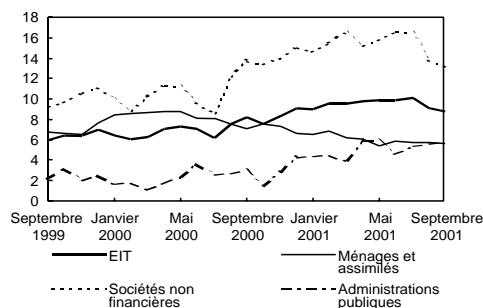
	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Endettement intérieur total	8,2	9,1	8,8
Sociétés non financières	13,7	13,9	13,1
Ménages	7,1	5,7	5,6
Administrations publiques	3,0	5,6	5,7

	(en flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Endettement intérieur total	169,9	201,5	197,0
Sociétés non financières	113,4	128,6	123,6
Ménages	32,8	27,9	27,4
Administrations publiques	23,7	45,0	46,0

Pour le troisième mois consécutif, la progression de l'endettement des sociétés non financières s'est ralentie (13,1 %, après 13,9 % en août et 16,6 % en juillet). Le rythme de croissance de l'endettement des ménages est resté quasiment stable (5,6 %, après 5,7 % en août). En revanche, l'endettement des administrations publiques a poursuivi sa lente accélération (5,7 %, après 5,6 % en août et 5,4 % en juillet).

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Endettement intérieur total	8,2	9,1	8,8
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	7,6	6,0	5,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents	22,9	10,6	12,1
Financements de marchés	6,4	12,9	13,0
Financements monétaires du Trésor public	3,3	5,7	5,2

	(en flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Endettement intérieur total	169,9	201,5	197,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	81,2	67,8	59,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents	35,0	20,3	22,9
Financements de marchés	52,5	111,3	112,3
Financements monétaires du Trésor public	1,2	2,2	2,0

Le ralentissement de l'EIT s'explique par la moindre progression des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes. La progression annuelle des financements de marchés est restée pratiquement stable tandis que celle des crédits octroyés par les non-résidents s'est renforcée en septembre.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois de septembre 2001 s'est élevé à 10,6 milliards d'euros, après 6,3 milliards en août et 4,8 milliards en juillet. Le cumul des montants émis sur les douze derniers mois est en hausse de 22,2 % par rapport aux douze mois précédents. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 97,4 % des capitaux collectés sur la période de fin août 2000 à fin septembre 2001.

Émissions d'actions et de certificats d'investissement réglées en numéraire

	(en milliards d'euros)			
	Année 1999	Année 2000	12 mois glissants	Septembre 2001
Sociétés non financières	35,7	65,6	75,7	10,6
Autres agents (a)	1,3	1,9	2,0	-
Total émis (b)	37,0	67,5	77,7	10,6
dont : Titres cotés				
Cote officielle et second marché	8,1	15,2	9,5	0,1
Appel public à l'épargne (c)	5,9	11,4	4,8	-

- (a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance
 (b) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale
 (c) Titres émis dans le public ayant fait l'objet d'un visa de la COB

Sources : Euronext, Banque de France

En septembre, la plus importante émission d'actions a été effectuée par EDF International (plus de 4 milliards d'euros). Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris n'ont représenté qu'à peine 1 % de l'ensemble des opérations (4,2 % le mois précédent).

2.3. L'endettement sous forme de titres

L'endettement sur les marchés

Le rythme de croissance annuel des encours de titres émis par les sociétés non financières a diminué, en septembre, sous l'effet du ralentissement des émissions à court et à long termes. À l'inverse, la progression de l'endettement des administrations publiques s'est accrue, cette augmentation s'observant sur les deux catégories de titres.

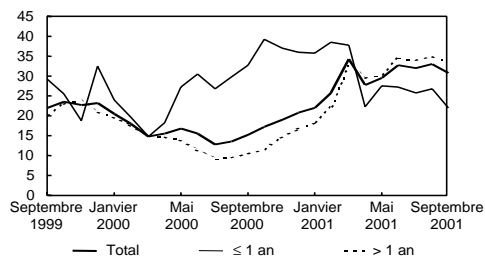
Endettement sur les marchés

	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Endettement sur les marchés	6,4	12,9	13,0
Administrations publiques	3,8	6,2	6,9
≤ 1 an	5,7	22,2	22,9
> 1 an	3,6	5,0	5,8
Sociétés non financières	15,1	32,8	30,7
≤ 1 an	32,8	26,8	22,1
> 1 an	10,5	34,7	33,4

	(en flux cumulés sur 12 mois, en milliards d'euros)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Endettement sur les marchés	52,5	111,3	112,3
Administrations publiques	23,6	40,2	44,9
≤ 1 an	2,4	10,0	10,1
> 1 an	21,2	30,2	34,8
Sociétés non financières	28,8	71,1	67,4
≤ 1 an	12,9	13,8	11,6
> 1 an	15,9	57,2	55,8

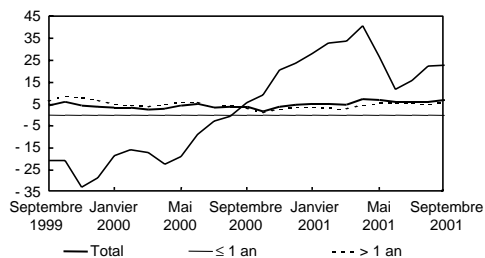
Endettement des sociétés non financières sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



Endettement des administrations publiques sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



Premiers éléments sur les émissions de titres de dette en octobre 2001

En octobre, le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur le marché parisien réglées au cours du mois, s'est établi à 14,3 milliards d'euros, représentant une hausse de 110 % par rapport au mois précédent. Compte tenu d'un montant de remboursements de 11,7 milliards d'euros effectués à hauteur de 52 % par les sociétés non financières, les émissions nettes sur la place de Paris se sont élevées à 2,6 milliards. Le cumul des émissions nettes sur douze mois, arrêté à fin octobre 2001, a atteint 24,9 milliards d'euros, contre 43,2 milliards en 2000.

Les certificats de dépôt ont continué de représenter une part prépondérante des émissions brutes de titres de créances négociables (78,1 % au cours du mois d'octobre). Compte tenu des tombées, les émissions nettes ont été négatives (-2,4 milliards d'euros). En

Obligations et titres de créances négociables

	<i>(en milliards d'euros)</i>						
	Émissions nettes			Émissions brutes		Encours à fin	
	Année 1999	Année 2000	12 mois glissants	Octobre 2001	12 mois glissants	Octobre 2001	Octobre 2001
Obligations	48,7	43,2	24,9	2,6	95,5	14,3	807,8
État	31,0	23,6	32,9	7,4	55,6	10,1	447,3
Administrations publiques (hors État)	2,3	- 0,5	1,9	0,4	2,6	0,4	27,9
Établissements de crédit et assimilés	- 6,6	- 1,3	- 11,9	- 0,2	20,6	2,7	201,5
Assurances	1,5	0,5	-	-	-	-	2,1
Sociétés non financières	20,5	21,0	2,0	- 5,0	16,7	1,1	128,9
Titres de créances négociables	42,5	30,2	43,7	- 2,4	4 107,1	365,9	512,9
BTF et BTAN (a)	- 8,9	9,0	10,5	-12,3	155,7	10,9	203,0
Certificats de dépôt négociables	35,4	- 3,7	24,4	8,8	3 038,7	285,9	166,9
BMTN	- 2,4	- 2,5	- 5,3	0,1	10,3	0,8	54,2
Billets de trésorerie	18,4	22,4	14,1	1,0	902,4	68,3	88,8

(a) Les émissions nettes et les encours ne tiennent pas compte des rachats effectués courant octobre 2001 (données non disponibles).

cumul sur douze mois, elles se sont élevées à 43,7 milliards d'euros, en augmentation de 44,7 % par rapport à celles de l'année 2000.

État

En octobre, les émissions brutes de l'État se sont établies à 10,1 milliards d'euros, contre 5,1 milliards en septembre. Elles ont représenté 70,6 % de l'ensemble de la collecte des résidents sur la place de Paris, et 55,4 % des encours obligataires du marché parisien en fin de période.

Émissions d'obligations d'État

Date de règlement	<i>(en millions d'euros)</i>		
	Août 2001	Septembre 2001	Octobre 2001
<i>OAT émises par voie d'adjudication</i>			
OAT 6,50 % Avril 2011			
Valeur nominale	2 112		
Prix d'émission	111,08		
Émission brute	2 346		
OAT 5 % Octobre 2011			
Valeur nominale		5 044	2 435
Prix d'émission		99,45	101,56
Émission brute		5 016	2 473
OATeI 3 % Juillet 2012			
Valeur nominale			6 500
Prix d'émission			100,17
Émission brute			6 511
OAT 5 % Octobre 2016			
Valeur nominale	903		
Prix d'émission	96,33		
Émission brute	870		
OAT 5,75 % Octobre 2032			
Valeur nominale			1 017
Prix d'émission			103,99
Émission brute			1 058
Total valeur nominale (a)	3 062	5 146	10 024

(a) Y compris les souscriptions ouvertes aux personnes physiques

Les fonds ont été levés sur trois lignes d'OAT : l'OAT 5 % octobre 2011, l'OAT 5,75 % octobre 2032 et une nouvelle ligne, l'OAT indexée sur l'indice des prix de la zone euro juillet 2012. Lors de l'adjudication du 4 octobre 2001, qui portait sur l'OAT 5 % octobre 2011 et sur l'OAT 5,75 % octobre 2032, le montant des soumissions compétitives s'est élevé à 2,9 milliards d'euros, auquel il faut ajouter 459 millions de soumissions non compétitives. Les taux de rendement actuariel sont ressortis à 4,80 % pour l'OAT à dix ans (5,07 % lors de l'adjudication du 6 septembre) et à 5,48 % pour l'OAT à 30 ans (5,80 % lors de l'adjudication du 5 juillet).

L'OATeI 3 % juillet 2012 a été abondée par voie de syndication pour un montant de 6,5 milliards d'euros ; le coupon annuel de 3 % sera indexé sur l'indice harmonisé des prix à la consommation, hors tabac, de la zone euro. L'État français est le premier État à émettre ce type d'emprunt qui, à terme, pourra être échangeable avec les OAT indexées sur l'inflation française.

Par ailleurs, l'Agence France Trésor a procédé au rachat d'obligations par voie d'adjudications à l'envers pour un montant de 2,5 milliards d'euros (dont près de 60 % sur des échéances à moins de 10 ans).

Au cours des dix premiers mois de l'année 2001, l'État a levé 49,1 milliards d'euros, soit 7,1 milliards de plus que prévu dans son programme indicatif d'émissions d'OAT pour l'année 2001 (42 milliards).

Entreprises financières

En octobre, les établissements de crédit ont eu recours au marché obligataire de la place de Paris pour un montant de 2,7 milliards d'euros. Un nouvel émetteur est apparu dans ce secteur, CIF Euromortgage (1 milliard d'euros en obligations foncières).

Sur les douze derniers mois, les emprunts des entreprises financières ont représenté 21,6 % de l'ensemble des émissions brutes de la place de Paris. Compte tenu des remboursements, le cumul sur un an des émissions nettes est resté négatif (- 11,9 milliards d'euros), confirmant la tendance au désengagement des entreprises financières résidentes du marché obligataire domestique amorcée depuis 1999.

Entreprises non financières

Le flux d'émissions obligataires des sociétés non financières, au cours du mois d'octobre 2001, s'est élevé à 1,1 milliard d'euros (300 millions au cours du mois précédent).

À la suite des remboursements effectués pendant la période, notamment, par France Télécom pour un montant de plus de 5 milliards d'euros, le cumul des émissions nettes du secteur des sociétés non financières sur les douze mois arrêtés à fin octobre 2001 est revenu à 2 milliards, en net repli par rapport à l'année 2000 (21 milliards).

2.4. La distribution des crédits

Les taux débiteurs

Au mois de septembre, le coût des crédits a poursuivi sa décline dans l'ensemble de la zone euro suite à la détente des taux des marchés monétaires et financiers. Il se situe, désormais, à des niveaux inférieurs à ceux relevés un an plus tôt.

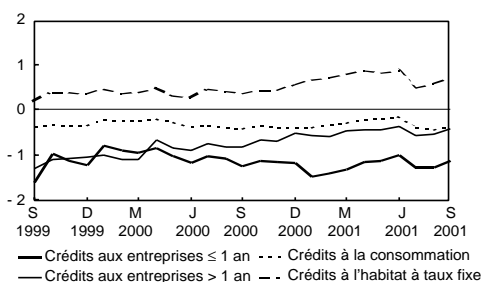
Taux débiteurs

	<i>(moyennes mensuelles en %)</i>		
	Septembre 2000	Juin 2001	Septembre 2001
Crédits à la consommation			
Zone euro	10,03	10,17	10,08
France	9,59	10,01	9,70
Crédits à l'habitat à taux fixe			
Zone euro	6,56	6,13	5,86
France	6,91	6,99	6,54
Crédits aux entreprises ≤ 1 an			
Zone euro	6,92	6,97	6,72
France	5,66	5,95	5,59
Crédits aux entreprises > 1 an			
Zone euro	6,44	6,25	6,07
France	5,61	5,88	5,63

Coût du crédit

Écarts France – zone euro

(en points)



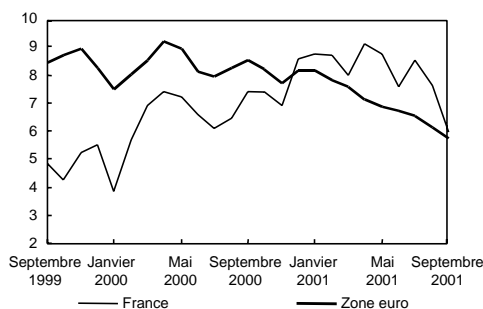
Sources : Banque de France, BCE

Les crédits par réseaux

En septembre, la croissance des crédits des IFM accordés aux résidents français a continué de se ralentir.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Crédits par réseaux

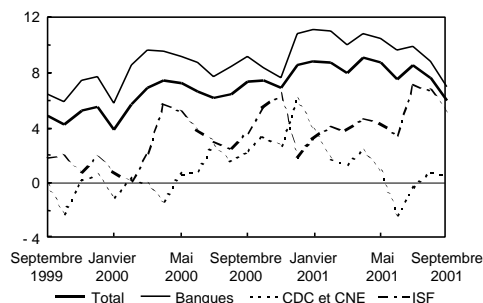
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Crédits des IFM	7,4	7,6	6,0
Banques	9,2	8,8	7,0
CDC et CNE	2,3	0,7	0,6
Établissements spécialisés	3,6	6,7	5,2

Ce recul a affecté tous les réseaux de distributions et, notamment, les banques.

Crédits par principaux réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)



Les crédits par emprunteurs

Le ralentissement observé en septembre a concerné aussi bien les crédits au *secteur privé* que ceux octroyés aux administrations publiques.

Crédits par agents et par objets

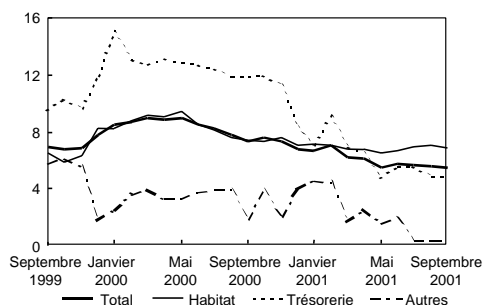
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Crédits des IFM	7,4	7,6	6,0
- aux administrations publiques	- 0,9	2,7	- 1,0
- au secteur privé	8,4	8,2	6,8
dont :			
Crédits des EC aux ménages	7,3	5,6	5,5
dont : trésorerie	11,9	4,9	4,9
habitat	7,4	7,0	6,9
Crédits des EC aux sociétés non financières	11,1	8,8	7,8
dont : trésorerie	18,2	12,4	9,8
Investissement	9,9	7,9	7,3

Il a touché l'ensemble des crédits accordés aux *sociétés non financières*, alors que les crédits consentis aux ménages sont restés quasiment stables.

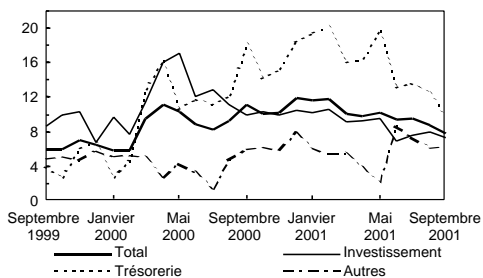
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



2.5. Les placements intermédiés

Les taux créditeurs

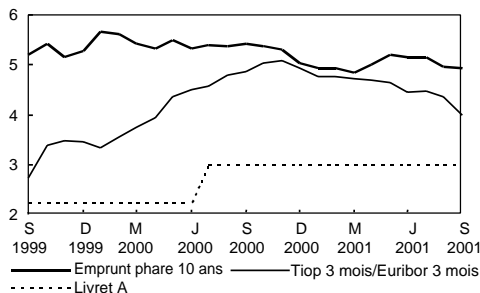
En septembre, les taux d'intérêt à court terme ont sensiblement diminué, suite à la baisse de 0,5 % des taux directeurs de la Banque centrale européenne intervenue le 18 septembre. Sur le marché financier, les taux d'intérêt à long terme sont restés quasiment stables.

Taux de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Euribor 3 mois	4,85	4,35	3,98
Emprunt phare 10 ans	5,42	4,95	4,94
Livret A	3,00	3,00	3,00

Taux de marché et taux réglementés

(en %)



Sources : Banque de France, BCE

Taux créditeurs

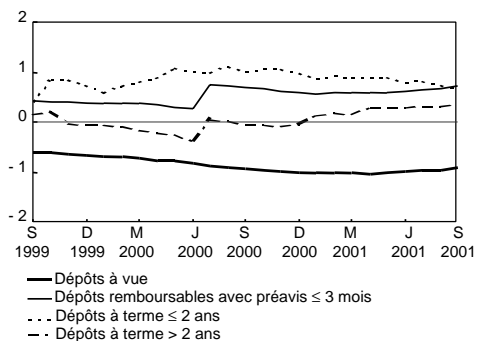
	(moyennes mensuelles en %)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Dépôts à vue			
Zone euro	0,94	0,96	0,91
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,38	2,41	2,36
France	3,08	3,08	3,08
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	3,83	3,59	3,31
France	4,85	4,35	3,98
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	4,77	4,15	3,99
France	4,72	4,46	4,33

Répercutant le mouvement général de baisse survenu au cours des derniers mois, les taux servis sur l'ensemble des dépôts ont diminué en France comme dans la zone euro.

Rémunération des dépôts

Écarts France – zone euro

(en points)



Sources : Banque de France, BCE

Les placements auprès des institutions financières monétaires

La croissance annuelle des *dépôts à vue* s'est redressée en septembre, principalement sous l'effet d'une reprise des dépôts à vue des *ménages*.

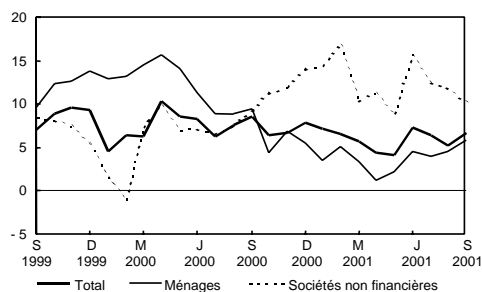
Au sein de la zone euro, cette tendance a été particulièrement marquée, le taux de croissance passant de 5,5 % à 9,1 % entre août et septembre. Il dépasse désormais sensiblement le rythme observé en France.

Dépôts à vue

	(taux de croissance annuel en %)		
	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Dépôts à vue	8,6	5,3	6,6
Ménages	9,5	4,6	5,9
Sociétés non financières	9,2	12,0	10,2
Autres	5,9	-22,1	-2,2

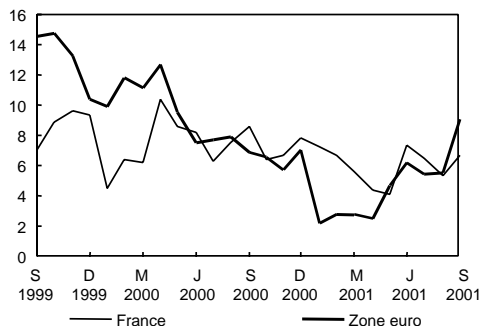
Dépôts à vue par agents

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts à vue

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Comptes sur livrets

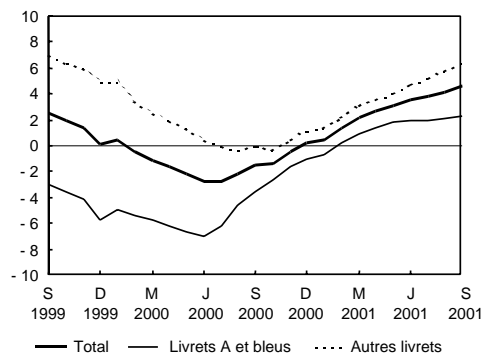
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Comptes sur livrets	- 1,5	4,2	4,6
Livrets A et bleus	- 3,5	2,0	2,3
Livrets soumis à l'impôt	- 8,4	5,9	7,5
Livrets d'épargne populaire	9,7	5,5	5,5
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	0,7	5,8	5,9

Les dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois ont poursuivi leur progression amorcée en juillet 2000. Tous les comptes sur livrets ont enregistré une augmentation de leur taux de croissance, à l'exception des livrets d'épargne populaire pour lesquels il est resté stable.

Comptes sur livrets

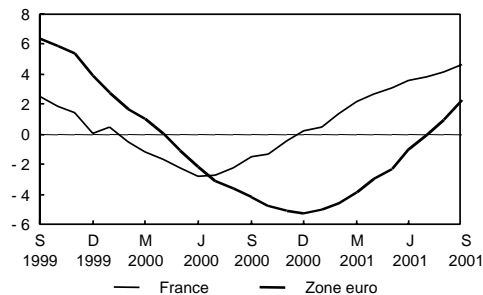
(taux de croissance annuel en %)



Dans la zone euro, la reprise de la croissance des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois s'est poursuivie (2,3 % en septembre, après 0,9 % en août).

Dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Placements rémunérés aux taux du marché monétaire

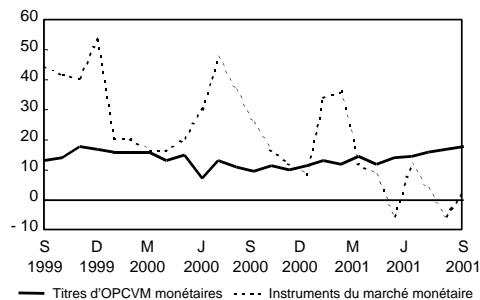
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Dépôts à terme ≤ 2 ans	37,7	33,4	31,0
Titres d'OPCVM monétaires	9,6	17,0	17,9
Certificats de dépôt	25,3	- 5,4	2,3
Pensions	- 9,5	19,2	19,2

Malgré un net recul des taux d'intérêt à court terme, la progression des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* est restée soutenue, particulièrement en ce qui concerne les ménages (54,0 %). *A contrario*, le rythme de croissance des dépôts à terme des entreprises s'est quelque peu ralenti, à 20,8 %, après 49,3 % en août.

Principaux placements en titres monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire

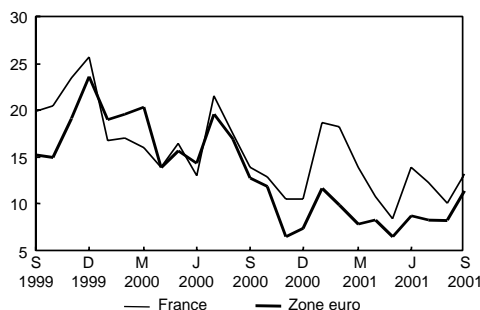
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Zone euro	12,7	8,3	11,5
France	13,9	10,1	13,2

La croissance annuelle des placements en titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire a été plus forte, tant en France que dans la zone euro.

Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net)

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France et BCE

Dépôts non monétaires

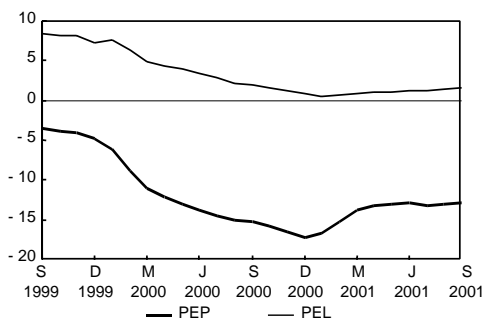
(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2000	Août 2001	Septembre 2001
Dépôts non monétaires	- 5,1	- 3,0	- 2,6
PEP bancaires	- 15,2	- 13,1	- 12,8
PEL	2,0	1,5	1,7

La contraction de l'encours des *dépôts non monétaires* s'est atténuée, après le point bas atteint en février 2001 : le taux de croissance des plans d'épargne-logement a légèrement progressé, celui des PEP bancaires a enregistré un moindre repli.

Principaux dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Les placements en OPCVM non monétaires

OPCVM actions

	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001
Encours (en milliards d'euros)	154,7	181,6	140,8
Souscriptions nettes (flux sur 12 mois/encours, en %)	16,2	23,4	9,7
Rendement annuel (en %)	52,0	- 4,5	- 34,8
Indice de référence			
CAC 40 (variation annuelle) (en %)	51,1	- 0,5	- 34,9

Sources : COB, Europeperformance

Depuis la fin décembre 2000, les encours de placements en titres d'OPCVM « actions » ont fortement diminué, sous l'effet de l'importante baisse des cours boursiers et du fléchissement des flux de souscriptions nettes.

OPCVM obligations

	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001
Encours (en milliards d'euros)	121,4	126,9	135,4
Souscriptions nettes (flux sur 12 mois/encours, en %)	- 15,9	- 3,9	- 4,4
Rendement annuel (en %)	1,2	4,3	7,0
Indice de référence CNO-ETRIX 5-7ans (variation annuelle)	- 3,0	7,1	10,1

Sources : COB, Europerformance

Les encours de placements en titres d'OPCVM obligataires ont augmenté, continuant de bénéficier d'effets de valorisation positifs, en dépit de la poursuite des rachats.

OPCVM diversifiés

	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001
Encours (en milliards d'euros)	161,4	197,6	178,7
Souscriptions nettes (flux sur 12 mois/encours, en %)	47,8	43,0	4,5
Rendement annuel (en %)	19,5	- 0,2	- 15,2
Indice de référence CAC 40 (variation annuelle)	51,1	- 0,5	- 34,9

Sources : COB, Europerformance

L'encours des OPCVM « diversifiés » a diminué, en raison des performances négatives et de la diminution des souscriptions nettes.

OPCVM garantis

	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001
Encours (en milliards d'euros)	33,5	33,9	35,4

Sources : COB, Europerformance

L'encours des titres d'OPCVM garantis a augmenté.

Répartition de l'encours de titres par catégories d'OPCVM

	<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1999	Décembre 2000	Septembre 2001
OPCVM			
Monétaires	27,29	27,29	32,78
Obligations	18,74	17,09	18,57
Actions	23,88	24,45	19,30
Diversifiés	24,92	26,61	24,50
Garantis	5,17	4,56	4,85
TOTAL	100,00	100,00	100,00

Source : COB

Par rapport à décembre 2000, la part des OPCVM actions et diversifiés dans le total des encours des OPCVM a fléchi au profit de celle des OPCVM monétaires.

Structure et évolution des PEA au troisième trimestre 2001

Selon les données communiquées par les établissements bancaires, la valeur des titres inscrits sur les plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait, à fin septembre 2001, à 79,2 milliards d'euros, en diminution de 16,9 % par rapport au trimestre précédent et de 23,3 % sur un an. Cette évolution est essentiellement liée à celle des cours boursiers. Les détenteurs ont procédé à des cessions nettes de titres pour environ 320 millions d'euros, tous types de valeurs confondus.

Composition, évolution et structure des PEA bancaires

(montants en millions d'euros, variations et structure en %)

	Montant		Variation	Structure	
	Juin 2001	Septembre 2001	Septembre 2001/ Juin 2001	Juin 2001	Septembre 2001
Actions	39 913	31 891	- 20,1	41,9	40,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	55 358	47 331	- 14,5	58,1	59,7
Total	95 271	79 212	- 16,9	100,0	100,0
Nombre de PEA	6 831 021	6 933 611	1,5		

L'enquête fait ressortir pour tous les établissements un renforcement de la position en actions, mais à l'inverse des cessions nettes de titres d'OPCVM pour des montants plus élevés. Le nombre de PEA a, néanmoins, progressé de plus de 100 000 unités au cours du troisième trimestre 2001. La valeur moyenne d'un PEA était de 11 424 euros à fin septembre 2001. Celle du compte-titres moyen était de 21 707 euros dans l'enquête-titres de juin 2001. Le montant unitaire moyen des PEA ouverts auprès des banques d'affaires ou des sociétés de bourse reste très supérieur à celui des autres dépositaires et comporte une part prépondérante d'actions. À l'inverse, les titres d'OPCVM sont majoritaires dans les PEA ouverts auprès des autres établissements, ce partage étant proche de l'équilibre chez les trois grandes banques.

NB : Les résultats détaillés de cette étude sont, d'ores et déjà, disponibles sur demande au 01 42 92 91 62 et seront, par ailleurs, mis sur le site Internet de la Banque de France lors de la parution du Bulletin de décembre 2001.

3. Les marchés de capitaux

3.1. Les marchés financiers internationaux en octobre 2001

Au cours du mois d'octobre, les évolutions les plus marquantes sur les marchés internationaux de capitaux ont été les suivantes : une baisse assez généralisée des taux d'intérêt, notamment de ceux à long terme ; un rebond des marchés boursiers ; une bonne tenue du dollar sur le marché des changes et des pressions sur certains marchés émergents.

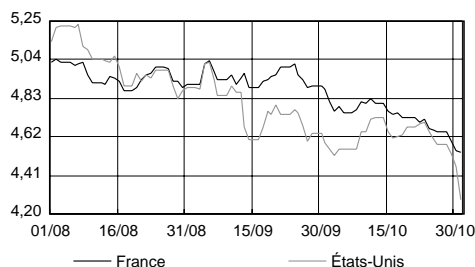
Les taux d'intérêt se sont nettement détendus, notamment ceux à long terme

La majorité des indicateurs économiques publiés en octobre ont traduit une décélération du rythme d'activité économique. Ce phénomène a touché les États-Unis, la zone euro et le Japon, même si les situations ne sont pas comparables dans les trois zones, les États-Unis ayant été les plus touchés par les conséquences des attentats du 11 septembre.

Dans ce contexte, aux États-Unis, le Système fédéral de réserve a abaissé son objectif de taux sur les fonds fédéraux (*Fed Funds*) de 50 points de base à 2,50 %, le 2 octobre, ce qui a entraîné une baisse des taux d'intérêt à court terme jusqu'au niveau de ceux à 2 ans. Concernant les taux d'intérêt à long terme, l'annonce par le Trésor américain de l'arrêt des adjudications de titres obligataires à 30 ans a entraîné une baisse de ces taux, ceux à 10 ans se repliant de 20 points de base et ceux à 30 ans de plus de 30 points de base en une journée.

Taux des obligations gouvernementales à 10 ans aux États-Unis et en France

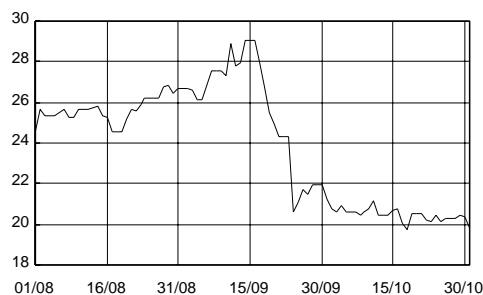
(en %)



Dans la zone euro, la diminution des pressions inflationnistes a également permis une forte décreue des taux obligataires. La poursuite de la baisse du prix du pétrole favorise, en effet, une réduction des anticipations de hausse des prix, comme le montre l'évolution des points morts d'inflation lus à travers les obligations indexées sur l'inflation émises par le Trésor français (cf. paragraphe 3.2).

Prix du pétrole (Brent)

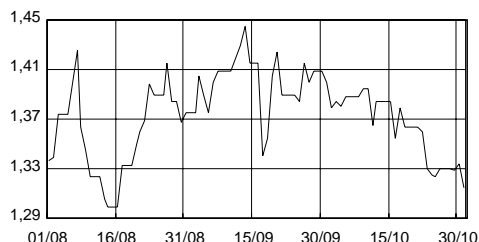
(en USD)



Au Japon, les taux d'intérêt à long terme se sont aussi détendus, interrompant la tendance des mois précédents de dégradation du marché obligataire. La publication d'indicateurs économiques confirmant la récession et la déflation incite, en effet, la plupart des investisseurs à anticiper une très longue période de politique de taux zéro de la part de la Banque du Japon. La baisse des taux d'intérêt à long terme a toutefois été limitée par la crainte d'une augmentation des déficits budgétaires, en liaison avec l'apurement des créances douteuses.

Taux d'intérêt à long terme japonais

(en %)

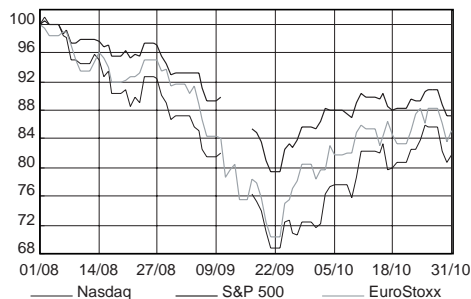


Les marchés boursiers ont rebondi, témoignant de l'optimisme des investisseurs quant aux perspectives économiques à plus long terme

La reprise des marchés boursiers s'est poursuivie dans tous les grands pays développés et a été particulièrement marquée sur les valeurs technologiques. Cependant, dans le même temps, de nombreuses entreprises annonçaient des baisses de leurs résultats ainsi que des révisions, dans le même sens, de leurs prévisions de résultats à court terme. Les rapports cours/bénéfices (*Price Earning Ratios*) ont donc eu tendance à augmenter, ce qui témoigne de l'optimisme des investisseurs quant aux perspectives de croissance économique et de profits à plus long terme. Cependant, dans ce contexte d'anticipations contrastées suivant l'horizon temporel retenu, la volatilité implicite sur les marchés boursiers est, en général, restée élevée, illustrant une incertitude significative des investisseurs.

Marchés boursiers

(base 100 : 1^{er} août 2001)



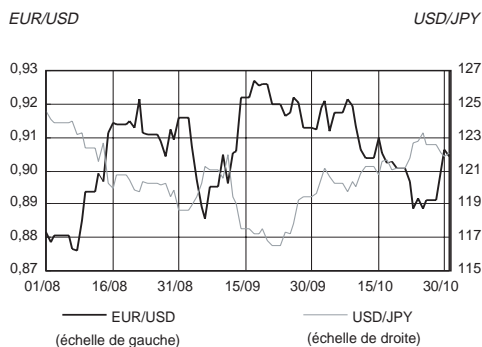
Les marchés de change ont surtout été marqués par la bonne tenue du dollar

Le dollar s'est bien comporté à la fois contre euro et contre yen. Le taux de change euro/yen est, en effet, resté très stable en octobre.

Le dollar a profité de la normalisation de la situation sur les marchés financiers après les attentats du 11 septembre. Ceci explique, notamment, sa progression contre le franc suisse, qui a perdu un peu de son statut de monnaie refuge. De plus, le dollar a été soutenu par la bonne performance des marchés boursiers, surtout du Nasdaq.

La livre sterling a connu des fluctuations relativement limitées contre l'euro. Les diverses prises de position sur les modalités de la décision d'entrée du Royaume-Uni dans la zone euro n'ont en effet pas eu d'impact durable sur la parité euro/livre sterling.

Taux de change euro/dollar et dollar/yen

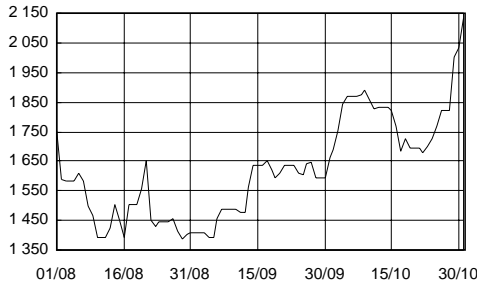


Les marchés argentins ont été soumis à des pressions significatives

En octobre, l'Argentine a de nouveau été sous pression, les marchés prévoyant de nouvelles difficultés de l'État et des entreprises pour faire face à la charge de la dette. Les anticipations de nouveaux plans de restructuration de cette dette ont augmenté, faisant craindre une dégradation de la cotation (*rating*) de l'Argentine. L'écart de taux entre les titres obligataires argentins libellés en dollar et les titres du Trésor américain s'est ainsi à nouveau élargi.

Les phénomènes de contagion sur d'autres pays émergents sont toutefois demeurés limités. Par exemple, les tensions observées sur le taux de change fixe de Hong-Kong n'ont été que très temporaires.

Indice synthétique de la dette argentine (indice JP Morgan)



3.2. Les marchés de la zone euro

Dans un contexte d'anticipations de baisse des taux et d'inquiétude sur les perspectives de croissance dans la zone euro, trois éléments caractérisent l'évolution des marchés au mois d'octobre :

- les rendements des marchés obligataires se sont détendus nettement pour s'établir à des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis deux ans ;
- les primes de risque sur les titres privés, qui s'étaient fortement élargies à la suite des événements du 11 septembre, ont diminué, témoignant du recul relatif des comportements d'aversion au risque de la part des investisseurs ;
- les marchés boursiers se sont appréciés, dans le sillage des marchés américains et des valeurs des secteurs de la nouvelle économie, bénéficiant d'un rebond technique, à la suite du mouvement de repli enregistré en septembre.

Les rendements à court terme se sont détendus, témoignant d'un renforcement des anticipations de baisse des taux

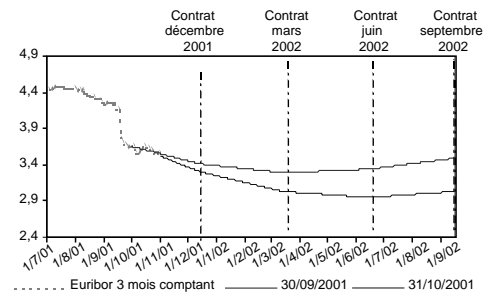
Les taux d'intérêt à court terme se sont globalement détendus (de 10 à 30 points de base) dans un contexte marqué par un renforcement des anticipations de baisse

des taux de l'Eurosystème. Le taux implicite du contrat Euribor échéance mars 2002 s'établissait ainsi, à fin octobre à 3,03 %, soit quelque 25 points de base en deçà de son niveau du mois précédent. Au regard des taux implicites des contrats d'échanges à terme (*futures*), les investisseurs anticipaient donc, fin octobre, une baisse des taux directeurs de la BCE de 75 points de base, en trois mouvements de 25 points de base d'ici à mars 2002. Mais le maintien à un niveau relativement élevé de la volatilité implicite au mois d'octobre (19 %, contre 14 % sur les six derniers mois) témoignait de l'incertitude des intervenants sur le calendrier de ces baisses éventuelles.

L'appréciation de l'Eonia, qui s'est établi en moyenne à 3,98 % en octobre, soit 23 points de base au dessus du taux minimal de refinancement de l'Eurosystème, à la suite de soumissions insuffisantes des banques du système bancaire lors de l'appel d'offres du 10 octobre¹, n'a ainsi eu qu'un impact marginal sur les taux anticipés du marché monétaire à terme.

Taux implicites des contrats Euribor

(en %)



¹ En cas de soumissions insuffisantes, la liquidité allouée par la BCE couvre la totalité de la demande des banques, mais est globalement inférieure au montant nécessaire pour assurer à l'horizon d'une semaine l'équilibre des besoins. Il s'ensuit l'accumulation d'un déficit dans la constitution des réserves obligatoires et une « tension réactionnelle » du taux d'intérêt au jour le jour.

Opérations du marché monétaire
traitées sur la Place de Paris
Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

	Octobre 2001		Moyenne année 2001	
	Volume (en milliards d'euros)	Part (en %)	Volume (en milliards d'euros)	Part (en %)
OAT	476,27	62,9	372,36	62,40
Pensions à taux fixe	175,12	23,1	138,38	23,14
Pensions à taux variable	301,15	39,8	233,98	29,26
BTAN	220,77	29,2	169,17	28,71
Pensions à taux fixe	74,59	9,9	57,21	9,63
Pensions à taux variable	146,18	19,3	111,86	19,06
BTF	59,55	7,9	51,55	8,80
Pensions à taux fixe	10,65	1,4	8,19	1,45
Pensions à taux variable	48,90	6,5	43,36	7,35
TOTAL	756,59	100,0	593,28	100,00
Pensions à taux fixe	260,36	34,4	203,87	34,25
Pensions à taux variable	496,23	65,5	386,61	65,75

Évolution des taux des BTF et des BTAN

Échéance	28		31		Variation (en points de base)
	septembre		octobre		
1 mois	3,64	3,57	3,57	3,57	- 7
3 mois	3,50	3,41	3,41	3,41	- 9
6 mois	3,41	3,26	3,26	3,26	- 14
12 mois	3,34	3,11	3,11	3,11	- 23
2 ans	3,59	3,22	3,22	3,22	- 37
5 ans	4,13	3,79	3,79	3,79	- 34

Émission de titres de créances négociables

	(en milliards d'euros)		
	Émissions en octobre 2001		Encours à fin octobre 2001
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	355,0	10,0	309,9
Certificats de dépôt négociables	285,9	8,9	166,9
BMTN	0,8	0,1	54,2
Billets de trésorerie	68,3	1,0	88,8

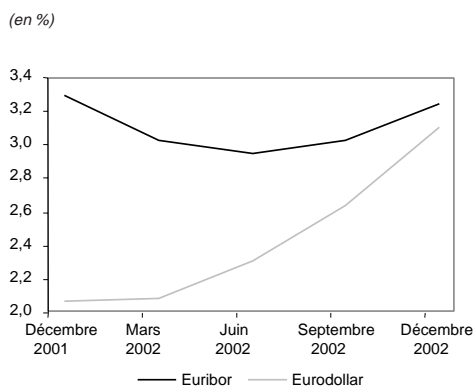
Taux de rendement à l'émission des BT

	(en pourcentage)			
	1 ^{er} au 5 octobre	6 au 12 octobre	13 au 19 octobre	20 au 26 octobre
Billets à 1 jour	3,93	4,01	4,24	4,37
Billets à 10 jours	—	4,15	—	3,88
Billets à 30 jours	3,87	3,84	3,93	3,91
Billets à 90 jours	3,86	3,82	3,85	3,81
Billets à 180 jours	3,70	3,67	3,67	3,68

Taux de rendement à l'émission des CDN

	(en pourcentage)			
	1 ^{er} au 5 octobre	6 au 12 octobre	13 au 19 octobre	20 au 26 octobre
Certificats à 1 jour	3,85	3,92	4,16	4,53
Certificats à 10 jours	3,78	3,76	3,82	3,72
Certificats à 30 jours	3,72	3,73	3,82	3,77
Certificats à 90 jours	3,72	3,69	3,76	3,69
Certificats à 180 jours	3,58	3,54	3,57	3,54

Taux implicite des contrats Euribor et Eurodollar



Au regard de la comparaison des profils de courbe des taux implicites des contrats *futures* à 3 mois de part et d'autre de l'Atlantique, il apparaît que les investisseurs anticipaient en fin de mois :

- une détente monétaire plus marquée aux États-Unis qu'en Europe, les taux américains s'inscrivant à leur plus bas niveau, à 2 %, soit 100 points de base en dessous des taux européens ;
- un décalage d'un trimestre dans l'évolution de la politique monétaire, la fin du mouvement de baisse des taux étant prévue à l'horizon de juin 2002 en Europe, contre mars 2002 aux États-Unis ;
- un retour des taux américains à un niveau proche des taux de la zone euro vers la fin de l'année 2002.

Spreads billets de trésorerie – swaps au cours des trois derniers mois
Moyenne mensuelle

Sur quatre populations : émetteurs notés A1/P1/F1, A2/P2/F2, non notés, véhicules (a)

	(en points de base)			
	A1/P1 /F1	A2/P2 /F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Août 2001	4	12	13	4
Septembre 2001	8	22	14	13
Octobre 2001	5	13	12	4
3 mois				
Août 2001	10	18	23	20
Septembre 2001	11	26	17	14
Octobre 2001	12	28	31	15

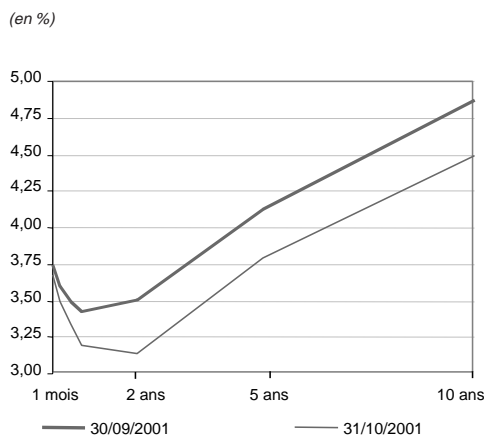
(a) Véhicules chargés du refinancement, par billets de trésorerie, de structures de titrisation

Le mois d'octobre s'est également caractérisé par un certain apaisement des tensions sur les titres du secteur privé, après les troubles engendrés par les événements du 11 septembre. Ce phénomène s'est traduit par un retour des conditions d'émission des billets de trésorerie à 1 mois à des niveaux proches de ceux du mois d'août.

Nette détente des taux d'intérêt à long terme, dans un contexte de ralentissement économique marqué

L'ensemble de la courbe des taux d'intérêt à moyen et long termes européens — échéances de 2 à 10 ans — a enregistré un repli de quelque 40 points de base en octobre. En France, la pente de la courbe de taux est ainsi restée inchangée par rapport au mois précédent, l'écart entre les taux à 2 et 10 ans s'établissant à 135 points de base.

Courbe des taux d'intérêt en France



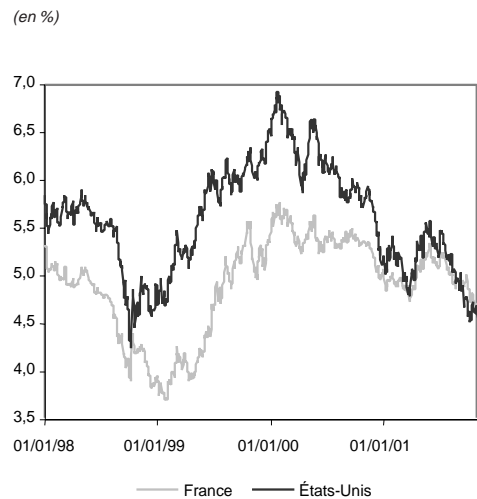
La détente des taux à moyen et long termes témoigne de la transmission à l'ensemble de la courbe du renforcement des anticipations de baisse de taux directeurs européens, dans un contexte caractérisé par la révision à la baisse des perspectives de croissance au sein de la zone euro et l'apaisement des tensions inflationnistes. Ces évolutions sont conformes à l'évolution de l'OAT indexée sur l'inflation dont le rendement, représentatif des taux d'intérêt réels à 10 ans,

s'est replié de 15 points de base, à 3,25 %, reflétant la révision à la baisse des anticipations de croissance. Le point mort d'inflation, tiré du différentiel de taux entre ces titres et les OAT à 10 ans, a enregistré un recul de 23 points de base, s'établissant à 1,24 %, son plus bas niveau depuis avril 1999. La baisse du point mort d'inflation laisse penser que le diagnostic des autorités monétaires — sur le retour de l'inflation de la zone euro à moins de 2 %, en glissement annuel, à partir du second semestre 2002 — serait largement partagé par les intervenants de marché.

La détente des taux français a, en outre, pu être alimentée par l'annonce de France Trésor d'un programme de rachat de 12,5 milliards d'euros de titres sur la partie longue de la courbe, accompagné d'un programme de contrats d'échange (*swaps*) à hauteur de 120 milliards d'euros, dans un objectif de réduction de la durée de la dette française.

Le repli des taux d'intérêt à long terme sur le mois d'octobre a été beaucoup plus marqué en Europe qu'aux États-Unis (– 14 points de base pour les titres d'État à 10 ans), dont les rendements avaient, certes, beaucoup diminué lors des mois précédents. L'écart entre les taux des emprunts phares à 10 ans français et américains, qui s'était creusé en septembre (29 points de base), est ainsi revenu à 5 points de base. Les rendements des titres d'État français et américains se sont ainsi établis en fin de mois à, respectivement, 4,49 % et 4,44 %.

Taux d'intérêt à 10 ans en France et aux États-Unis



Comme sur les billets de trésorerie, les primes de signature se sont significativement repliées, en octobre, sur les titres obligataires privés, l'aversion au risque des investisseurs devenant moins forte. Ce mouvement touche, principalement, les titres qui avaient le plus souffert du phénomène de recherche des actifs les moins risqués, à la suite du 11 septembre. Les titres notés BBB et ceux du secteur des télécommunications enregistrent ainsi un rétrécissement des écarts de taux de, respectivement, 12 et 20 points de base, tandis que les titres notés AAA enregistrent un mouvement moins sensible (-2 points de base). Les primes payées par les entreprises du secteur des télécommunications ont pu bénéficier en outre de nouvelles favorables, telles que l'annonce de révision des modalités d'acquiescement des licences UMTS ou la meilleure orientation boursière qui laisse entrevoir des perspectives de désendettement plus favorables — par exemple par cession d'actifs non stratégiques en bourse à des conditions favorables.

Primes de signature

Émetteur	28/09/01	31/10/01	Variation	
			En points de base	en %
AAA	13	11	-2	-15
AA	27	26	-1	-5
A	96	87	-9	-9
BBB	228	215	-12	-5
Télécom	215	194	-20	-10

Sources : Indices sectoriels Morgan Stanley d'échéances 5 et 7 ans

Rebond technique sur les marchés boursiers, en dépit de la dégradation des perspectives conjoncturelles dans les pays occidentaux

Dans le sillage des marchés américains, les bourses européennes ont progressé nettement en octobre, revenant à des niveaux comparables à ceux qui ont précédé les événements du 11 septembre. S'agissant de la place de Paris, l'indice CAC 40 s'est établi à fin octobre à 4 341 points, en hausse de 6,43 % sur le mois

Première émission d'OAT indexée sur l'indice des prix à la consommation de la zone euro Un indicateur des anticipations d'inflation de la zone euro

L'Agence France Trésor a lancé, le 25 octobre 2001, le premier emprunt indexé sur l'inflation européenne : OATeI 3 % Juillet 2012.

Cette première émission d'OATeI a connu un franc succès : la demande s'est élevée à 9,4 milliards d'euros et le montant émis a atteint 6,5 milliards d'euros. Les non-résidents ont été très présents avec une part des souscriptions hors France supérieure à 70 %. Le succès de cette émission laisse augurer une redynamisation du segment des obligations indexées, à l'appui d'un gisement global atteignant désormais 15 milliards d'euros sur l'échéance à 10 ans.

À l'instar de l'OATi, l'OATeI est une obligation à taux réel fixe, dont le principal et le coupon sont protégés contre l'inflation grâce à une indexation sur une référence quotidienne, calculée en fonction de l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro, hors tabac, publié tous les mois par Eurostat. L'OATeI bénéficie également d'une garantie de remboursement au pair.

De par ses caractéristiques, la gamme des obligations indexées présente un intérêt certain pour de nombreux investisseurs désireux de se couvrir contre l'inflation de la zone euro tout en offrant un placement exposé à une moindre volatilité des cours.

Lors de l'émission, le taux réel de l'OATeI est ressorti à 2,98 %, soit un niveau inférieur de 30 points de base au taux réel de l'OATi 2009. Le point mort d'inflation, égal à la différence entre les rendements nominaux et les rendements réels, s'est ainsi élevé à 1,70 % pour la zone euro, contre 1,40 % pour la France. L'écart d'inflation anticipé à 10 ans, entre la France et la zone euro¹, s'élève, approximativement, à 0,3 % l'an en faveur de la France, alors que le différentiel actuel est de l'ordre de 0,9 % l'an. Le marché anticipe, de fait, une réduction sensible de l'écart entre l'inflation française et celle de la zone euro sur l'horizon du moyen terme.

¹ La détermination du taux réel d'une obligation indexée (OATi ou OATeI) selon l'équation de Fisher réserve un rôle prépondérant à l'anticipation de l'inflation sur la durée de vie de l'obligation. Elle montre également que l'écart entre les taux réels de l'OATi et de l'OATeI est principalement fonction du différentiel d'inflation anticipée entre la France et la zone euro à moyen terme.

et de 19 % par rapport au plus bas niveau du mois de septembre (3 653 points au 21 septembre 2001).

Le niveau toujours très élevé de la volatilité implicite (34 % en octobre, contre 29 % en moyenne sur les six derniers mois pour l'indice CAC 40) témoigne de la relative fragilité de ce mouvement, qui résulte d'un rebond technique, et de la détente des anticipations des investisseurs, dans un contexte caractérisé par la dégradation des perspectives économiques de part et d'autre de l'Atlantique.

Les investisseurs ont souhaité, en effet, profiter du rachat à bon compte de valeurs qui avaient atteint des prix considérés comme étant particulièrement intéressants, à la suite du repli marqué des cours au mois de septembre. Cette opportunité a probablement favorisé les placements en bourse par les investisseurs institutionnels, alors même que leur taux de liquidité était plus élevé que les mois précédents¹.

Indices boursiers

Du 10 septembre au 31 octobre 2001

(en pourcentage)

Indices larges	Variation/ 10 septembre	Variation/ 30 septembre
CAC 40	- 0,97	6,43
DAX	- 2,38	5,83
Eurostoxx	1,10	5,52
FTSE	0,12	2,78
Dow Jones	- 5,52	2,89
Indices technologiques		
ITCAC	7,94	18,79
Nasdaq	- 0,31	13,61

Si l'ensemble des secteurs ont bénéficié de ce rebond boursier, certains ont enregistré des évolutions plus marquées. Les valeurs des secteurs de la nouvelle économie — technologie, media et télécommunications — qui ont gagné près de 8 % par rapport au 10 septembre (ITCAC), ont tiré profit d'une série de bonnes nouvelles :

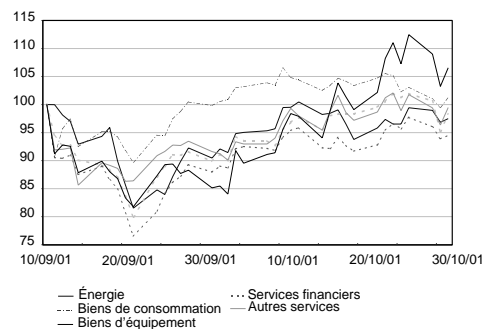
- aux États-Unis, la fin du procès de Microsoft en des termes favorables pour l'entreprise ;

- en France : l'annonce de la mise sur le marché de nouvelles licences UMTS à l'automne 2002 et de la révision à la baisse de leur coût.

En outre, les actions menées à bien par des opérateurs pour réduire leur niveau d'endettement ont contribué à rassurer les investisseurs.

Indices sectoriels du SBF 250

(base 100 : 10 septembre 2001)



Globalement, le courant acheteur dominant n'a donc pas cédé à la publication d'indicateurs conjoncturels défavorables. Cette relative confiance a tout d'abord bénéficié aux marchés américains, qui semblent miser sur une reprise de la croissance dès le deuxième semestre 2002, suite aux effets des politiques de relance monétaire et budgétaire. En fin de mois, les annonces sur résultats ont rassuré les investisseurs, en confortant l'idée d'une reprise rapide.

¹ Le taux de liquidité des investisseurs institutionnels et, notamment, des fonds de gestion, dépend du produit des cessions non encore réinvesties et des souscriptions nouvelles, dont une part est régie par des systèmes de prélèvements automatiques périodiques, par exemple en début de trimestre.

**Accord de rachat par Euronext
du London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE),
deuxième marché des produits dérivés en Europe**

Le 29 octobre 2001, Euronext a conclu un accord en vue du rachat du marché londonien de produits dérivés. Les actionnaires du LIFFE, représentés à son Conseil d'administration, avaient décidé en septembre une mise en vente de leur société. Euronext, la Deutsche Börse et le London stock exchange (LSE) s'étaient alors portés acquéreurs.

Caractéristiques de l'opération

Le 29 octobre, le Conseil d'administration du LIFFE a recommandé, à l'unanimité, l'offre de reprise présentée par Euronext. La bourse paneuropéenne a offert 18,25 livres sterling par action en cash, montant à rapprocher de l'offre minimale fixée par le LIFFE à 16 livres sterling par action. Ainsi, le LIFFE est valorisé à 555 millions de livres sterling (892 millions d'euros).

Euronext a reçu, dès l'annonce de l'accord, des engagements irrévocables d'apport de titres par des actionnaires détenant 43 % du capital social émis du LIFFE (soit 51 % sur une base diluée). Euronext devra toutefois attendre d'avoir 75 % des titres pour que l'opération soit définitive.

La proposition d'Euronext correspond à une prime de 112 % par rapport au cours moyen de l'action avant l'annonce du projet de mise en vente (8,6 livres sterling au 27 septembre) et à une prime de 21 % par rapport au cours du 26 octobre, dernier jour ouvré avant l'annonce de rachat par Euronext.

La complémentarité d'Euronext et du LIFFE permettra la création d'un acteur de premier plan sur le marché des produits dérivés

La société issue, en 2000, de la fusion des bourses française, belge et néerlandaise, en élargissant les segments des marchés traités, confirme le rôle moteur qu'elle joue ainsi dans le processus de restructuration des marchés financiers européens. Ce rachat vise également à développer un portefeuille de clients plus large, avec l'ouverture sur le marché mondial des dérivés et, notamment, l'accès au marché américain au travers de la coentreprise entre le LIFFE et le Nasdaq.

Les activités de dérivés d'Euronext seront placées sous l'égide du LIFFE, qui restera basé à Londres, et seront traitées sur la plate-forme LIFFE CONNECT, système installé en 1998, qui permet la connexion de 15 000 opérateurs dans 25 pays.

Outre la création de synergies en matière technologique, ce rapprochement permettra de tirer parti de la complémentarité de chacune des deux sociétés, notamment en termes d'offre de produits. Ainsi, alors que le LIFFE, qui constitue le deuxième marché européen de produits dérivés, est leader sur les contrats de taux à court terme — comme l'EURIBOR —, Euronext a, pour sa part, développé une position forte sur les contrats sur actions et options.

Le cycle financier : facteurs amplificateurs et réponses envisageables par les autorités monétaires et financières

Selon la théorie économique, étayée par l'observation des faits, il existe un cycle financier relatif à l'évolution du crédit ainsi qu'à celle du prix des actifs financiers. Ce cycle peut être lié mais ne se confond pas avec le cycle réel de l'activité économique.

Au cours des deux dernières décennies, dans un contexte de réduction de l'inflation permise, notamment, par l'action des banques centrales, les principales économies développées ont enregistré des cycles d'activité moins marqués. Pour autant, l'ampleur des cycles financiers ne s'est pas atténuée et paraît même, à certains égards, s'être accrue. L'impact de cette relative instabilité financière sur la croissance économique constitue un risque potentiel, qui ne doit pas être sous-estimé.

L'évolution récente des cycles financiers est caractérisée par un rôle croissant des facteurs financiers dans la dynamique des cycles d'activité, des distorsions dans les prix d'actifs financiers sur les marchés mondiaux, un renforcement des interactions entre crédit, liquidité et prix d'actifs, une tendance à l'augmentation de la volatilité sur certains marchés de capitaux et une intensification des phénomènes de contagion financière entre pays comme entre segments de marché.

Une combinaison de facteurs d'ordre structurel, comportemental et réglementaire est à l'origine de cette évolution. S'agissant du prix des actifs financiers, l'analyse fait apparaître que le comportement des acteurs sur les marchés financiers s'est modifié, du fait, notamment, de l'importance accrue de stratégies à court terme (« court-termisme ») et des comportements moutonniers, de l'impact du succès de la gestion indicielle et des conséquences de l'homogénéité croissante des techniques de gestion des risques dans les institutions financières. En ce qui concerne le cycle du crédit, on constate que plusieurs éléments pourraient concourir à accentuer le comportement traditionnellement procyclique des banques, notamment la modification de l'attitude de leurs actionnaires en termes d'exigence de rentabilité ainsi que certaines pratiques comptables, en particulier en matière de provisionnement.

Les autorités monétaires et financières sont concernées à maints égards par ces phénomènes d'amplification relative du cycle financier qui ont des répercussions potentielles sur la situation macroéconomique et sur la stabilité financière. Elles doivent s'interroger non seulement sur les facteurs qui sont à l'origine de ces évolutions mais aussi sur les actions envisageables pour infléchir ceux qui relèvent de leur sphère de responsabilité. Il convient néanmoins qu'elles restent extrêmement attentives à ne pas interférer avec le fonctionnement des marchés — du crédit ou des actifs financiers — pour éviter les conséquences dommageables de telles interférences.

Parmi les pistes de réflexion qui méritent d'être considérées figurent, à titre d'exemple, la poursuite de l'amélioration de la transparence globale, le rétablissement d'un degré approprié de diversité des comportements sur les marchés financiers, la mise en place par les banques d'un provisionnement dynamique et la réfutation de la proposition de généralisation de la comptabilisation à la juste valeur à l'ensemble du bilan bancaire (full fair value). Ces orientations viendraient utilement compléter le rôle stabilisateur de la politique monétaire, condition nécessaire, mais non suffisante, d'un bon déroulement des cycles financiers et réels.

D'une manière plus générale, il importe d'examiner attentivement chacun des grands domaines de l'activité économique et financière avec le souci de vérifier si les règles prudentielles, les codes de bonne conduite et de bonnes pratiques, les procédures comptables, etc. conduisent bien à minimiser et non à amplifier les distorsions de prix et à empêcher qu'une volatilité excessive ne contribue à l'instabilité financière.

Cet article synthétise les conclusions des travaux menés dans le cadre d'un groupe de travail interne à la Banque de France, animé par Michel Cardona et composé par les rédacteurs des articles repris dans le présent Bulletin de la Banque de France, ainsi que par Laurent Clerc, Alain Duchateau et François-Louis Michaud.

*Direction générale des Études et des Relations internationales
Direction générale des Opérations
Secrétariat général de la Commission bancaire*

Depuis la fin des années quatre-vingt, on a pu observer dans les pays industrialisés une nette réduction de l'inflation mesurée par les prix à la consommation ainsi qu'une tendance à l'atténuation ou à l'allongement des cycles d'activité réelle¹. Par contraste, on relève la persistance d'un cycle financier marqué, constituant un risque potentiel pour la croissance économique.

L'instabilité économique a ainsi eu tendance à se déplacer des grandeurs (exprimées en termes nominaux ou réels) de la sphère de la production vers celles de la sphère des actifs réels et surtout financiers. Or, cette instabilité financière caractérisée, notamment, par une succession de formations et d'éclatements de bulles spéculatives sur les marchés d'actifs financiers ou immobiliers, n'est pas sans risque pour l'activité économique, comme le montre l'exemple du Japon depuis dix ans. Dans ce pays, l'éclatement au début de la décennie quatre-vingt-dix d'une importante bulle sur les prix immobiliers et boursiers a durablement pénalisé la croissance économique faute d'un assainissement en profondeur de la situation de surendettement qui avait précédé la crise. Dans d'autres pays, notamment dans les pays scandinaves et aux États-Unis, les conséquences économiques et financières de l'éclatement de bulles immobilières, au début des années quatre-vingt-dix, ont été également sensibles quoique moins persistantes. À partir du milieu des années quatre-vingt-dix, les répercussions de la formation d'une bulle boursière aux États-Unis ont certes été longtemps reportées, dans un contexte d'accroissement des déséquilibres macro-financiers. Toutefois, les conséquences économiques et financières du dégonflement de cette bulle, entamé à partir du printemps 2000, sont désormais de plus en plus sensibles.

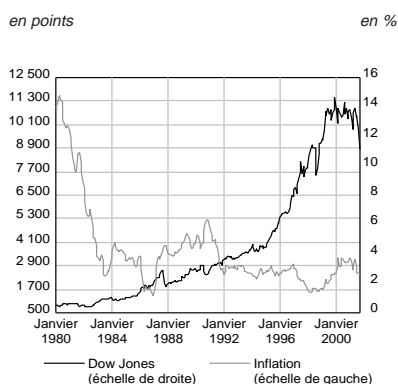
1. Évolution récente du cycle financier

Comment caractériser l'évolution récente du cycle financier ? D'une façon générale, on peut définir le cycle financier comme les écarts substantiels et durables enregistrés par les variables financières (prix d'actifs financiers et nouveaux crédits distribués) autour de leur tendance d'équilibre de long terme. Il existe ainsi une cyclicité financière normale, qui reflète les relations naturelles entre les phases du cycle réel et les variables financières. Mais ces relations ont eu tendance depuis la fin des années quatre-vingt à évoluer. Les variations enregistrées par les grandeurs financières sont restées en général aussi marquées qu'elles l'étaient auparavant voire, dans certains cas, se sont amplifiées, alors que les fluctuations des prix des biens et services tendaient à s'atténuer, dans les pays développés notamment².

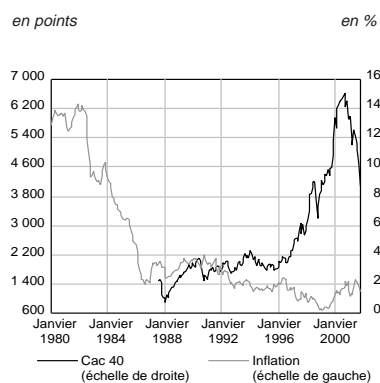
¹ T. Dalsgaard, J. Elmeskov et C.-Y. Park : « *Ongoing changes in the business cycle – Evidence and causes* », OCDE, septembre 2001

² C. Borio et P. Lowe : « *Asset prices, financial and monetary stability : exploring the nexus* », BIS, mimeo, octobre 2001

Évolution de l'inflation et de la bourse États-Unis



France



Cinq traits majeurs caractérisent l'évolution récente du cycle financier.

1.1. Rôle croissant des facteurs financiers dans la dynamique des cycles réels

Les cycles économiques ont eu tendance à s'atténuer ou à s'allonger au cours de ces dernières années ; le rôle des facteurs financiers dans les fluctuations cycliques de l'activité s'est dans le même temps accru ³.

Il existe traditionnellement une synchronisation entre cycle d'activité et cycle du crédit (particulièrement nette aux États-Unis, un peu moins en Europe). La très forte progression du crédit lors des phases ascendantes du cycle ainsi que son retournement brutal lors des phases de contraction alimentent et amplifient les fluctuations de l'activité. Néanmoins, on constate que progressivement cette synchronisation s'est quelque peu altérée. D'une part, on note l'accentuation d'une relative asymétrie dans les cycles de crédit ; ainsi, les retournements à la baisse de l'activité et du crédit sont généralement simultanés, alors que la reprise du cycle de crédit apparaît postérieure à celle de l'activité. Le redressement graduel de la profitabilité des entreprises ainsi que le démarrage progressif de l'offre de crédit bancaire à l'issue d'une phase de contraction de l'activité sont à l'origine d'un tel retard. D'autre part, le cycle du crédit est devenu plus marqué que celui de l'activité.

De tels mécanismes reflètent le rôle croissant des facteurs financiers, en particulier ceux associés au canal large du crédit, dans la propagation des cycles d'activité. En effet, le redressement graduel de la situation financière des entreprises et des ménages à l'issue d'une récession leur permet d'obtenir plus facilement un financement externe, lequel devient proportionnellement moins coûteux à mesure que leur richesse nette s'accroît. Un tel phénomène peut être accentué, notamment, si les prix d'actifs (cours

³ Pour une revue de la littérature sur le cycle de crédit, cf. L. Clerc : « Le cycle de crédit, une revue de la littérature : intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, octobre 2001

boursiers, prix de l'immobilier), qui jouent un rôle grandissant, participent de cet enrichissement des agents. En effet, une hausse des prix d'actifs augmente la valeur des garanties hypothécaires, ce qui améliore la solvabilité des emprunteurs et favorise *in fine* l'essor du crédit. À l'inverse, la dégradation de la solvabilité ou de la richesse nette des agents, accentuée par le retournement généralement plus précoce des prix d'actifs, est peut-être à l'origine d'une forte contraction des crédits, jouant un rôle d'accélérateur du retournement de l'activité (cf. graphiques ci-après).

Cycles du crédit en volume et PIB

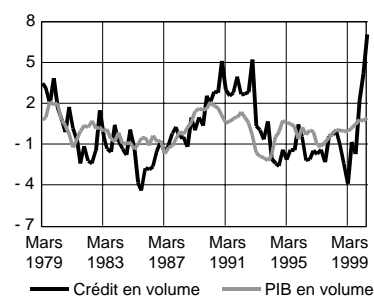
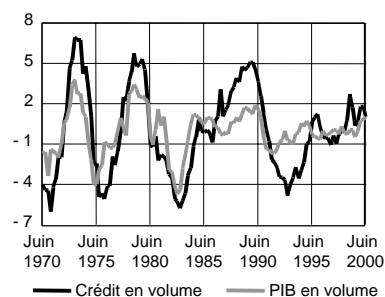
(écart en % par rapport à la tendance)

États-Unis

France

(en %)

(en %)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI et calculs Banque de France

La fin des années quatre-vingt-dix illustre un tel mécanisme. Les États-Unis tout d'abord, puis la plupart des pays industrialisés, ont connu une phase de croissance rapide et durable alimentée, notamment, par une forte progression de l'investissement. Ces années ont ainsi été caractérisées par une atténuation progressive des fluctuations cycliques de l'activité. Les facteurs financiers ont joué un rôle particulièrement important dans l'alimentation de cette phase d'expansion singulière. En effet, la hausse de l'endettement des ménages ne s'est pas traduite par la dégradation de leur richesse nette ou de leur solvabilité, car ces derniers ont bénéficié d'une progression encore plus marquée des cours boursiers puis des prix de l'immobilier, contribuant ainsi à maintenir, sinon à accroître, leur dépenses de consommation. Ainsi, la forte baisse du taux d'épargne des ménages américains au cours de cette décennie témoigne de la présence de tels effets de richesse. Ces développements boursiers, « exubérance irrationnelle » à partir du milieu des années quatre-vingt-dix puis retournement des prix d'actifs financiers après le printemps 2000, soulèvent de nombreuses interrogations en termes de stabilité financière.

1.2. Apparition d'importantes distorsions des prix d'actifs financiers

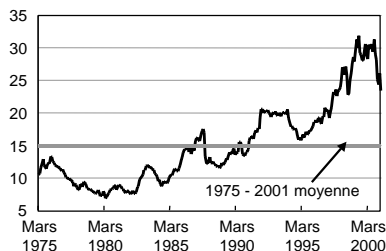
Une caractéristique essentielle des marchés de capitaux est l'occurrence d'importantes distorsions entre les prix d'équilibre et les prix de marché. Bien que ce phénomène ne soit pas nouveau, les marchés de capitaux subissent de plus en plus l'influence de forces puissantes qui tendent à faire diverger les prix de leur équilibre et réussissent parfois à créer des biais importants et durables sous forme de bulles spéculatives.

Distorsions affectant le cours des actions

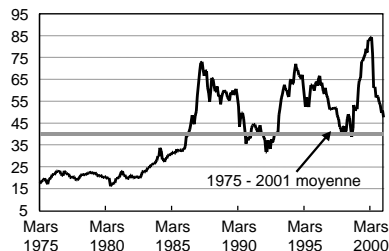
Ainsi que le résume le Fonds monétaire international (FMI) ⁴, « les cours des actions ont, à plusieurs reprises, semblé surréagir aux fluctuations des bénéfices et des dividendes ». Il précise que ce phénomène pourrait tenir au fait que les valeurs futures des bénéfices et des taux d'intérêt ne pouvant être observées sur un marché, l'opinion des investisseurs joue un rôle considérable.

On peut observer, en effet, des distorsions de prix ⁵ manifestes sur les marchés d'actions les plus développés qui ne peuvent pas être reliés aux cycles réels. Aux États-Unis, par exemple, le coefficient de capitalisation moyen d'un indice large d'actions, pour la période 1975-2001, est ressorti à 15 tandis que sa valeur annuelle variait entre 7 et 32, révélant d'importantes distorsions au milieu des années quatre-vingt (corrigées par le krach d'octobre 1987) puis au cours de la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix (corrections temporaires à l'automne 1998, puis de nouveau en 2000). Tel a été également le cas au Japon à plusieurs reprises (cf. graphiques ci-après).

Coefficient de capitalisation des bénéfices sur différents marchés d'actions États-Unis



Japon



Source : Datastream

Plus récemment, il est frappant de noter les fortes fluctuations de l'indice Nasdaq et, dans son sillage, de nombreux indices spécialisés ou indices généraux de pays émergents dont les bourses sont très influencées par la production de composants de haute technologie. De nombreuses valeurs technologiques ont ainsi été manifestement surévaluées pendant l'épisode de la bulle de la « nouvelle économie » avant d'accuser, à partir du printemps 2000, une forte chute ⁶.

Distorsions des taux de change

Les marchés de change constituent un autre exemple de marché où sont observées régulièrement d'importantes distorsions de prix. De nombreuses études empiriques,

⁴ « World Economic Outlook », FMI, mai 2000

⁵ Un moyen simple (bien que sommaire) d'évaluer la « distorsion » entre le cours d'une action et sa « valeur d'équilibre » consiste à comparer le coefficient de capitalisation des bénéfices (« Price Earning Ratio ») à un moment donné à sa moyenne de long terme.

⁶ Après avoir atteint 5 048 points le 10 mars 2000, l'indice Nasdaq est revenu à environ 1 400 points en septembre 2001.

utilisant des mesures et des méthodologies différentes, montrent que les forces du marché ont tendance, à certains moments, à faire diverger très fortement les taux de change par rapport à leur niveau d'équilibre. Ce processus de divergence, particulièrement accentué et menaçant dans la première moitié des années quatre-vingt, a toutefois été contre-balançé, au cours des quinze dernières années, par l'élaboration de *consensus* successifs au sein du G 7 s'agissant de mesures à adopter en matière de politique économique, de communication et, de façon exceptionnelle, d'interventions concertées des banques centrales.

1.3. Renforcement des interactions entre crédit, liquidité et prix d'actifs

Les cycles du crédit tendent à jouer un rôle accru dans les cycles des prix des actifs. Ainsi, des études de la Banque des règlements internationaux (BRI) soulignent le rôle du crédit dans les fluctuations prononcées des prix des actifs sur le moyen terme, observées entre le début des années quatre-vingt et celui des années quatre-vingt-dix, quand les bulles spéculatives ont finalement éclaté (crise des caisses d'épargne américaines, krach boursier de 1987, bulle spéculative au Japon, crises du secteur bancaire dans les pays nordiques, etc...). Par exemple, C. Borio et *alii* concluent⁷ : « la forte expansion du crédit à la suite du renforcement substantiel des pressions concurrentielles dans le secteur financier semble avoir fortement contribué à favoriser et soutenir la hausse (des prix des actifs). Il est possible que cela ait également accentué le mouvement à la baisse ». Selon ces auteurs, l'expansion du crédit observée en phase ascendante a reflété, dans une large mesure, le processus de déréglementation qui avait lieu à l'époque dans la plupart des pays développés. Toutefois, ils soulignent que, dans un environnement libéralisé, la demande de crédit devrait être plus facilement satisfaite par les banques et qu'en conséquence le crédit devrait continuer à jouer un rôle considérable dans la genèse des tensions spéculatives. La crise asiatique de 1998 donne un exemple récent de ce mécanisme.

D'une façon générale, et au-delà du seul crédit bancaire, le marché du crédit peut jouer un rôle significatif dans la formation des bulles spéculatives grâce aux financements qu'il permet de mobiliser pour l'achat de titres. Plusieurs épisodes de crise, intervenus ces dernières années (notamment la crise de l'automne 1998⁸), ont ainsi illustré le fait que certains financements collatéralisés (en particulier les financements sur titres ou le marché des « repos »⁹) — qui constituent un facteur essentiel de liquidité sur les marchés — peuvent, dans certaines circonstances, contribuer à l'utilisation de l'effet de levier par certains intervenants sur les marchés.

Sur les marchés financiers, l'usage du collatéral permet aux intervenants d'accroître leurs positions et leur effet de levier *via* deux mécanismes¹⁰ : d'une part, les participants peuvent augmenter facilement leurs positions en titres au moyen de financements garantis grâce aux titres acquis (le facteur de multiplication dépendant du niveau de marge initiale demandée) ;

⁷ C. Borio, N. Kennedy et S.D. Prowse : « Exploring aggregate asset price fluctuations across countries », *BIS Economic Papers* n° 40, avril 1994

⁸ *Committee on the Global Financial System* : « A review of financial market events in autumn 1998 », BIS, March 1999

⁹ « Repos » ou « Repurchase agreements »

¹⁰ *Committee on the Global Financial System* : « Collateral in wholesale financial markets : recent trends, risk management and market dynamics », BRI, mars 2001

d'autre part, les prêteurs — sous l'effet d'un sentiment fallacieux de sécurité procuré par la collatéralisation — ont tendance à relâcher leur vigilance dans la surveillance du risque de crédit et donc à prêter de façon excessive. Ces techniques ont des conséquences négatives bien connues en périodes de tensions sur les marchés ; mais elles jouent un rôle non négligeable dans la formation des déséquilibres conduisant aux crises en permettant à certains participants de prendre des positions excessives et de contribuer à la formation de bulles spéculatives.

Au-delà du marché du crédit, il existe une forte relation entre « liquidité globale » (celle mesurée par le niveau des taux d'intérêt à court terme et des agrégats monétaires) et prix des actifs. Ainsi, de nombreux commentateurs ont suggéré que des conditions de liquidité larges avaient contribué à la diminution des primes de risque préalable à la crise asiatique en 1997, puis à celle de l'automne 1998. Des travaux récents du FMI¹¹ montrent qu'il y a une relation inverse entre le rendement des actions et les taux d'intérêt au niveau agrégé des pays du G 7 et que des effets de contagion (*spill over*) importants en matière de liquidité existent entre ces pays.

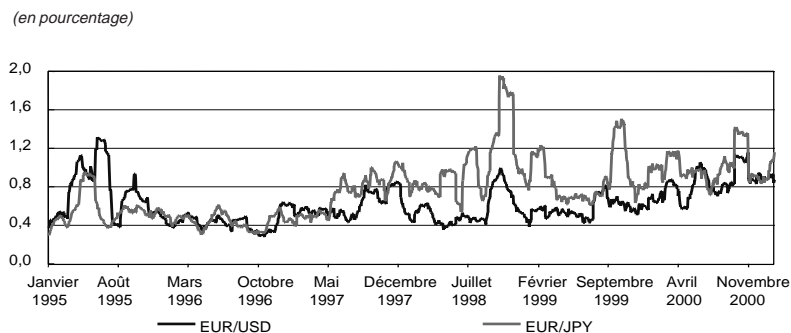
1.4. Exemples récents de volatilité accrue

Les évolutions cycliques, de moyen ou long terme, doivent être distinguées de la volatilité, qui est un phénomène de court terme. Dans une large mesure, celle-ci est inhérente au fonctionnement des marchés et au mécanisme de détermination des prix. Toutefois, si elle est élevée, elle brouille l'information fournie par les cours de marché et rend moins efficace le mécanisme de détermination des prix. Par conséquent, une volatilité excessive peut contribuer à l'apparition de distorsions de prix¹².

Or, de nombreux marchés ont récemment enregistré une tendance à la hausse de la volatilité. C'est le cas par exemple des marchés de change, où l'on voit apparaître depuis le milieu des années quatre-vingt-dix une tendance, lente mais régulière, à l'augmentation moyenne de la volatilité (avec de forts pics de autour de cette tendance).

Volatilité des taux de change quotidiens

(en moyenne mobile sur 30 jours)



Source : Bloomberg

¹¹ « World Economic Outlook », FMI, 2000

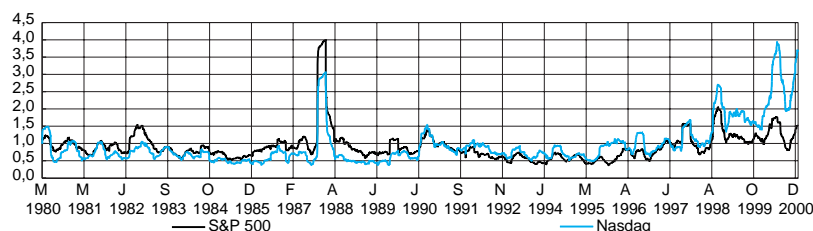
¹² Cf. É. Jondeau : « Volatilité et mésalignement sur les marchés financiers », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

Sur les marchés boursiers arrivés à maturité, également, la volatilité a augmenté depuis le milieu des années quatre-vingt dix. Cette évolution a été particulièrement prononcée dans le cas du Nasdaq et du Dow Jones (cf. graphique ci-après).

Volatilité des indices boursiers américains

(en moyenne mobile sur 60 jours)

(en pourcentage)



Sources : Bloomberg, calculs de la Banque de France

L'ensemble des marchés financiers se caractérisent, en outre, par l'existence d'importants pics de volatilité.

1.5. Intensification des phénomènes de contagion et d'interdépendance

Les crises financières et les phénomènes de contagion d'un pays à l'autre ont constitué une caractéristique récurrente des vingt dernières années (crise mondiale des risques souverains dans les années quatre-vingt, crise mexicaine en 1994-1995, crise asiatique en 1997-1998, crise Russie-LTCM en 1998, etc.). Des analyses¹³ effectuées sur longue période (1883-1998) montrent d'ailleurs que la fréquence des crises a doublé sur la période 1973-1998 par rapport à la période précédente (1945-1973).

Les phénomènes de contagion et/ou d'interdépendance¹⁴ ont aussi augmenté entre compartiments des marchés de capitaux. C'est le cas, notamment, sur les marchés boursiers. Des calculs de corrélation entre différentes places effectués sur la période janvier 1994 – septembre 2001¹⁵ montrent, en effet, que les marchés européens sont fortement liés entre eux (par exemple, corrélation de 86 % entre le DAX 30 et le CAC 40) et que les places européennes sont significativement liées aux bourses américaines (par exemple, corrélation de 76 % entre le DJE 50 et le SP 500). Dans tous les cas, les périodes de turbulence coïncident avec une augmentation des coefficients de corrélation. Ces effets de contagion ont été renforcés avec le développement d'une « bulle Internet » : les corrélations entre les valeurs technologiques des différences places boursières ont sensiblement augmenté sur la période 1999-2001 (plus de 90 % entre marchés européens et autour de 80 % entre les États-Unis et l'Europe).

¹³ M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel et M.S. Martinez-Peria : « *Is the Crisis Problem Growing More Severe ?* », septembre 2000 (Étude préparée pour l'*Economic Policy Meeting* de Paris en octobre 2000)

¹⁴ Sur le plan de l'analyse, on peut, en effet, distinguer entre les phénomènes purement de « contagion » et ceux « d'interdépendance » résultant naturellement de l'intégration financière accrue.

¹⁵ Cf. S. Avouyi-Dovi, P. Jacquinot : « Où en sont les corrections sur les marchés d'actions ? », Document de travail du Centre de recherche de la Banque de France, 28 septembre 2001

Du fait de ces phénomènes de contagion et d'interdépendance, les opérateurs, engagés simultanément dans différents compartiments de marché, sont confrontés à des fluctuations financières plus synchronisées qu'auparavant.

Ainsi, les agents économiques doivent faire face simultanément à des cycles de crédit marqués et à des prix d'actifs enclins aux distorsions et à la contagion. Ces facteurs influent d'autant plus sur l'économie réelle que celle-ci est étroitement intégrée à la sphère financière. Le recours accru aux marchés financiers par les agents du secteur réel dans les économies développées (ménages détenant des actions, sociétés levant des financements à court ou long terme, etc.) ont probablement rendu ces derniers plus sensibles¹⁶ aux évolutions des variables financières, par exemple, aux fluctuations/corrections boursières, à l'élargissement des *spreads* ou aux modifications des courbes de rendement.

Les conséquences économiques de cette cyclicité financière peuvent être importantes. Elles peuvent être directes et bien visibles comme dans le cas du Japon, des pays scandinaves et des États-Unis au début des années quatre-vingt-dix. Mais elles peuvent être atténuées par le jeu de la politique monétaire, quand celle-ci intervient pour éviter les conséquences de l'éclatement de certaines bulles (cf. l'assouplissement de la politique monétaire américaine aux lendemains du krach boursier d'octobre 1987 ou de la crise financière de l'automne 1998).

2. Facteurs amplificateurs du cycle financier

Il serait contre-productif d'essayer de faire disparaître la cyclicité financière normale mentionnée dans la première partie. Il convient plutôt d'identifier, parmi les facteurs qui constituent les déterminants des prix d'actifs financiers et du volume de crédits distribués, les facteurs amplificateurs qui sont à l'origine de l'évolution atypique du cycle financier par rapport aux évolutions monétaires et réelles.

2.1. Facteurs influençant les comportements sur les marchés financiers

Durant les années quatre-vingt-dix, les progrès décisifs réalisés en matière de transparence ont amélioré la discipline de marché et les mécanismes de détermination des prix. En dépit de ces progrès, différents facteurs ont facilité le développement et la persistance de distorsions des prix d'actifs, favorisé l'apparition de phases de forte volatilité sur les marchés et accentué la brutalité des mouvements de correction.

¹⁶ Cf. S. Avouyi-Dovi : « Problèmes de mesure du degré de sensibilité du cycle réel au cycle financier », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

2.1.1. « Court-termisme »

Les marchés sont de plus en plus enclins au « court-termisme », un nombre croissant d'intervenants de marché ne pouvant se permettre de maintenir des positions qui ne s'avèrent pas rentables rapidement, sur quelques mois, voire quelques semaines.

Les principaux facteurs ayant contribué au « court-termisme »

La valorisation des portefeuilles en valeur de marché est appropriée pour les portefeuilles de négociation investis en actifs liquides, mais elle peut contribuer à inciter les gestionnaires de fonds à se focaliser de façon excessive sur leurs performances de court terme. En effet, la valorisation quotidienne des portefeuilles se traduit par des pressions supplémentaires sur les gestionnaires pour justifier très rapidement d'éventuelles sous-performances de leurs investissements. Quand elle est appliquée aux portefeuilles de long terme et exerce une incidence sur le compte de résultats du gestionnaire de fonds, cette approche peut modifier le comportement des investisseurs institutionnels, leur horizon de placement ayant tendance à se raccourcir pour s'aligner sur l'horizon de valorisation. Par conséquent, le risque existe que certains se comportent de plus en plus comme des opérateurs de court terme et de moins en moins comme des investisseurs à moyen et long termes.

Parallèlement, la pression croissante des actionnaires en faveur de la création de valeur à court terme signifie que l'allocation du capital s'effectue sur la base du rendement attendu sur une période de temps relativement courte. Les intervenants de marché devant faire face à des contraintes très semblables dans ce domaine, ils auront aussi tendance à mettre en place des stratégies homogènes, fondées sur des analyses coûts/avantages similaires et sur des horizons à court terme.

La focalisation sur les performances à court terme peut se traduire par une amplification déstabilisante des mouvements de prix

Plus l'horizon de placement est long, plus l'incidence de nouvelles informations sur les prix d'un actif est faible. En revanche, à mesure que leur horizon de placement se raccourcit, les investisseurs suivent généralement la tendance, au détriment d'une stratégie de placement fondée sur une analyse fondamentale. Ce comportement amplifie les déséquilibres ponctuels sur les marchés et peut conduire à des cercles vicieux d'ajustement des prix et de liquidation/prise de positions. Le « court-termisme » peut ainsi faciliter l'émergence de situations où des mouvements négatifs sur un marché entraînent des phases généralisées de désengagements.

Le même mécanisme d'accélération peut se produire sur les marchés haussiers et jouer un rôle dans la formation de bulles spéculatives. Les opérateurs sont en effet disposés à s'acquitter d'un prix supérieur à la valeur fondamentale d'un actif s'ils savent qu'ils pourront le revendre encore plus cher. Ils seront d'autant plus enclins à le faire que leur horizon temporel est court, et notamment plus court que le délai dans lequel ils prévoient que les bulles vont éclater.

2.1.2. Comportement moutonnier et *noise trading*

Les comportements moutonniers, ou mimétiques¹⁷, ont tendance à se développer sur les marchés financiers sous l'effet de nouvelles techniques d'évaluation des performances ou de *trading*.

L'utilisation très large de la technique du benchmarking¹⁸ contribue à la diffusion des comportements moutonniers parmi les opérateurs

Le secteur de la gestion institutionnelle utilise très largement le *benchmarking* pour évaluer les performances des gestionnaires. De fait, beaucoup plus que les résultats en termes absolus, c'est la performance relative de chacun par rapport à celle de ses concurrents qui est de plus en plus importante. Certains gestionnaires de fonds ont ainsi tendance à suivre les décisions de leurs pairs car ils ne peuvent se permettre d'afficher des performances inférieures au portefeuille de référence. En particulier, lorsque les gestionnaires de fonds sont rémunérés en fonction de leur part de marché, ceux-ci tendent à adopter le même comportement que leurs concurrents afin de protéger leurs parts de marché, les inconvénients liés à l'obtention de résultats moins favorables que ceux du gestionnaire moyen excédant largement les avantages éventuels liés à la réalisation d'une performance supérieure à cette référence.

Les techniques de « noise trading »¹⁹ contribuent également aux comportements moutonniers

Plusieurs catégories de « *noise trading* » fréquemment observées sur les marchés peuvent entraîner des distorsions de prix d'actifs financiers par rapport à leur valeur fondamentale. C'est le cas en particulier de l'extrapolation des tendances antérieures (aussi qualifiée de « *positive feedback trading* »). Cette stratégie consiste à acquérir des actions en période de hausse des cours et à les vendre en période de baisse. L'intervention de ce type d'opérateurs et d'arbitragistes se traduit par des profils d'évolution de prix présentant des caractéristiques de bulles financières²⁰.

¹⁷ Cf. É. Jondeau : « Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

¹⁸ La technique du *benchmarking* consiste à évaluer les performances des opérateurs ou des investisseurs par rapport à une norme de référence (le « *benchmark* »), par exemple l'évolution d'un taux d'intérêt ou d'un indice déterminés.

¹⁹ Par « *noise trading* », on désigne des opérations réalisées par les intervenants sur la base de rumeurs (« *noise* »).

²⁰ Cf. V. Coudert et F. Verhille : « À propos des bulles spéculatives », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

D'une façon générale, la demande et l'offre des opérateurs réagissant au bruit ou aux rumeurs (« *noise traders* ») varient en fonction de leurs anticipations de marché, qui ne reposent pas uniquement sur des « informations » mais aussi sur ce qui est perçu par ces investisseurs comme un « pseudo-signal ». On notera que le problème des « rumeurs » est aussi celui de la déontologie de l'information qui doit être surveillée par les autorités de marché. D'un point de vue agrégé, si les stratégies fondées sur le bruit sont corrélées entre elles, elles peuvent provoquer d'importantes variations des prix des actifs, les erreurs de jugement ayant tendance à être les mêmes et à ne plus se compenser (leur distribution n'étant pas régie par le hasard²¹).

Du fait de leur grand nombre, les « *noise traders* » peuvent inciter les investisseurs rationnels à se comporter comme eux s'ils ont le sentiment que ces investisseurs irrationnels vont orienter les prix de marché.

Les comportements moutonniers, ou mimétiques, peuvent être « rationnels »

Le concept de *chaînes mimétiques* formalise le fait que, lorsqu'ils doivent décider de la stratégie à suivre, les intervenants de marché prennent en compte, non seulement, leurs propres informations et analyses relatives au marché mais, également, le comportement des autres opérateurs dont les décisions d'investissement sont connues du marché. Dans ce contexte, il peut se dégager une règle de la majorité dans laquelle le comportement des autres intervenants prend le pas sur la propre analyse de l'investisseur. Ce type de « mimétisme rationnel » s'observe plus particulièrement lorsque la performance des intervenants est comparée à celle des autres opérateurs²².

Un opérateur agissant dans un environnement régi par la performance à court terme n'a aucun intérêt à avoir raison contre le reste du marché. Son objectif n'est plus de découvrir la véritable valeur des actifs financiers mais plutôt de dégager les tendances que suivent leurs prix. À cet égard, l'imitation intelligente ou l'exécution de *feed back trading* peuvent s'avérer plus rentables qu'une analyse des fondamentaux.

On peut trouver un exemple frappant de ce comportement moutonnier rationnel dans l'influence croissante longtemps exercée par certains fonds spéculatifs (« *hedge funds* ») — en particulier les macro fonds spéculatifs — auprès de la communauté financière, en tant que *leaders* d'opinion et créateurs de tendance. Cette popularité accrue avait permis à certains d'entre eux de peser fortement sur les marchés jusqu'à une période récente.

²¹ Des données empiriques relatives au « *noise trading* » sont fournies notamment par J.A. Frankel et K. Froot, (« Using Survey data to test standard propositions regarding the exchange rate expectations », *American Economic Review*, Vol. 77, N°1, 1987) et R.J. Shiller (« Market volatility », MIT Press, Cambridge, Mass., 1989).

²² Cf. P. Artus : « Effets et stabilité de chaînes mimétiques sur les marchés financiers », 1993

Les comportements moutonniers affectent la dynamique des marchés

Dans une perspective de court terme, ils contribuent à expliquer pourquoi un changement de sentiment du marché peut entraîner des réaménagements soudains de portefeuille, amplifier les variations des prix d'actifs financiers et entraîner ainsi des distorsions de prix et une volatilité supérieure à la normale. Selon le niveau d'aversion au risque des investisseurs, la situation peut évoluer rapidement, passant d'une demande excessive à un tarissement de la demande relative à une classe spécifique d'actifs.

Ces comportements moutonniers peuvent contribuer à expliquer, dans une perspective de long terme, l'apparition et le développement de bulles spéculatives. Ils auto-alimentent, en effet, des flux continus d'achat qui progressivement font diverger les prix de marché de leurs fondamentaux ²³.

2.1.3. Impact de la gestion indicielle sur la dynamique des marchés

L'essor spectaculaire de la gestion indicielle ²⁴ au cours des années quatre-vingt-dix dans l'industrie de la gestion institutionnelle (principalement OPCVM actions) n'a pas été neutre en termes de dynamique de marché. Visant à répliquer la performance de l'indice, les gestionnaires passifs ne peuvent s'écarter sensiblement de l'évolution des indices de référence. Leur comportement contribue ainsi à accentuer les évolutions de prix en achetant les titres qui montent et en vendant ceux dont les prix baissent.

Les fonds indiciels ciblent un sous-ensemble d'actifs (principalement des actions) et, au sein de cette catégorie, se concentrent généralement sur les indices représentatifs les plus connus (75 % environ des fonds indiciels sur les marchés américains ont pour référence le SP 500). On peut considérer que, par leurs interventions renforçant la tendance, les fonds indiciels faussent le prix des indices pris pour cible ²⁵.

2.1.4. Homogénéité des techniques de gestion des risques

Dans un contexte de très forte sensibilité des stratégies d'investissement et des positions des intervenants de marché aux mouvements à court terme et de généralisation des comportements moutonniers, il est essentiel d'évaluer l'incidence des techniques de gestion des risques sur la dynamique de marché.

²³ Cf. V. Coudert et F. Verhille : « À propos des bulles spéculatives », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

²⁴ Cf. F. Haas : « La gestion indicielle », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

²⁵ De récentes études effectuées sur l'indice SP 500 et les OPCVM indexés sur le SP 500 ont montré que les rendements de l'indice présentent une corrélation positive avec les entrées de fonds et que ces entrées « suscitent » les rendements (et non l'inverse). Cf. G. Goetzmann, M. Massa : « Index funds and stock market growth », *National Bureau of Economic Research*, document de travail, mars 1999

En amont de la prise de décision d'investissement, la diversification des actifs entre produits et marchés vise à mieux répartir et contrôler les risques. Toutefois, de récents événements ont montré que la diversification de portefeuille contribue parfois à la propagation des perturbations d'un marché à l'autre ou d'une classe d'actifs à l'autre. Les phénomènes de contagion peuvent en effet être aisément déclenchés ou amplifiés par la mise en œuvre de décisions rationnelles de gestion des risques : des pertes enregistrées sur un marché/classe d'actifs peuvent ainsi déclencher un retrait précipité d'autres marchés/classes d'actifs²⁶. L'illustration la plus spectaculaire est constituée par les événements intervenus sur les marchés de capitaux à l'automne 1998, événements qui ressemblaient à un appel de marge à l'échelle mondiale (les positions prises sur divers marchés ont été brutalement liquidées à la suite de pertes concentrées initialement sur un petit nombre de compartiments).

En aval des décisions d'investissement interviennent les *techniques de gestion des risques*. Les calculs de VAR (valeur en risque)/DEAR (« *Daily earning at risk* ») ou « profit quotidien en risque ») constituent aujourd'hui l'approche standard utilisée, le cas échéant en association avec d'autres techniques, par les intervenants de marché pour évaluer le risque inhérent à leurs positions et instaurer des limites d'exposition. On peut craindre que l'interaction entre comportement axé sur le court terme, mimétisme et homogénéisation des techniques de gestion des risques ne s'avère déstabilisatrice en période de tensions, ces trois facteurs agissant dans le même sens et se renforçant mutuellement, *amplifiant ainsi le choc initial et contribuant à sa propagation à d'autres compartiments du marché*.

Une attitude considérée comme rationnelle au niveau de l'entreprise (par exemple, réduire les positions risquées ou se retirer de certains marchés) peut avoir des effets contre-productifs pour les marchés lorsqu'elle est adoptée simultanément par de nombreux intervenants. Elle risque en effet d'aggraver la situation globale en amplifiant les distorsions de prix, en épuisant la liquidité et en contribuant aux phénomènes de contagion.

Les différents facteurs précédemment analysés contribuent à expliquer que les prix des actifs puissent s'élever au-dessus de leur juste niveau sur des périodes prolongées ; ils peuvent également agir en sens contraire, lorsqu'un choc (information nouvelle, défaillance d'un participant, etc.) déclenche une inversion de la dynamique du marché. Dans ce cas, le mimétisme et le biais de court terme jouent à la baisse et la brutalité de la correction peut être amplifiée par l'utilisation de techniques de gestion des risques trop homogènes.

Il est utile de souligner que nombre des caractéristiques des marchés de capitaux décrites ci-dessus ne sont pas nouvelles. Le comportement moutonnier ou la tendance au « court-termisme », par exemple, ont toujours existé. Mais certains changements structurels, le développement de nouvelles techniques et l'arrivée de nouveaux participants ont modifié l'environnement de marché et amplifié les effets de comportements déjà observés depuis longtemps.

²⁶ G. Schinasi et R. Todd Smith : « Portfolio diversification, leverage and financial contagion », étude du FMI, 2000

2.2. Facteurs amplificateurs du cycle de crédit

Ces facteurs tiennent principalement à l'effet agrégé des comportements bancaires ou à l'influence paradoxale de la réglementation.

2.2.1. Comportement des banques

La littérature économique considère traditionnellement que les banques²⁷ font preuve de « myopie » vis-à-vis d'événements défavorables en n'anticipant pas les modifications du cycle réel. En raison des imperfections du marché du crédit, les banques ont tendance à surestimer la solvabilité des emprunteurs en phase ascendante du cycle (entraînant une distribution excessive de prêts) et à réagir brutalement lors des phases de récession, d'où il résulte une amplification des cycles réels.

Les banques subissent des pressions croissantes conduisant à une accentuation de ces comportements procycliques : exigence des actionnaires — sous l'impulsion des investisseurs institutionnels, tels les fonds de pension — pour un rendement du capital à court terme élevé et tendance à la diminution de la rentabilité des activités bancaires traditionnelles (marges d'intérêt sur les prêts aux sociétés). Le besoin de répondre aux attentes des actionnaires dans un environnement de concurrence accrue a des effets directs et indirects sur les banques.

En période d'expansion économique, les banques ont tendance à adopter des stratégies globales plus risquées afin d'assurer un rendement du capital plus élevé, stratégies qui sont généralement procycliques. Les contraintes renforcées vont également accentuer les comportements moutonniers des banques, celles-ci ayant tendance à imiter leurs pairs de crainte de laisser passer les bonnes opportunités (successivement prêts aux pays d'Amérique latine, prêts immobiliers durant la bulle spéculative, prêts aux pays du Sud-Est asiatique²⁸, acquisition de bons du Trésor — ou GKO — russes, etc.).

Les stratégies plus risquées se traduisent par une fragilité accrue des banques en période de ralentissement économique. Cette fragilité est accentuée car les investisseurs tendent à se désintéresser du secteur bancaire si les bénéfices des banques ne correspondent pas à leurs attentes ; les institutions financières ont alors davantage de difficultés à lever de nouveaux fonds pour satisfaire aux exigences prudentielles.

Au total, la solidité des institutions financières a tendance à être plus étroitement corrélée aux fluctuations économiques que par le passé, contribuant ainsi à l'amplification du cycle de crédit.

²⁷ On traite ici du seul comportement des banques, acteur essentiel dans le cycle du crédit. Il n'en demeure pas moins vrai que le comportement des autres institutions ayant accès au marché mérite aussi d'être analysé du point de vue de la procyclicité : ainsi, les analystes décrivent fréquemment la succession de phases de sur-optimisme et de sur-pessimisme qui peut aussi accentuer l'ampleur des réactions des intervenants sur les marchés financiers, à l'instar du comportement des banques sur le marché du crédit.

²⁸ Les prêts bancaires aux « *chaebols* » coréens sont typiques de ce comportement grégaire stimulé par l'illusion d'une garantie publique implicite du fait de la taille de ces conglomérats.

2.2.2. Facteurs réglementaires

On examinera l'impact possible des réglementations comptables et des réglementations prudentielles.

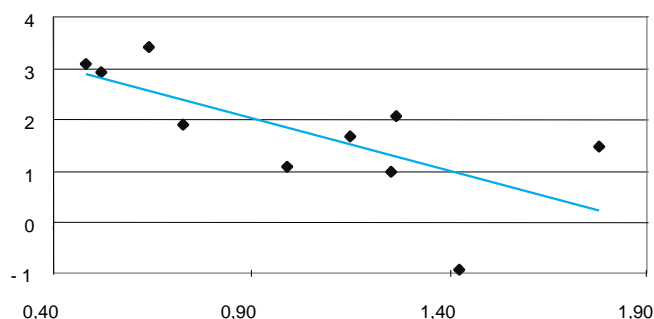
*L'impact des règles comptables*²⁹

Les pratiques actuelles en matière de provisionnement ne permettent pas aux banques d'avoir une vision prospective de leurs risques. Dans la plupart des centres financiers, les provisions ne sont autorisées au titre des règles comptables ou fiscales que pour les créances totalement ou partiellement irrécouvrables. Par conséquent, le provisionnement *ex ante* de risques demeure exceptionnel. Un tel environnement comptable amplifie le cycle du crédit : en phase d'expansion, le faible niveau de provisionnement, comparé à celui qui serait requis sur une base de moyen terme, conduit à un octroi excessif de prêts ; en période de contraction économique, les banques doivent constituer d'importantes provisions pour rattraper leur retard, ce qui les conduit à une approche restrictive vis-à-vis des clients demandeurs de crédit.

Une partie du phénomène d'amplification financière pourrait ainsi trouver son origine dans un comportement procyclique plus marqué en matière de provisionnement de la part des banques, ainsi que l'atteste la liaison négative et significative qu'entretiennent le taux de croissance de l'activité et le ratio des provisions pour créances douteuses sur le total des prêts en France au cours des années quatre-vingt-dix.

Croissance de l'activité et dotations nettes aux provisions pour créances douteuses (en pourcentage du total des crédits) (France, 1991-2000)

(taux de croissance du PIB en %, ratio en % du total des crédits)



Sources : Commission bancaire, INSEE

²⁹ Cf. O. Jaudoin : « Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

L'évolution de ce ratio résulte d'un double mouvement : d'une part, la forte progression du crédit lors de la phase d'accélération de l'activité augmente le dénominateur ; d'autre part, la baisse des provisions pour créances douteuses, résultant, notamment, de la diminution du risque de crédit (et de sa perception) lors de la phase de reprise, tend à réduire le numérateur. On notera que le risque de crédit constitue ainsi l'un des puissants ressorts du mécanisme d'accélération financière.

Dans le cas des États-Unis, ce comportement procyclique serait accentué par le fait que les banques mesurent la solvabilité des emprunteurs à partir du ratio dette/patrimoine. L'évolution favorable des prix d'actifs aurait alors nettement contribué à l'amélioration de la solvabilité apparente des ménages, et *in fine* à l'accroissement de leur endettement.

D'une façon générale, toute réforme comptable d'importance doit être aussi jugée du point de vue de son impact macroéconomique, en particulier une éventuelle accentuation de la cyclicité. À cet égard, il est essentiel de noter que la généralisation de la comptabilisation à la juste valeur amplifierait encore les cycles de crédit. Cette méthode, préconisée par l'*International Accounting Standards Committee* (IASC) et le *Federal accounting standard board* (FASB) aux États-Unis, généraliserait le concept de valeur de marché à tous les postes des bilans bancaires indépendamment de leur degré de liquidité et de leur horizon de gestion (court ou long terme). Cela entraînerait une plus forte volatilité des bénéfices et pertes des banques. Afin d'éviter cette volatilité supplémentaire de leurs profits, les banques pourraient être contraintes de réduire fortement leurs crédits à taux fixes à moyen et long termes, en particulier pour les petites et moyennes entreprises³⁰.

L'impact des règles prudentielles

Dans le cadre de l'Accord de Bâle actuel, les normes d'adéquation des fonds propres ne sont pas sensibles à l'évolution de la qualité des risques. En effet, la détérioration de cette qualité ne justifie la constitution de fonds propres réglementaires supplémentaires que si les pertes sur prêts réduisent l'assise de fonds propres en deçà des exigences réglementaires minimales. Toutefois, comme l'a montré la situation japonaise il y a deux ans, les pertes peuvent réduire les fonds propres des banques à un moment où l'émission de capital est difficile et/ou très coûteuse. Par conséquent, on peut faire valoir que, dans de telles conditions, les banques préfèrent limiter l'octroi de nouveaux prêts et, dans ce cas, les exigences actuelles en matière de fonds propres pourraient contribuer, dans une certaine mesure, à des asymétries dans le comportement des banques au cours du cycle réel et avoir un certain impact macroéconomique³¹.

³⁰ Cf. V. Oung : « Considérations prudentielles sur la comptabilisation en juste valeur pour les établissements de crédit », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

³¹ L. Clerc, F. Drumetz et O. Jaudoin « *To what extent are prudential and accounting arrangements pro or counter-cyclical with respect to overall financial conditions* », BRI n°1, mars 2001, 197-210

S'agissant des futures exigences en fonds propres, les analystes et les contrôleurs bancaires divergent de vue en ce qui concerne leur incidence potentielle sur les fluctuations du cycle de crédit³². D'un côté, certains analystes font ressortir que des exigences en fonds propres sensibles à l'évolution de la qualité des risques varieraient plus fortement au cours du cycle de crédit et pourraient l'amplifier. Mais de l'autre côté, les contrôleurs bancaires estiment que la nouvelle approche fondée sur l'évolution des risques permettra de s'attaquer à la dégradation de la qualité du crédit plus rapidement qu'actuellement et réduira ainsi les conséquences économiques des bulles d'actifs alimentées par des politiques de crédit laxistes. En particulier, dans l'approche fondée sur les notations internes, les banques devront respecter des exigences minimales pour estimer la probabilité de défaut³³ des emprunteurs. Cette procédure sera complétée par des procédures robustes de simulation de situations de crise (« *stress testing* ») afin d'évaluer la capacité des banques à résister à des changements majeurs (ralentissements de l'économie ou de certains secteurs, événements sur les marchés ou dégradation des conditions de liquidité). Ces exigences devraient inciter les banques à estimer des probabilités de défaut pour l'ensemble du cycle.

En conclusion, il convient de souligner les liens existant entre les cycles du crédit et ceux des prix d'actifs financiers.

L'examen du cycle financier fait apparaître une caractéristique frappante, à savoir que des facteurs similaires semblent intervenir pour façonner le profil des deux cycles — prix d'actifs et crédit — ce qui entraîne une amplification des cycles financiers. Ainsi, le comportement mimétique ne se limite pas aux intervenants de marché, mais il contribue également à expliquer le fonctionnement du cycle du crédit. De la même manière, les asymétries de l'information ou les politiques en matière de surveillance agissent de façon simultanée sur la configuration des cycles de prix d'actifs et du crédit. En outre, les banques, intervenants majeurs sur les marchés tant du crédit que des actifs financiers, peuvent contribuer à la transmission de ces effets d'un marché à l'autre, ce qui renforce la synchronisation de ces deux cycles.

3. Réponses envisageables par les autorités monétaires et financières

Les autorités monétaires et financières sont concernées à maints égards par les facteurs d'amplification des cycles financiers. Ces derniers peuvent, en effet, avoir des incidences importantes sur la situation macroéconomique ainsi que sur la solidité et la stabilité du système financier.

Les développements précédents ont mis en exergue le rôle aggravant de certaines réglementations suivies par les autorités dans l'amplification des cycles financiers. En conséquence, les autorités devraient avoir pour objectif de veiller à ce que leurs politiques n'exacerbent pas les tensions sur le crédit et les distorsions des prix

³² Cf. la note du Comité de Bâle au Forum de stabilité financière de mars 2000 « *Possible procyclical effects arising from capital adequacy regulation* »

³³ Cf. paragraphe 274 et autres, p. 52 du document consultatif « *The new Basle capital Accord* », janvier 2001

d'actifs. En outre, certains changements affectant l'environnement du marché des capitaux devraient attirer l'attention des institutions concernées et les amener à envisager des moyens de contrecarrer certains effets pervers constatés.

Les développements qui suivent ne sont que des exemples des améliorations qui pourraient probablement être apportées. Il existe certainement bien d'autres mesures susceptibles de s'avérer utiles.

3.1. Rétablir un degré approprié de diversité des comportements

Aborder ce problème constitue un exercice difficile pour les autorités qui sont, à juste titre, désireuses de ne pas entraver le libre jeu des forces du marché. Compte tenu de la complexité de la tâche, on s'attachera simplement à mettre en avant quelques idées pouvant servir à introduire un débat général.

La diversité des intervenants et des stratégies sur les marchés est un enjeu majeur. Le prix d'équilibre des actifs est, en effet, le résultat de l'interaction de différentes parties ayant des objectifs et des besoins contraires. Plus les intérêts de ces parties diffèrent, plus le prix d'équilibre s'avère juste et le marché profond. Ainsi, pour fonctionner harmonieusement, un marché a besoin de « contradicteurs », c'est-à-dire d'intervenants à la fois désireux et capables d'agir en qualité de contreparties et de fournir de la liquidité quand le marché en a besoin, plus particulièrement lorsque les fournisseurs habituels de liquidité ne sont pas en mesure d'assumer ce rôle.

La plupart des facteurs précédemment analysés sont liés directement ou indirectement à cette question générale de la diversité des comportements (priorité donnée au court terme, comportement moutonnier, généralisation de la gestion indicielle ou homogénéisation croissante des techniques de gestion des risques). Plus spécifiquement, plusieurs pistes de réflexion peuvent être explorées.

3.1.1. Continuer d'améliorer la transparence globale

En dépit des avancées importantes dans ce domaine, il est indispensable d'améliorer encore la transparence des marchés qui constitue, en fin de compte, le meilleur moyen de répondre au problème des comportements moutonniers. De fait, le mimétisme s'auto-alimente par un manque d'informations qui conduit les investisseurs à considérer qu'il est plus rationnel de suivre leurs pairs plutôt que de développer leur propre analyse. De la même manière, les investisseurs ont tendance à assimiler un actif particulier à une classe d'actifs prétendument comparables. Ainsi, les investisseurs ont toujours tendance à assimiler les économies émergentes à une seule classe d'actifs, alors qu'une analyse approfondie fait ressortir des différences essentielles entre pays. La transparence a pour vertu d'aider chaque signature, qu'il s'agisse d'un pays, d'une entreprise ou d'une institution financière, à être jugée selon ses propres mérites.

3.1.2. Renforcer le comportement d'investissement à long terme

On est frappé de constater que la plupart des intervenants de marché ont été enclins à adopter le même comportement que celui des opérateurs et des investisseurs à court terme. Pourtant, l'horizon temporel de certains intervenants devrait les inciter à se comporter différemment des autres. C'est le cas, en particulier, des fonds de pension. Ces investisseurs ou gestionnaires de fonds devraient être à l'abri de toute pression excessive en faveur du court terme, leurs performances étant évaluées dans une perspective à moyen et long, voire très long termes.

Les autorités pourraient envisager les options qui leur sont offertes pour réaliser cet objectif global, notamment en différenciant les règles de publication auxquelles ces institutions sont assujetties ainsi que les pratiques comptables qu'elles sont tenues d'utiliser. Une réflexion pourrait être également lancée sur les caractéristiques d'organisation de la gestion institutionnelle (règles de gouvernement d'entreprise, évaluation des performances, rémunérations, etc.) et leurs éventuelles conséquences sur la stratégie des gestionnaires.

3.1.3. Compenser l'homogénéité des techniques de gestion des risques par les simulations de crise

Ces techniques — qui ont fait de grands progrès au cours des dernières années — sont généralisées. Mais, indépendamment de leurs qualités intrinsèques, des techniques de gestion qui sont trop homogènes exercent mécaniquement des effets pervers en uniformisant les fonctions de réaction des investisseurs en cas de choc sur les marchés. Les autorités de surveillance financière doivent contribuer à contrebalancer les effets négatifs d'une homogénéité excessive.

Une première approche est de favoriser l'utilisation des techniques sophistiquées de gestion des risques par les établissements qui ont les moyens techniques de le faire. En effet, par définition, seules les institutions les plus importantes et les plus avancées seront capables de le faire, les autres établissements continuant d'avoir recours à des techniques plus standard. Cette approche, qui permet de maintenir une certaine hétérogénéité des techniques de gestion de risques, est utilisée, par exemple, par les contrôleurs bancaires. Il conviendrait de la développer.

Une autre approche possible, d'ailleurs déjà considérée comme pertinente par les superviseurs, consiste à souligner l'intérêt pour les institutions financières de compléter les modèles de valeur en risque par des simulations de crise (ou « *stress tests* »), mieux à même d'intégrer des événements exceptionnels. L'objectif serait d'avoir davantage recours à ces simulations lorsque l'on fixe des plafonds en termes de positions ou de négociation, et dans le cadre de décisions de gestion en période de crise financière. Par nature, elles sont, dans une certaine mesure, spécifiques à l'entreprise. Par conséquent, un recours accru à cette technique instillerait un degré supplémentaire d'hétérogénéité dans les outils de gestion du risque et donc dans la fonction de réaction des firmes en cas de crise financière.

3.2. Mieux utiliser les règles prudentielles et comptables

L'impact procyclique — involontaire mais réel — de certaines règles prudentielles et comptables a été mis en évidence. Des solutions existent pour sensiblement atténuer voire faire disparaître cette conséquence indésirable.

3.2.1. Encourager le provisionnement dynamique

Le traitement comptable actuel accentue le comportement procyclique des banques en matière de prêts. Il est important de souligner que l'augmentation des pertes sur prêts en phase de repli est pourtant un processus prévisible. On peut, en effet, statistiquement estimer, sur une base historique, la partie du portefeuille qui va se dégrader dans la période de ralentissement. Les techniques actuelles de provisionnement, qui ne prennent pas en compte ces pertes probables, tendent à surestimer les profits en phase ascendante et à les sous-estimer en phase descendante du cycle.

Le provisionnement dynamique³⁴ consiste à constituer des provisions *ex ante*, de préférence dès l'octroi d'un prêt, sur la base des risques statistiques de défaillance pour cette catégorie de prêts. Cette approche prospective offre plusieurs avantages :

- elle améliore, du point de vue prudentiel, les règles et pratiques actuelles en matière de provisionnement ;
- elle incite les banques à améliorer leur tarification du risque de crédit en lui intégrant le coût des pertes attendues ;
- elle atténue l'ampleur du cycle du crédit en répartissant dans le temps l'incidence du provisionnement sur le portefeuille de prêts ;
- elle est conforme au concept théorique qui sous-tend à l'origine l'approche par les notations internes dans le nouvel Accord de Bâle, les pertes non attendues ayant vocation à être couvertes par les fonds propres et les pertes attendues par les provisions.

Le provisionnement dynamique est déjà mis en pratique dans certains pays européens, même s'il revêt différentes formes (obligatoire ou optionnelle). Toutefois, les cadres comptables et fiscaux actuels constituent des obstacles à son adoption dans la plupart des pays, puisque les risques liés à des prêts spécifiques doivent être identifiés préalablement à la constitution d'une provision, afin de décourager le lissage des bénéfices et les stratégies de gestion de l'impôt. Le concept de perte probable demeure ainsi éloigné des notions comptables actuelles. En conséquence, il conviendrait de discuter des nouvelles techniques de calcul des provisions avec les autorités responsables dans les domaines de la comptabilité, de la fiscalité et des valeurs mobilières, dont le point de vue peut

³⁴ Cf. O. Jaudoin : « Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

être différent de celui des autorités prudentielles. En outre, un certain nombre de modalités pratiques restent à préciser (types de prêts concernés, méthodes utilisées pour calculer les pertes attendues).

3.2.2. Réfuter la proposition visant à généraliser la comptabilisation à la juste valeur à l'ensemble du bilan bancaire (« full fair value »)

La mondialisation et le développement des marchés de capitaux ont conduit les agents économiques à exiger une transparence financière accrue

Ce nouvel environnement a suscité une amélioration progressive de la qualité de l'information financière, fondement des analyses des investisseurs et des autorités prudentielles. Il exige également une information comptable — premier niveau de l'information financière — fiable, standardisée et qui rende compte de manière adéquate de la performance des entreprises et de leurs pratiques en matière de gestion des risques. En conséquence, l'harmonisation des pratiques comptables tend à se généraliser, principalement dans les entreprises cotées en bourse qui sont de plus en plus tenues de présenter leurs comptes conformément aux normes définies par le Comité des normes comptables internationales (*International Accounting Standards Committee – IASC*³⁵).

Mais l'harmonisation comptable ne doit pas se faire au détriment de la stabilité du système bancaire

Il est vital de veiller à ce que la mise en œuvre de cette nécessaire harmonisation ne fausse pas la représentation des situations de chaque banque et qu'elle ne perturbe pas leurs pratiques en matière de gestion³⁶. À cet égard, on peut souligner que le cadre conceptuel de l'IASC tend à répondre aux besoins des investisseurs, qui souhaitent être en mesure, à tout moment, d'évaluer le prix auquel une société peut être achetée ou liquidée. Cette approche suppose qu'il soit possible de déterminer, de façon permanente, fiable et comparable, une « juste valeur » pour tous les instruments financiers, même non négociables³⁷.

Or, ces hypothèses ne sont pas toujours validées, en particulier en ce qui concerne les activités d'intermédiation bancaire consistant à recycler sous forme de prêts les dépôts d'épargne collectés. En fait, mesurer ce type d'activité sur la base de la « juste valeur » ne correspond ni à son mode de gestion par ses institutions, ni à son profil temporel³⁸.

³⁵ L'appellation de cet organisme a été récemment changé en *International Accounting Standard Board – IASB*

³⁶ Cf. la lettre adressée au Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve au FASB, présentant des idées préliminaires en matière de « *Reporting financial Instruments and certain related Assets and Liabilities at Fair Value* », mai 2000

³⁷ Cf. V. Oung : « Considérations prudentielles sur la comptabilisation en juste valeur pour les établissements de crédit », dans le présent numéro du *Bulletin de la Banque de France*

³⁸ En ce qui concerne les réserves émises par la Banque d'Angleterre sur la comptabilisation à la juste valeur, cf. l'article intitulé « *Fair value accounting, capital standards, expected loss provisioning and financial stability* », *Financial Stability Review*, juin 2000

- Les bénéfices tirés de la transformation de ressources à court terme en emplois à long terme fluctueraient fortement en fonction des conditions générales de taux d'intérêt, ce qui pourrait inciter les banques à réduire fortement cette activité. Il s'ensuivrait une détérioration des conditions de prêt à taux fixe et à long terme, en particulier pour les ménages et les petites et moyennes entreprises dans l'incapacité de se procurer directement des fonds sur les marchés de capitaux.
- Il serait contraire au principe de prudence d'autoriser la comptabilisation de bénéfices latents sur des actifs ou passifs pour lesquels n'existent pas de marchés liquides. Ce traitement comptable entraînerait surtout une volatilité accrue des profits et des fonds propres des institutions financières. Les risques systémiques qui en résulteraient perturberaient nécessairement la stabilité financière.
- Bien que l'évaluation des opérations à la valeur du marché se justifie dans de nombreux cas, l'application du principe de la « juste valeur » comptable doit être subordonnée à la liquidité et à la négociabilité des instruments.
- L'application mécanique de la comptabilisation à la juste valeur au portefeuille bancaire pourrait amplifier le cycle de crédit, affectant le financement sans à-coups des économies nationales et, de ce fait, la stabilité financière internationale.

3.3. Promouvoir une politique monétaire stabilisatrice, condition du bon déroulement des cycles financiers

Il est primordial de rappeler qu'une politique monétaire sage, visant à la stabilité des prix, est une condition indispensable du déroulement sans heurt des cycles financiers. Une stratégie monétaire appropriée, en termes tant de taux d'intérêt que d'agrégats monétaires et de crédits, est essentielle à une prise de décision solidement étayée de la part des banques et intervenants de marché.

L'analyse minutieuse des indicateurs de liquidité, que constituent les agrégats monétaires, le crédit bancaire ou bien encore l'achat de titres par les banques, permet de diagnostiquer d'éventuelles anomalies entre les évolutions constatées dans la sphère réelle et celles observées dans la sphère financière. En effet, une progression trop vive des agrégats monétaires, ayant pour contrepartie une accélération marquée du crédit ou des achats de titres par les institutions financières monétaires, sans rapport avec la dynamique de l'activité réelle, peut créer une situation propice à l'alimentation et au développement d'éventuelles bulles financières.

La politique monétaire ne peut pas et ne doit pas avoir pour cible la stabilité des prix d'actifs financiers proprement dite. Ajouter la stabilité des prix des actifs à celle des prix à la consommation comporte de nombreux effets pervers : les banques centrales peuvent-elles s'ériger en juge du « bon » niveau des prix d'actifs ? Évidemment non ; elles ne peuvent et ne doivent non plus « garantir » les investisseurs contre les moins-values ou les plus-values excessives. Cependant, les banques centrales ont une responsabilité en matière de stabilité financière et elles savent, depuis l'exemple du Japon dans les années quatre-vingt, que l'objectif consistant à maintenir la stabilité des prix est essentiel, mais pas suffisant en cas de bulle financière.

Ces orientations constituent des exemples de mesures visant à améliorer le fonctionnement des cycles financiers et à lisser les interactions entre le cycle réel et le cycle financier. Une revue systématique des caractéristiques profondément ancrées dans les règles régissant la comptabilité, la fiscalité, les systèmes prudentiels et la concurrence, ainsi que les « codes de bonne conduite » et les « bonnes pratiques » en passe d'être généralisées, qui ont tendance à amplifier les cycles financiers et à favoriser les « comportements moutonniers », serait incontestablement très fructueuse. De nouveaux chantiers pourraient alors être engagés pour essayer d'améliorer ces règles et ces codes tout en préservant leurs objectifs fondamentaux et, si possible, en atténuant leurs éventuelles conséquences négatives en termes de stabilité financière mondiale.

Volatilité et mésalignement sur les marchés financiers

Cet article étudie le lien entre la volatilité et le mésalignement sur les marchés financiers. On présente tout d'abord le modèle de dividendes actualisés (dividend discount model, ou DDM) qui exprime la valeur fondamentale d'une action comme la valeur actualisée de la séquence future des dividendes anticipés. On met en évidence l'effet d'une prime de risque variable dans le temps et persistante sur la valeur fondamentale de l'action. Les résultats empiriques concernant la volatilité excessive des cours des actions ne permettent pas toutefois de valider le DDM. On présente alors différents modèles de détermination des cours pouvant expliquer le rejet du DDM. Les mésalignements durables peuvent résulter d'un comportement rationnel des investisseurs, dans le cas des bulles rationnelles, ou d'une forme de comportement irrationnel, comme les modes ou le mimétisme.

Le texte se compose d'une synthèse présentant l'essentiel des résultats sur le modèle DDM et les modèles alternatifs et d'une annexe qui développe les différents aspects techniques du DDM.

Éric JONDEAU
Direction générale des Études et des Relations internationales
Centre de Recherche

1. Le modèle de dividendes actualisés (DDM)

Dans le DDM de base, les rendements anticipés sont supposés constants au cours du temps. La valeur fondamentale d'une action est définie comme la valeur présente actualisée des dividendes futurs anticipés jusqu'à l'infini, l'actualisation étant menée avec un taux de rendement anticipé constant. Les relations fonctionnelles qui déterminent la valeur présente actualisée sont plus difficiles à analyser lorsque le rendement anticipé des actions peut varier dans le temps, car la relation entre les cours et les rendements devient alors non linéaire. Dans ce cadre d'analyse, des cours élevés doivent être suivis par des dividendes futurs anticipés élevés ou par des rendements futurs anticipés faibles.

Si les rendements dépendent d'une prime de risque variable et persistante, les variations de prix sont fonction des chocs affectant la prime de risque et peuvent présenter une volatilité excessive. En d'autres termes, le cours d'une action peut s'écarter de façon persistante de sa valeur fondamentale. Si les investisseurs s'attendent à une augmentation ultérieure de la prime de risque, le cours de l'action devrait baisser. Si cette hausse de la prime de risque est considérée comme temporaire, la baisse du cours devrait être relativement limitée, la prime de risque n'affectant que le premier facteur d'actualisation. Inversement, si la hausse de la prime de risque s'avère durable, elle devrait affecter plus significativement le cours de l'action, car on s'attend à une baisse de tous les facteurs d'actualisation. Certains chocs affectant l'économie à un instant donné peuvent donc influencer la prime de risque sur une longue période et être à l'origine des variations importantes des cours des actions.

La question de savoir si les cours des actions sont « trop volatils » est l'une des questions les plus débattues dans le monde de la finance. Les cours connaissent quotidiennement de larges fluctuations qui ne semblent pas refléter des changements dans les fondamentaux. Si cela est vrai, cela signifie que l'hypothèse de marché efficient est réfutée. Un candidat naturel, pour expliquer la volatilité excessive des cours des actions, est l'évolution des rendements anticipés. Un DDM incorporant une telle variabilité temporelle des rendements anticipés fournit une explication de ce phénomène. Cependant, les résultats empiriques suggèrent que les variations des rendements anticipés doivent être très importantes pour réconcilier le DDM avec les données. Deux études bien connues ont considéré des tests de volatilité autorisant des rendements anticipés variables dans le temps : Campbell et Shiller (1989) et West (1988). Aucun des deux articles ne trouve que le modèle de rendements anticipés variables explique, de façon rationnelle, l'évolution des prix des actions.

2. Les modèles alternatifs

Une première explication alternative de la volatilité excessive repose sur les *bulles rationnelles*. Les bulles rationnelles sont possibles à cause de l'indétermination des modèles à anticipations rationnelles. En effet, le DDM impose une condition, dite de transversalité, qui permet d'obtenir comme solution unique que le prix est égal à la valeur fondamentale de l'action. Cependant, en général, le modèle de valeur présente actualisée n'exclut pas la possibilité que le prix contienne une bulle explosive, à condition que la bulle croisse à un rythme égal au taux de rendement anticipé. Il est important de souligner que de telles bulles sont cohérentes avec l'hypothèse de rationalité du

comportement. Même si les investisseurs sont parfaitement rationnels, le prix des actions peut contenir une bulle et il peut exister un mésalignement persistant par rapport à la valeur fondamentale. Pourtant, l'investisseur utilise encore toute l'information disponible pour prévoir les prix et les rendements futurs. L'investisseur ne peut pas distinguer entre une augmentation du prix liée à la seule évolution des fondamentaux et une augmentation liée également à une bulle.

Une autre explication de la volatilité excessive peut être rattachée à la présence de *transactions bruitées* par des investisseurs naïfs. Selon cette interprétation, certains investisseurs se comportent de façon irrationnelle. Ces investisseurs bruiteurs (*noise traders*) peuvent être caractérisés par des comportements très différents. Par exemple, ils peuvent suivre des règles simplistes ou des tendances (comme dans l'analyse technique), ou suivre le sentiment des investisseurs (comportement mimétique), plutôt que d'agir sur la base des fondamentaux. Cette approche est capable d'engendrer des variations importantes des rendements anticipés et rend inopérants les modèles traditionnels d'évaluation des rendements.

On peut considérer un type particulier d'investisseur bruiteur, à savoir les investisseurs qui réagissent positivement aux hausses de prix. Par exemple, après une bonne nouvelle concernant les dividendes, les prix connaissent une augmentation initiale liée à l'action des fundamentalistes ; les investisseurs bruiteurs interviennent alors pour suivre le mouvement, accentuant ainsi la hausse des prix. Finalement, d'une part, les prix ont surréagi aux fondamentaux (la nouvelle concernant les dividendes), d'autre part, les prix sont excessivement volatils par rapport à ce qu'ils devraient être sous l'hypothèse de marché efficient. Enfin, les rendements apparaissent autocorrélés : sur de courts horizons, les rendements sont positivement corrélés ; sur de longs horizons, ils sont négativement corrélés.

Les investisseurs bruiteurs sont susceptibles d'affecter considérablement les prix de marché. Cela peut être le cas, en particulier, si les arbitragistes essaient d'anticiper les modifications de la demande par les investisseurs bruiteurs. En effet, si les arbitragistes ont une incitation à se comporter comme ces investisseurs, cela conduit à amplifier le mouvement. Il faut noter qu'il est difficile d'introduire le comportement d'investisseur bruiteur dans un cadre d'optimisation, puisque par définition ces investisseurs se comportent de façon irrationnelle. De Long, Shleifer, Summers et Waldmann (1990) ont toutefois proposé un modèle dans lequel les arbitragistes et les investisseurs bruiteurs maximisent leur utilité anticipée sur leur durée de vie. Dans ce modèle, le facteur déterminant, expliquant les écarts du prix par rapport à sa valeur fondamentale, est le degré d'erreur des investisseurs bruiteurs dans la perception des prix. Les prix sont affectés s'il existe une erreur d'évaluation systématique de la part des investisseurs bruiteurs. Mais, même si les investisseurs bruiteurs ont la même anticipation que les arbitragistes concernant les prix futurs, le prix de marché sera plus faible que la valeur fondamentale. Cela est dû au fait que la présence des investisseurs bruiteurs introduit une incertitude additionnelle qui se traduit par une augmentation de la prime de risque, puisque leurs décisions peuvent affecter les prix.

La persistance de l'écart du prix par rapport à la valeur fondamentale peut être introduite en supposant des erreurs d'évaluation persistantes de la part des investisseurs bruiteurs. Cela correspond à des comportements de mode. D'autres modèles d'investisseurs bruiteurs ont été proposés (comme Shleifer et Vishny, 1990, et Kirman, 1993), mais les implications restent semblables.

ANNEXE

Cette annexe développe les différents aspects techniques évoqués dans le corps du texte. Elle présente tout d'abord le DDM, avec son extension au cas de rendements anticipés variables dans le temps. Puis, elle analyse les tests du DDM fondés sur la mesure de la volatilité, qui ont conduit au rejet du DDM.

1. Le modèle de dividendes actualisés (DDM)

On étudie d'abord, dans cette section qui se réfère au modèle de Campbell, Lo et MacKinlay (1997), le modèle DDM de base et on détaille, dans un second temps, le modèle avec rendements anticipés variables dans le temps.

1.1. Le DDM de base

On commence par définir le rendement d'une action. Soit P_t le cours de l'action à l'instant t . À l'instant $t+1$, un investisseur reçoit un dividende égal à D_{t+1} et peut vendre l'action au cours P_{t+1} . Le rendement net simple est donc défini comme étant :

$$(1) \quad R_t = \frac{P_{t+1} - P_t + D_{t+1}}{P_t}$$

Il faut noter, tout d'abord, que P_t représente le cours de l'action à la fin de la période t . R_t représente le rendement de l'action détenue entre t et $t+1$. Le cours futur (P_{t+1}) et le dividende futur (D_{t+1}) étant inconnus à l'instant t , le rendement est également inconnu à l'instant t et n'est déterminé qu'à l'instant $t+1$. On suppose à présent que le rendement anticipé est constant, de sorte que $R_t^* = E_t[R_t] = R, \forall t$, avec $R > 0$. R peut être interprété comme le « rendement exigé », représentant la rémunération minimale de l'investisseur pour compenser la prise de risque. On obtient alors la relation entre le cours effectivement observé de l'action et le cours et le dividende anticipés sur la période suivante :

$$P_t = E_t \left[\frac{P_{t+1} + D_{t+1}}{1 + R} \right]$$

Cette expression peut être résolue vers l'avant, en substituant successivement les prix futurs et en utilisant la loi des espérances itérées¹. Après avoir résolu ce problème sur N périodes, on obtient :

$$P_t = E_t \left[\sum_{i=1}^N \left(\frac{1}{1+R} \right)^i D_{t+i} \right] + E_t \left[\left(\frac{1}{1+R} \right)^N P_{t+N} \right]$$

¹ La loi des espérances itérées établit simplement que $E_t[E_{t+1}(X_{t+2})] = E_t(X_{t+2})$.

On suppose maintenant que $N \rightarrow \infty$, de telle sorte que l'horizon s'accroît indéfiniment. De plus, on impose la condition de transversalité $\lim_{N \rightarrow \infty} E_t [(1+R)^{-N} P_{t+N}] = 0$, ce qui implique que le prix de l'action croît à un rythme inférieur à R . Cette condition permet d'éviter la présence de bulles rationnelles. Lorsque l'horizon s'étend à l'infini, on obtient la valeur fondamentale de l'action, qui devient :

$$(2) \quad P_t = E_t \left[\sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+R} \right)^i D_{t+i} \right]$$

Cela implique que le cours de l'action est égal à la valeur présente actualisée des dividendes futurs anticipés jusqu'à l'infini, avec un taux d'actualisation constant. En supposant à présent que les dividendes anticipés progressent à un taux constant μ , l'équation (2) peut s'écrire de la façon suivante :

$$P_t = D_t \left[\sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+R} \right)^i (1+\mu)^i \right] = D_t \frac{1+\mu}{R-\mu}$$

On retrouve le célèbre « modèle de croissance de Gordon » (Gordon, 1962) pour le cours d'une action avec un taux d'actualisation constant R et un taux de croissance du dividende μ . Cette relation suppose que $R - \mu > 0$.

1.2. Un DDM avec des rendements anticipés variables dans le temps

Jusqu'ici, on a supposé que le rendement anticipé est constant. Les relations fonctionnelles qui déterminent la valeur présente sont beaucoup plus difficiles à analyser lorsque le rendement des actions peut varier dans le temps, la relation entre les cours et les rendements devenant alors non linéaire. On adopte à ce stade une approximation log-linéaire, comme le proposent Campbell et Shiller (1988) et Poterba et Summers (1988). Cette approximation permet d'utiliser n'importe quel modèle de rendements anticipés pour calculer le comportement du prix des actifs et pas seulement le modèle de rendements anticipés constants. On peut récrire l'équation (1), représentant le rendement d'une action, sous une forme log-linéaire avec $p_t = \ln(P_t)$, $d_t = \ln(D_t)$ et $r_t = \ln(1+R_t)$. Après simplifications, on obtient :

$$r_t = p_{t+1} - p_t + \ln[1 + \exp(d_{t+1} - p_{t+1})]$$

Le dernier terme de cette expression est une fonction non linéaire du ratio logarithmique dividende/prix ($d_{t+1} - p_{t+1}$). On peut obtenir une approximation de cette fonction autour du ratio dividende/prix moyen en utilisant un développement de Taylor du premier ordre. Après quelques calculs simples, on obtient :

$$(3) \quad r_t = k + \rho p_{t+1} + (1 - \rho) d_{t+1} - p_t$$

avec $\rho = 1/[1 + \exp(\overline{d-p})]$ et $k = -\ln(\rho) - (1 - \rho)\ln[(1 - \rho)/\rho]$. L'expression $\overline{d-p}$ représente la moyenne de $(d_t - p_t)$. À présent, en résolvant par substitutions successives des prix futurs dans l'équation (3), on obtient l'expression suivante pour la valeur fondamentale d'une action :

$$p_t = \frac{k}{1-\rho} + \sum_{i=0}^{\infty} \rho^i [(1-\rho)d_{t+i} - r_{t+i}]$$

dans laquelle on impose, de nouveau, la condition de transversalité $\lim_{N \rightarrow \infty} E_t[\rho^{-N} p_{t+N}] = 0$. Cette relation est proche de l'équation (2). Elle indique que si le cours d'une action est élevé aujourd'hui, cela doit traduire l'existence de dividendes élevés et de faibles rendements dans le futur. En outre, comme $p_t = E_t[p_t]$, on a aussi :

$$(4) \quad p_t = \frac{k}{1-\rho} + E_t \left[\sum_{i=0}^{\infty} \rho^i [(1-\rho)d_{t+i} - r_{t+i}] \right]$$

Si le cours de l'action est élevé aujourd'hui, alors les investisseurs doivent s'attendre à des dividendes élevés et de faibles rendements dans le futur. Par commodité, cette relation est simplifiée de la façon suivante :

$$p_t = \frac{k}{1-\rho} + p_{d,t} - p_{r,t}$$

où $p_{d,t}$ est la valeur présente actualisée de $(1 - \rho)$ multiplié par le logarithme des dividendes futurs et $p_{r,t}$ la valeur présente actualisée du logarithme des rendements futurs.

On suppose à présent que le logarithme des rendements anticipés est une constante r plus une variable d'espérance nulle x_t : $E_t[r_{t+i}] = r + x_t$, où x_t peut être interprété comme une prime de risque variable dans le temps. On suppose également que x_t suit un processus autorégressif d'ordre 1 : $x_{t+1} = \varphi x_t + \xi_{t+1}$, avec $E_t[\xi_{t+1}] = 0$ et $-1 < \varphi < 1$. Quand φ est proche de 1, le processus x_t est fortement persistant. Ceci implique que la variance de x_t (notée σ_x^2) et celle de ξ_t (notée σ_ξ^2) sont liées de la façon suivante : $\sigma_x^2 = \sigma_\xi^2 / (1 - \varphi^2)$. Le rendement en $t + i$ anticipé à la date t s'écrit alors : $E_t[r_{t+i}] = r + \varphi^i x_t$, et on obtient :

$$(5) \quad p_{r,t} = E_t \left[\sum_{i=0}^{\infty} \rho^i r_{t+i} \right] = \frac{r}{1-\rho} + \frac{x_t}{1-\rho\varphi}$$

Cette équation montre l'effet sur le cours de l'action d'une variation du rendement anticipé. Une modification de ce dernier influence plus fortement le cours de l'action quand elle est durable. Quand la valeur de ρ est proche de 1, une progression de 1 % du rendement anticipé aujourd'hui fait baisser le cours de l'action de 2 % environ si $\varphi = 0,5$ et de 10 % environ si $\varphi = 0,9$. Cet exemple illustre un résultat important. La variabilité des rendements anticipés est mesurée par l'écart-type

de x_t . Si celui-ci est faible, on est tenté de conclure que des rendements anticipés variables dans le temps influencent peu les cours des actions, en d'autres termes que la variabilité de $p_{r,t}$ est faible. L'équation (5) montre que cette conclusion est trop hâtive : si les rendements anticipés varient de manière persistante, $p_{r,t}$ peut être très variable même quand x_t ne l'est pas.

2. Les tests de volatilité du DDM

Comme le montre le DDM, les mouvements importants des cours et des fondamentaux (c'est-à-dire les dividendes) sont globalement corrélés à des horizons éloignés. Cependant, pendant de longues périodes, les cours peuvent s'écarter des fondamentaux. On considère maintenant des tests du modèle d'évaluation rationnelle (le DDM) fondés sur des bornes de variance. Les tests de bornes de variance examinent si la variance des cours des actions est compatible avec la variabilité des fondamentaux induite par l'équation (2).

LeRoy et Porter (1981) et Shiller (1981) ont lancé un débat au début des années quatre-vingt, en affirmant que les cours des actions étaient trop volatils pour constituer des prévisions rationnelles des dividendes futurs actualisés à un taux constant. Depuis, la controverse s'est éteinte. D'abord, parce qu'on comprend mieux à présent que le fait de réfuter le modèle de rendement anticipé constant ne revient pas à rejeter l'hypothèse de marché efficient. Ensuite, parce que les tests de régression ont convaincu de nombreux économistes que les rendements anticipés des actions sont variables dans le temps plutôt que constants.

Le modèle de Shiller pour la détermination des cours des actions repose sur la formule d'évaluation rationnelle. Le cours des actions est déterminé par les fondamentaux économiques, à savoir la valeur présente actualisée des dividendes futurs anticipés, comme dans l'équation (2). On définit également le cours, en prévision parfaite, d'une action, P_t^* , comme :

$$P_t^* = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^i D_{t+i}$$

Il s'agit du cours qui prévaudrait si les investisseurs connaissaient précisément la séquence des dividendes et des rendements futurs. On suppose que les rendements futurs des actions sont connus à l'instant t . Dans ce cas, P_t et P_t^* ne diffèrent que de la somme des erreurs de prévision des dividendes, qui s'écrivent $\omega_{t+i} = D_{t+i} - E_t[D_{t+i}]$, pondérées par les facteurs d'actualisation comme suit :

$$P_t^* - P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^i \omega_{t+i}$$

Si les investisseurs ne commettent pas d'erreurs de prévision systématiques, ces erreurs doivent être aussi souvent positives que négatives sur longue période. On peut ainsi s'attendre à ce que la somme pondérée des ω_{t+i} soit faible et à ce que les larges variations de P_t^* soient liées à celles de P_t . Si $P_t = E_t[P_t^*]$, alors

$P_t^* = P_t + \eta_t$, où η_t est la moyenne pondérée des erreurs de prévision des dividendes. Si les investisseurs sont rationnels, η_t est indépendant de toute l'information disponible à l'instant t où ils effectuent leurs prévisions. η_t est notamment indépendant du cours de l'action à l'instant t . On doit donc avoir $V[P_t^*] = V[P_t] + V[\eta_t]$. Finalement, la variance de l'erreur de prévision étant positive, on obtient la condition suivante pour le ratio de variance :

$$(6) \quad V[P_t^*]/V[P_t] > 1$$

Si les cours des actions sont fixés en fonction de la formule d'évaluation rationnelle, si les investisseurs sont rationnels dans leur traitement des informations et si le facteur d'actualisation est constant, on s'attend à ce que l'inégalité de variance soit vérifiée et à ce que le ratio de variance soit supérieur à l'unité.

Les travaux sur ces tests de volatilité ont généralement conclu que les cours des actions américaines sont trop volatils par rapport aux prévisions du DDM, l'inégalité (6) se trouvant nettement contredite (Shiller, 1981, LeRoy et Porter, 1981). Shiller (1981) a tenté de vérifier si l'hypothèse d'une variabilité temporelle des rendements anticipés permet de rétablir l'égalité entre la variance du cours en prévision parfaite et la variance du cours effectivement observé. Cependant, la variabilité historique effective des taux d'intérêt est très nettement inférieure à celle nécessaire pour « sauver » le test de volatilité. Par conséquent, un taux d'intérêt variable dans le temps ne semble pas expliquer pourquoi l'inégalité de variance est mise en défaut.

Le test de volatilité est fondé sur l'hypothèse que les prix des actions sont stationnaires. Quand ils sont non stationnaires, la moyenne et la variance des prix varient au cours du temps et le test de la relation $V[P_t^*] > V[P_t]$ devrait être théoriquement mis en œuvre à chaque date t . On doit donc disposer d'une autre inégalité de variance portant sur une transformation des variables P_t et P_t^* en de nouvelles variables stationnaires. Mankiw, Romer et Shapiro (1985) suggèrent de régler ce problème en considérant la variabilité de P_t et P_t^* par rapport à une prévision naïve P_t^0 . Pour définir cette prévision naïve, ils supposent que les dividendes suivent une marche aléatoire, de sorte que $E_t[D_{t+i}] = D_t$. Donc, en utilisant la formule d'évaluation rationnelle, la prévision naïve s'écrit $P_t^0 = D_t/R$. On obtient alors la relation

$$(7) \quad E\left(\frac{P_t^* - P_t^0}{P_t}\right)^2 = E\left(\frac{P_t^* - P_t}{P_t}\right)^2 + E\left(\frac{P_t - P_t^0}{P_t}\right)^2$$

et les inégalités suivantes

$$E\left(\frac{P_t^* - P_t^0}{P_t}\right)^2 \geq E\left(\frac{P_t^* - P_t}{P_t}\right)^2 \quad \text{et} \quad E\left(\frac{P_t^* - P_t^0}{P_t}\right)^2 \geq E\left(\frac{P_t - P_t^0}{P_t}\right)^2$$

Tout d'abord, dans les inégalités ci-dessus, chaque élément des expressions est *a priori* stationnaire, et, en divisant par P_t , on limite les problèmes d'hétéroscédasticité. La première inégalité établit que le prix du marché est un meilleur prédicteur du prix rationnel *ex post* P_t^* que la prévision naïve P_t^0 et qu'il

devrait donc présenter une erreur moyenne au carré plus petite. La seconde inégalité établit que le prix rationnel *ex post* P_i^* est plus volatil autour de la prévision naïve que le prix de marché. Cette formulation est analogue à l'inégalité de volatilité de Shiller. Mankiw, Romer et Shapiro (1991) ont testé l'égalité (7) à partir de données annuelles sur la période 1871-1988. Ils rejettent l'hypothèse d'efficience des marchés, mais seulement au seuil de risque de 5%. De plus, Gilles et LeRoy (1991) ont trouvé que le rejet du DDM est loin d'être définitif statistiquement et une grande attention est nécessaire pour établir un résultat clair sur ce sujet.

Un candidat naturel pour expliquer la volatilité excessive des prix est l'évolution des rendements anticipés. Un DDM incorporant une telle variabilité temporelle des rendements anticipés a été présenté dans le paragraphe 1.2. ci-dessus. Cependant, les résultats empiriques suggèrent que les variations des rendements anticipés doivent être importantes pour réconcilier le DDM avec les données. Deux études ont considéré des tests de volatilité autorisant des rendements anticipés variables dans le temps : Campbell et Shiller (1989) et West (1988). Aucun des deux articles ne trouve que le modèle de rendements anticipés variables explique, de façon rationnelle, l'évolution des prix des actions.

Références bibliographiques

Campbell (J. Y.) et Shiller (R. J.) (1988) : « Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends », *Journal of Finance*, 43(3), 661-676.

Campbell (J. Y.) et Shiller (R. J.) (1989) : « The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors », *Review of Financial Studies*, 1, 195-228.

Campbell, J.Y., Lo, A.W., MacKinlay, A.C. (1997) : « The Econometrics of Financial Markets », *Princeton University Press*.

De Long (J. B.), Shleifer (A.), Summers (L. H.) et Waldmann (R. J.) (1990) : « Noise Trader Risk in Financial Markets », *Journal of Political Economy*, 98(4), 703-738.

Gilles (C.) et LeRoy (S. F.) (1991) : « Econometric Aspects of the Variance-Bounds Tests: A Survey », *Review of Financial Studies*, 4(4), 753-791.

Gordon (M. J.) (1962) : *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Irwin, Homewood Ill.

Kirman (A.) (1993) : « Testing for Bubbles », *Discussion Paper*, European University Institute, Florence.

LeRoy (S. F.) et Porter (R. D.) (1981) : « The Present-Value Relation: Tests Based on Implied Variance Bounds », *Econometrica*, 49, 555-574.

Mankiw (N. G.), Romer (D.) et Shapiro (M. D.) (1985), : « An Unbiased Reexamination of Stock Market Volatility », *Journal of Finance*, 40(3), 677-689.

Mankiw (N. G.), Romer (D.) et Shapiro (M. D.) (1991) : « Stock Market Forecastability and Volatility: A Statistical Appraisal », *Review of Economic Studies*, 58(3), 455-477.

Poterba (J. M.) et Summers (L. H.) (1988) : « Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications », *American Economic Review*, 76(5), 1142-1151.

Shiller (R. J.) (1981) : « Do Stock Price Move too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? », *American Economic Review*, 71, 457-498.

Shiller (R. J.) (1989) : *Market Volatility*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Shleifer (A.) et Vishny (R. W.) (1990) : « Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms », *American Economic Review - Papers and Proceedings*, 80(2), 148-153.

West (K. D.) (1988) : « Dividend Innovations and Stock Price Volatility », *Econometrica*, 56(1), 37-61.

Les problèmes de mesure de sensibilité du cycle réel au cycle financier

Au cours des années récentes, de nombreux travaux ont porté sur l'existence d'une relation entre les cycles des prix d'actifs financiers et ceux de l'activité réelle. Le présent article retrace brièvement les conclusions de quelques uns d'entre eux. Il s'attache plus particulièrement à examiner les problèmes de mesure du degré de sensibilité du cycle réel au cycle financier.

Sanvi AVOUYI-DOVI
*Direction générale des Études et des Relations internationales
Centre de recherche*

L'existence de cycles de prix d'actifs (cours des actions, immobilier, etc.) dans les principaux pays industrialisés est désormais bien documentée. D'un point de vue empirique, les phases de contraction de ces prix vont souvent de pair avec celles de l'activité économique réelle. Cette observation est cohérente avec la théorie selon laquelle la modification du prix des actifs devrait refléter l'évolution des variables économiques fondamentales dans l'hypothèse de marchés efficients et exempts de distorsions réglementaires. Elle permet de valider l'hypothèse de l'existence d'une corrélation non nulle entre les cycles des prix d'actifs et ceux de l'activité réelle.

Par ailleurs, de nombreux travaux montrent qu'il existe des « effets de contagion » entre les marchés d'actifs financiers. Les fluctuations du prix des actifs se transmettent d'un marché à un autre et peuvent affecter simultanément les cycles réels dans plusieurs pays. Dans un article récent¹, les experts du Fonds monétaire international (FMI) ont montré par exemple que les cycles d'activité des États-Unis coïncident avec ceux du Canada, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, tandis que les cycles d'activité du Japon peuvent être rapprochés de ceux de l'Allemagne ou de l'Italie. Cela résulte notamment du fait qu'une forte chute du prix des actifs sur les marchés américains peut se traduire par une contraction de la production au Canada, en Allemagne ou au Royaume-Uni.

Admettre que les fluctuations des marchés financiers peuvent se transmettre à l'économie réelle suggère de mesurer la sensibilité du produit intérieur brut (PIB) et de ses composantes aux variations des prix des actifs. Comment peut-on évaluer cette sensibilité ? Peut-on supposer que les effets des cycles financiers sur l'activité réelle sont permanents, durables ou transitoires ? Peut-on distinguer les différents agrégats macroéconomiques par leur degré de sensibilité aux cycles des prix des actifs ? Répondre à ces questions est l'un des enjeux majeurs de l'analyse de la liaison cycles financiers / cycles réels.

Deux exemples peuvent illustrer les problèmes de mesure du degré de sensibilité du cycle réel au cycle financier. Dans le premier cas, on se réfère à l'estimation d'un paramètre mesurant l'effet de certains indicateurs financiers sur la volatilité de variables macroéconomiques telles que le PIB, la consommation ou l'investissement. Dans le second cas, on étudie l'incidence des crises financières sur les variables macroéconomiques réelles et financières.

1. Incidence d'une crise financière sur l'activité : l'impact du niveau de développement du secteur financier

Il s'agit de tester l'idée selon laquelle le degré de développement des marchés financiers a une incidence sur la capacité d'absorption des chocs des différentes économies. Ainsi, une économie à haut niveau de développement du système financier aurait une plus ou moins grande aptitude à absorber des chocs financiers en raison de sa capacité à opérer une meilleure répartition des risques. Une diversification appropriée des portefeuilles atténuerait par conséquent les effets de la volatilité des marchés financiers sur l'activité réelle.

¹ Mc Dermott (C.J.) et Scott (A.) (2000)

Le modèle de base utilisé ici est tiré d'une récente étude du Système de réserve fédéral². Il relie la volatilité des agrégats macroéconomiques (représentée par l'écart-type empirique du PIB par tête par exemple) à des indicateurs mesurant le niveau de développement du secteur financier. Ceux-ci sont retracés par différents ratios, tels que : M2 sur PIB ; créances sur le secteur privé non financier sur PIB ; créances sur le secteur privé non financier sur encours total de crédits aux résidents. Ces indicateurs sont très différents : les deux premiers sont des « mesures financières larges » ; le dernier peut être considéré comme un indicateur étroit ou spécifique. Par ailleurs, on montre à l'aide des statistiques descriptives qu'ils sont très faiblement corrélés. Ils ne sont donc pas associés aux mêmes sous-jacents économiques. De ce fait, on peut les intégrer dans une même relation afin de déterminer leur effet conjoint sur la volatilité de l'activité réelle.

L'équation utilisée dans l'étude est la suivante :

$$\mu_i : V_{i,t} = \mu_i + \lambda_t + \beta_1 Findev_{i,t-1} + \beta_2 X_{i,t} + v_{i,t}$$

Où $V_{i,t}$ est l'écart-type de la croissance en volume de la consommation, de l'investissement ou du PIB par habitant à l'instant t dans le pays i , μ_i décrit un effet spécifique au pays, λ_t est un effet lié aux dates, $Findev_{i,t-1}$ est un indicateur du développement financier du pays i en $(t-1)$, $X_{i,t}$ représente les variables de contrôle supplémentaires, $v_{i,t}$ est le terme d'erreur.

Les principales conclusions de l'étude corroborent dans l'ensemble l'idée selon laquelle le degré de développement financier agit sur l'activité. Ces conclusions doivent cependant être largement nuancées.

Tableau 1
Variables dépendantes : Croissance du PIB, de la consommation et de l'investissement, en taux annuels (a)
(écarts-type)

	PIB/habitant			Consommation			Investissement		
	T1	T2	T3	T1	T2	T3	T1	T2	T3
M2/PIB	NS			NS			NS		
Créances sur secteur privé/total crédits résidents (b)		- 1,68**			- 1,78**			- 2,60**	
Créances sur secteur privé/PIB			NS			NS			NS
Nombre d'observations	192	197	198	192	198	197	190	197	197

(a) Selon les auteurs, ces résultats correspondent aux régressions robustes. * et ** : résultats significatifs à un seuil de 10 % et 5 %. D'autres variables sont incorporées dans la régression mais ne figurent pas ici.

(b) Encours des créances sur le secteur privé non financier et encours total des crédits aux résidents

NS : résultat non significatif

T_i , $i = 1, 2, 3$, désigne le modèle de type i .

Sources : Denizer (C.), Iyigun (M.F.) and Owen (A.L.) (2000)

² Denizer (C.), Iyigun (M.F.) et Owen (A.L.) (2000)

Lorsque l'on essaie de tester séparément les effets des différents indicateurs de développement sur la volatilité de « l'activité réelle », seul le ratio « créances sur le secteur privé non financier par rapport à l'encours total de crédits aux résidents » a une influence négative et significative sur les volatilités du PIB, de la consommation et de l'investissement. L'impact des autres indicateurs sur la volatilité des agrégats macroéconomiques est soit faible ou non significatif, soit peu réaliste (au sens où, par exemple, les principales composantes du PIB sont sensibles à certains indicateurs alors que le PIB ne l'est pas).

Lorsque l'on cherche à évaluer les effets joints de tous les indicateurs en estimant une relation dans laquelle ils apparaissent tous, on obtient des résultats sensiblement différents des précédents. Par exemple, le ratio « créances sur le secteur privé non financier sur l'encours total de crédits aux résidents » n'a plus d'effet significatif sur la volatilité de l'investissement. Dès lors, on peut avoir des doutes sur la robustesse des estimations. En particulier, les résultats empiriques dépendent largement du choix des indicateurs de développement du système financier et, sans doute, de la spécification du modèle de base.

2. Crise du système bancaire et variables économiques financières et réelles

La littérature empirique concernant les crises du système bancaire s'est considérablement développée ces dernières années. Une partie de ces travaux porte sur l'identification des déterminants des crises (ou indicateurs d'alerte) tandis que l'autre étudie les conséquences économiques des crises affectant les systèmes bancaires³. On définit une crise bancaire comme une phase de l'activité de ce secteur au cours de laquelle des compartiments importants du système bancaire manquent de liquidité ou deviennent non solvables. L'analyse des conséquences des crises bancaires est abordée sur la base d'une étude récente publiée par le FMI⁴. L'approche retenue consiste à tester si les principales variables macroéconomiques s'écartent de manière significative de leur tendance antérieure après une crise de ce type. Pour cela, on retient les trois années précédant la crise comme période de référence de la situation antérieure ; on étudie ensuite les effets de la crise sur quatre ans (l'année du choc et les trois suivantes). Le modèle permet d'établir une relation entre un agrégat réel ou financier et des variables muettes correspondant aux quatre années postérieures au choc. D'une manière plus précise, on vise à expliquer le taux de croissance du PIB (ou celui des crédits) par quatre variables prenant la valeur 0 quelle que soit la date sauf l'année de la crise et les trois années suivantes (i.e. la première variable vaut 1 l'année de la crise et zéro ailleurs ; la deuxième vaut 1 la première année suivant la crise et 0 ailleurs, ainsi de suite).

³ Cf. par exemple, Eichengreen (B.) et Rose (K.) (1998)

⁴ Demirgüç-Kunt (A.), Detragiache (E.) et Gupta (P.) (2000)

Tableau 2
**Effets de la crise bancaire (intervenant à la date T)
 sur des agrégats réels ou financiers (a)**

	T (b)	T+1	T+2	T+3
Croissance du PIB	- 3,913***	- 3,519***	NS	NS
Croissance des crédits (c)	- 6,761***	- 7,390***	- 7,178***	- 5,687**
Crédits/PIB (c)	6,046***	7,849***	6,748***	5,646**
Investissement/PIB	NS	- 1,067**	NS	NS
Taux débiteur réel	10,504**	NS	NS	NS
Inflation	19,166**	27,785**	23,820**	18,177***
Dépréciation du taux de change	28,714***	36,968**	30,384***	23,232***

(a) *, ** et *** : résultats significatifs respectivement à un seuil de 10, 5 et 1 %. L'échantillon de référence porte sur 36 crises bancaires qui se sont produites dans 35 pays différents.

(b) T : année de la crise bancaire

(c) Encours des crédits au secteur privé non financier

NS : résultat non significatif

Source : Demirgüç-Kunt (A.), Detragiache (E.) et Gupta (P.) (2000)

Des résultats des estimations, on tire les conclusions suivantes :

- le taux de croissance du PIB baisse durant l'année de la crise et la suivante mais au-delà on ne note plus aucun effet significatif. L'effet des crises bancaires sur le taux d'investissement atteint son apogée juste un an après la crise et n'est plus significatif dès la deuxième année. Ainsi, l'impact de ce type de crise sur l'activité économique s'estompe dès la fin de l'année T+1 (où T correspond à l'année du choc). De tels effets transitoires paraissent conformes aux observations relevées après les crises qui se sont produites en Asie de l'Est et en Russie ;
- les crédits au secteur privé reculent très fortement durant la crise. Cet effet perdure pratiquement avec la même intensité pendant les trois années suivantes. En revanche, les crises bancaires ont un effet positif et très significatif sur le ratio crédits au secteur privé sur PIB. De fait, la baisse du PIB est plus importante que le recul des crédits de telle sorte que le ratio précédent augmente sensiblement au cours des quatre années. De ce point de vue, il semble délicat d'étudier séparément l'évolution des crédits et celle du PIB durant et après une crise bancaire ;
- l'inflation et la dépréciation de la monnaie nationale s'accroissent très fortement : le taux de change est clairement la variable la plus sensible aux crises du système bancaire. Le taux d'intérêt débiteur réel de court terme s'accroît de manière significative durant l'année du choc en raison d'une hausse de la prime liée au risque de défaillance.

Tableau 3
Impact du niveau de développement (a)

	TxDEV	T+1xDEV	T+2xDEV	T+3xDEV
Croissance du PIB	NS	NS	- 0,229***	- 0,220**
Investissement	NS	NS	- 0,279***	- 0,362***
Croissance des crédits (b)	NS	- 0,802***	- 0,876***	- 1,376**
Crédits/PIB (b)	0,338**	0,276*	0,288**	NS

(a) *, ** et *** : résultats significatifs à un seuil de 10, 5 et 1 %
DEV est le PIB par habitant. Ne sont présentés ici que les coefficients des variables de développement.
(b) Encours des crédits au secteur privé non financier
NS : résultat non significatif

Source : Demirgüç-Kunt (A.), Detragiache (E.) et Gupta (P.) (2000)

Une analyse plus centrée sur les différents groupes de pays (identifiés par un indicateur de développement économique, le PIB par habitant) montre que le PIB, l'investissement et l'encours de crédits reculent significativement et durablement dans les pays à PIB par tête élevé à l'issue d'une crise bancaire. En revanche, le ratio crédits sur PIB augmente significativement avec le niveau de développement pendant l'année de la crise et au cours des deux années suivantes.

Pour tester la robustesse des résultats, les auteurs de l'article cité plus haut, ont examiné l'impact d'une correction des effets de valorisation dus aux variations des taux de change sur les crédits et les dépôts et ont trouvé que ces corrections ne modifient pas les résultats. Notons, toutefois, que si la méthode de correction utilisée n'a aucun fondement théorique ceci remet en cause la pertinence du test de robustesse.

D'autres critiques peuvent être formulées à l'encontre de ce type d'approche. En premier lieu, le fait que la définition de la notion de crise n'est pas fondée sur un critère statistique ou économique clair fragilise les résultats. Ensuite, il n'est pas évident que les trois années précédant une crise bancaire correspondent forcément à une phase de comportement « normal » des variables concernées. En d'autres termes, la datation effective d'une crise ne correspond pas nécessairement à la date de son apparition définie selon les critères retenus dans l'étude présentée ici. À l'évidence, dans une analyse de ce type, le choix des phases de référence joue un rôle essentiel. Enfin, il serait intéressant de montrer que les effets de la crise peuvent persister au-delà de trois ans. Cela supposerait que celle-ci est susceptible de déclencher un processus dynamique plus complexe que ne le suggère le modèle retenu. Au total, il se pourrait que les résultats empiriques dépendent fortement des choix des périodes de référence et des variables du modèle. Les conclusions tirées de ce type d'étude doivent donc être manipulées avec précaution.

Références bibliographiques

Demirgüç-Kunt (A.), Detragiache (E.) et Gupta (P.) (2000) : « Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress », *IMF Working Paper*, WP/00/156, octobre 2000

Denizer (C.), Iyigun (M.F.) et Owen (A.L.) (2000) : « Finance and Macroeconomic Volatility », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, n°670, juin 2000

Eichengreen (B.) et Rose (K.) (1998) : « Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crises », *NBER Working Paper*, n°6370

Mc Dermott (C.J.) et Scott (A.) (2000) : « Concordance in Business Cycles », *IMF Working Papers*, WP/00/37, mars 2000

Le comportement mimétique sur les marchés de capitaux

Cette analyse de la littérature, consacrée au comportement mimétique (ou « moutonnier ») sur les marchés de capitaux, s'appuie sur deux articles récents de Devenow et Welch (1996) et Bikhchandani et Sharma (2000). Le « mimétisme », qui est généralement défini comme un ensemble de comportements individuels présentant des corrélations, peut dans certains cas refléter une attitude rationnelle des individus. On présente différentes situations dans lesquelles un tel mimétisme rationnel peut apparaître sur les marchés de capitaux. Enfin, on expose les résultats de tests empiriques récents. Ils tendent à indiquer que, sur les marchés développés, les investisseurs font effectivement montre d'un certain mimétisme. Sur les marchés émergents, ce comportement apparaît plus clairement, probablement du fait de moindres exigences d'information et d'un accès à l'information plus coûteux.

Éric JONDEAU

*Direction générale des Études et des Relations internationales
Centre de Recherche*

1. Définition du comportement mimétique

De manière générale, le « mimétisme » peut être défini comme un ensemble de comportements individuels présentant des corrélations. Toutefois, de nombreux investisseurs peuvent être amenés à acheter les mêmes titres pour la simple raison que, agissant en toute indépendance, ils ont reçu des informations corrélées. Par conséquent, la notion de mimétisme suppose une prise de décision à la fois systématique et erronée de la part d'un groupe. Intuitivement, un investisseur agit par mimétisme quand il est prêt à effectuer un placement donné en ignorant les décisions des autres investisseurs, mais qu'il change d'avis lorsqu'il constate que ces derniers ont renoncé à ce placement.

Il y a plusieurs explications au fait que les investisseurs rationnels sont influencés par les décisions de leurs pairs. Premièrement, ces derniers sont susceptibles de détenir une information privée sur le rendement du placement envisagé et leurs décisions révèlent cette information. Deuxièmement, il est intéressant, pour un gestionnaire de fonds, d'imiter les autres gestionnaires lorsque son mode de rémunération est fondé sur un rendement de référence. En dernier lieu, les investisseurs peuvent avoir une préférence intrinsèque pour le conformisme.

Il convient de distinguer le « mimétisme intentionnel » du « mimétisme fallacieux ». Ce dernier comportement intervient lorsqu'un groupe a les mêmes objectifs et dispose du même ensemble d'informations et que chacun de ses membres prend des décisions analogues de manière indépendante. Cette forme de mimétisme peut s'appuyer sur des éléments fondamentaux. Par exemple, une hausse inattendue des taux d'intérêt a pour effet de réduire l'attrait des actions : tous les investisseurs rationnels peuvent alors être amenés à réduire la part de ces titres dans leur portefeuille, sans que leur comportement puisse être, pour autant, qualifié de mimétique. Le mimétisme est intentionnel lorsque les investisseurs imitent délibérément le comportement de leurs pairs.

Le mimétisme peut également être irrationnel, notamment lorsque les investisseurs adoptent une stratégie de placement dynamique (réactivité positive, ou *positive feedback*), c'est-à-dire lorsqu'ils achètent des actions ayant récemment enregistré des performances supérieures à l'indice de référence. Cette forme de comportement mimétique n'est pas rationnelle sous l'hypothèse de marché efficient, étant donné que les prix de marché sont censés rendre compte de l'ensemble de l'information disponible.

2. Les causes du comportement mimétique rationnel

2.1. Modèles fondés sur l'information : les cascades

Le modèle de base des cascades suppose que tous les investisseurs ont accès, au même prix, à l'ensemble des opportunités de placement¹. Dans le modèle fondé sur l'information, les investisseurs peuvent observer les actions de leurs pairs, mais n'ont

¹ Cette hypothèse exclut le cas où la décision d'un investisseur affecte l'utilité des autres agents, ce qui est l'explication classique des paniques bancaires. Ce modèle n'est pas adapté aux marchés de capitaux, puisque les décisions d'investissement agissent sur les prix et, de ce fait, sur les décisions des futurs investisseurs. En revanche, cette hypothèse est cohérente avec le fonctionnement des investissements directs à l'étranger dans des pays pratiquant un système de taux de change fixe. On examine ce modèle en premier, toutefois, en raison de sa simplicité.

pas accès à leurs informations privées ou aux signaux qu'ils reçoivent. L'idée est qu'ils tirent des informations utiles de l'observation des décisions prises par les investisseurs en amont, au point d'ignorer, de façon rationnelle, leurs propres informations privées. Ainsi, une fois qu'une cascade est déclenchée, les décisions des investisseurs ne donnent plus aucune information sur leurs signaux aux investisseurs en aval. Or, l'optimum économique exigerait que chaque investisseur suive le signal qu'il a reçu à titre privé, car ce signal viendrait enrichir la somme des connaissances au profit de ses pairs. Le mimétisme crée ainsi une externalité négative dans la mesure où, dès que la cascade se déclenche, l'information publique cesse de s'accumuler.

Dans la littérature économique, les cascades ont contribué à expliquer des phénomènes empiriques tels que les décisions des gestionnaires de verser des dividendes, celles des déposants de déclencher une panique financière en effectuant des retraits massifs, celles des assureurs de garantir certains types de risques, celles des entreprises d'investir dans la recherche-développement dans un secteur particulier et celles des analystes de recommander l'achat de telle ou telle valeur.

Le comportement mimétique décrit par le modèle des cascades apparaît toutefois peu réaliste. D'une part, le déclenchement de la cascade est déterminé par le comportement des tout premiers investisseurs ; d'autre part, l'apparition d'une nouvelle information, aussi succincte soit-elle, peut interrompre la cascade. En outre, dans le modèle de base des cascades, le prix est fixé *ex ante* et ne varie pas. Les cascades pourraient s'appliquer aux marchés d'actifs si les prix n'y variaient pas de façon instantanée et sans à-coups (Avery et Zemsky, 1998). Or, après chaque décision d'achat ou de vente, le cours d'une action s'ajuste, prenant en compte l'information révélée par cette décision. Toutefois, le prix s'ajuste de manière à ce que, à partir des seules informations publiquement disponibles, il est indifférent à l'investisseur d'acheter ou de vendre. Dès lors, celui-ci suit sa propre information privée. En conséquence, il ne se déclenche jamais de cascade d'informations sur les marchés d'actifs. De ce point de vue, le marché boursier satisfait l'hypothèse d'efficience informationnelle, puisque le prix reflète les éléments fondamentaux et qu'il n'y a pas d'erreur dans la fixation des prix, ce qui est incompatible avec les hypothèses du modèle de cascade.

Pour obtenir une cascade sur les marchés de capitaux, on doit ajouter une autre dimension à l'incertitude sous-jacente du modèle de base. Par exemple, il peut y avoir une incertitude quant à la justesse de l'information dont disposent les investisseurs. Dans ce cas, un comportement mimétique peut survenir, même si les investisseurs sont rationnels, et aboutir à ce que les prix ne reflètent plus l'ensemble de l'information privée de ces derniers. En effet, une séquence de décisions identiques peut intervenir sur un marché bien informé parce que la plupart des investisseurs reçoivent le même signal d'information privée ou sur un marché insuffisamment informé parce que, mal informés, ils adoptent un comportement mimétique.

2.2. Modèles fondés sur la réputation

Le comportement mimétique rationnel peut également s'expliquer par des considérations tenant aux relations principal-agent. La performance des gestionnaires est souvent mesurée de façon relative plutôt qu'absolue. Chacun d'entre eux reçoit un signal d'information sur la rentabilité d'un investissement donné. Si l'investisseur est très compétent, le signal est informatif, alors que s'il l'est peu, le signal est un simple bruit. Ni le gestionnaire ni son employeur ne connaissent le degré de compétence du gestionnaire. Comme ces derniers ne sont pas assurés de la capacité du gestionnaire de sélectionner les valeurs pertinentes, le fait de suivre les autres professionnels de l'investissement entretient l'incertitude quant à la capacité du gestionnaire à gérer efficacement le portefeuille. En conséquence, le gestionnaire ne tient aucun compte des informations privées, pour éviter de révéler son manque de compétence.

Ce raisonnement repose sur l'hypothèse que le gestionnaire est lui-même peu sûr de ses propres compétences. Mieux vaut donc pour lui imiter ses pairs, même si l'information qu'il reçoit lui dicte une autre attitude. Si la décision commune s'avère incorrecte, elle sera mise sur le compte d'un mauvais signal reçu par l'ensemble des opérateurs. Cette conclusion renforce la conviction ultérieure de l'employeur selon laquelle le gestionnaire est compétent (Scharfstein et Stein, 1990).

2.3. Modèles fondés sur la rémunération

Le fait de rémunérer un gestionnaire sur la base d'une comparaison entre sa propre performance et celle de ses pairs fausse ses incitations et crée un comportement moutonnier.

Maug et Naik (1996) étudient le cas d'un gestionnaire qui présente une aversion au risque et dont la rémunération augmente avec sa propre performance et décroît avec celle d'un autre investisseur, l'investisseur de référence. L'agent ainsi que l'investisseur de référence disposent d'informations privées imparfaites concernant le rendement des actions. L'investisseur de référence prend ses décisions d'investissement en premier et l'agent effectue son choix de portefeuille après avoir examiné la décision de l'investisseur de référence. Les modèles fondés sur l'information montrent qu'il y a une incitation à imiter l'investisseur de référence. Le mode de rémunération constitue une raison supplémentaire d'adopter la même stratégie. En effet, la rémunération de l'agent décroît s'il réalise une performance inférieure à celle de l'investisseur de référence. Ce mode de rémunération est optimal pour l'employeur en cas de problème d'aléa moral ou de sélection adverse dans la relation principal-agent. Comme souligné par Maug et Naik (1996), tout contrat efficient associera la rémunération de l'agent à la performance de l'investisseur de référence. Ce constat d'efficacité contrainte repose toutefois directement sur l'hypothèse (posée par Maug et Naik, 1996) de l'existence d'un unique actif risqué.

Admiti et Pfleiderer (1997) examinent un modèle fondé sur plusieurs actifs risqués en matière de gestion de portefeuille déléguée, dans lequel l'agent dispose d'informations privées sur le rendement des actions. Ils concluent que les contrats de rémunération des agents fondés sur une référence sont inefficients, incompatibles avec un partage optimal des risques et inefficaces pour surmonter les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. En effet, le rendement, corrigé du rendement de référence, ne constitue pas une statistique suffisante des informations privées dont dispose l'agent dans ce modèle fondé sur plusieurs actifs risqués.

3. Résultats empiriques

Il est extrêmement délicat de tester le comportement mimétique. Étant donné que chaque action achetée par un investisseur est nécessairement vendue par un autre, tous les opérateurs de marché ne peuvent appartenir au même groupe. On doit trouver un groupe d'investisseurs actifs sur le marché et agissant de façon similaire. Ce groupe est davantage susceptible d'adopter un comportement mimétique s'il est suffisamment homogène. En conséquence, on constate plus facilement un comportement mimétique au niveau de l'investissement dans un ensemble d'actions après élimination de l'incidence des éléments fondamentaux. En outre, il est probable qu'on ne puisse distinguer immédiatement un modèle d'information d'un modèle fondé sur la réputation, en analysant un ensemble de données, parce qu'il est difficile d'identifier la motivation qui sous-tend une opération non justifiée par les éléments fondamentaux.

Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) ont proposé une mesure statistique du mimétisme. Ce concept se définit comme la tendance moyenne d'un groupe d'investisseurs à acheter ou à vendre des actions données en même temps par rapport à ce qui serait prévisible si les investisseurs négociaient de façon indépendante. En fait, cette mesure évalue la corrélation des profils de négociation pour un groupe donné d'investisseurs et leur propension à acheter et vendre un même panier d'actions. Cette mesure, appelée LSV (du nom des ses auteurs), est détaillée dans l'annexe ci-après. Toutefois, elle n'est pas dépourvue de lacunes. En particulier, elle n'utilise que le nombre des investisseurs de part et d'autre du marché et ne tient pas compte du volume d'actions achetées ou vendues. Wermers (1995) a proposé un autre indicateur du mimétisme, qui intègre à la fois l'orientation et l'intensité de l'activité de négociation des investisseurs. Cet indicateur est appelé mesure de la variation du portefeuille (*portfolio-change measure*, ou PCM) dans le cadre de négociations corrélées. Il évalue dans quelle mesure les parts de portefeuille assignées aux diverses actions par différents investisseurs évoluent dans la même direction. La PCM est également définie en annexe.

3.1. Résultats concernant les paniques bancaires

Depuis l'article de référence publié par Diamond et Dybvig (1983), la littérature économique comporte de nombreuses tentatives de modélisation de l'influence qu'exercent réciproquement les investisseurs les uns sur les autres lors d'une vague de retraits des dépôts. Parmi les travaux empiriques consacrés à ce sujet, on relève ceux de Gorton (1988) et Donaldson (1992), en désaccord sur le point de savoir si l'amorce de ces mouvements de panique dépend d'un grand nombre de facteurs imprévisibles (indiquant un déclenchement aléatoire) ou prévisibles (indiquant un déclenchement par l'information). Parks (1991) étudie l'historique des paniques financières aux États-Unis et fait valoir que la diffusion d'informations par les pouvoirs publics et par le secteur privé a pour effet d'enrayer le processus de contagion interbancaire des vagues de retrait des dépôts.

Certaines études empiriques ont testé le rôle éventuel des rumeurs dans les crises bancaires. Saunders et Wilson (1996) analysent de manière empirique le comportement des flux de dépôts dans un échantillon composé de banques saines et en situation de

défaillance sur la période 1929-1930. Ils constatent que, en 1932, il s'est produit un phénomène de contagion qui semble toutefois n'être intervenu ni en 1929, ni en 1933. Leurs résultats sont compatibles avec la présence d'un grand nombre de déposants informés qui ont su établir la distinction entre banques défaillantes et non défaillantes *ex ante*. Schoemaker (1996) teste le risque de contagion à partir d'une série de données relatives aux défaillances bancaires mensuelles dans le cadre du *US National Banking System* en vigueur aux États-Unis de 1880 à 1936. Les résultats empiriques de cette étude font état de l'existence d'un risque de contagion dans le système bancaire.

3.2. Résultats concernant les marchés boursiers

Les premiers résultats empiriques relatifs au comportement mimétique sur les marchés boursiers proviennent des travaux de Lakonishok, Schleifer et Vishny (1992) ainsi que de Grinblatt, Titman et Wermers (1995). Les deux études utilisent la même mesure LSV du mimétisme et ne relèvent que peu d'indications d'un comportement moutonnier sur leurs échantillons. Toutefois, ces derniers s'arrêtent dans le courant des années quatre-vingt.

Wermers (1999) utilise des données beaucoup plus récentes relatives aux portefeuilles d'actions (chiffres trimestriels) de la quasi-totalité des fonds communs de placement qui existaient entre 1975 et 1994. Il relève des signes de mimétisme de la part de ces organismes en ce qui concerne la valeur moyenne (mesurée par la statistique LSV). Il constate également que les fonds orientés sur les valeurs de croissance ont une propension au mimétisme plus marquée que ceux qui privilégient le revenu. Ce phénomène tient sans doute au fait que de nombreuses valeurs de croissance sont des actions de faible capitalisation, sur lesquelles il est plus difficile d'obtenir des informations publiques, ce qui incite davantage au comportement mimétique. Cette interprétation est confirmée par le constat d'un mimétisme plus marqué pour les petites valeurs de croissance. Avec sa mesure PCM du mimétisme, Wermers (1995) constate un comportement mimétique important de la part des fonds communs de placement. Il utilise les mêmes séries de données que Wermers (1999). Il observe également que, contrairement à la mesure LSV, la mesure PCM du mimétisme augmente à mesure que s'accroît le nombre de fonds négociant une valeur en particulier.

Un autre segment de la littérature s'attache à la concentration des rendements des différentes actions autour du rendement de marché durant les périodes de fortes variations des cours. Cette approche se fonde sur l'idée que, en période de turbulences boursières, les différentes valeurs ont tendance à se regrouper plus étroitement autour du marché, de sorte que les marchés adoptent une stratégie de moindre différenciation entre les actions. En particulier, Christie et Huang (1995) s'appuient sur les rendements quotidiens des actions américaines pour montrer, à l'aide de leur mesure de dispersion, que la dispersion autour du rendement de marché est relativement plus forte en période de fortes fluctuations des cours. Ce résultat peut être interprété comme allant à l'encontre du principe de mimétisme. Toutefois, comme l'a souligné Richards (1999), le test élaboré par Christie et Huang ne permet pas d'identifier toutes les formes de comportement mimétique.

3.3. Résultats concernant les marchés émergents

Une littérature abondante s'attache à déterminer si le comportement mimétique des investisseurs internationaux est susceptible d'entraîner une volatilité excessive des marchés émergents. Kim et Wei (1999) utilisent les données de fin de mois relatives à la détention de chaque action cotée à la Bourse de Corée (KSE) durant la période comprise entre décembre 1996 et juin 1998. Les données comportent des informations indiquant si l'investisseur est coréen ou étranger, résident ou non résident, s'il s'agit d'un particulier ou d'une institution. À l'aide de la mesure LSV du mimétisme, ils constatent que les investisseurs non résidents ont fait preuve d'un comportement mimétique beaucoup plus marqué que les investisseurs résidents. En outre, les actionnaires individuels témoignent d'un mimétisme beaucoup plus prononcé que les investisseurs institutionnels.

En utilisant les données du KSE relatives aux opérations quotidiennes, Choe, Kho et Stulz (1999) parviennent à des conclusions similaires. Ils examinent le comportement des investisseurs étrangers avant la crise sur les marchés coréens (de novembre 1996 à décembre 1997) et durant l'épisode de la crise (d'octobre 1997 à décembre 1997). Ils constatent un mimétisme important pour les actions coréennes. Ils concluent également que les investisseurs étrangers ont utilisé des stratégies de négociation par réactivité positive avant le déclenchement de la crise. Durant la sous-période de la crise, ils constatent un certain recul du mimétisme.

3.4. Résultats concernant les analystes financiers et les lettres d'information spécialisées

Un autre domaine susceptible de donner lieu à un comportement mimétique important est celui des analystes financiers et des lettres d'information spécialisées dans les placements. Il convient de noter que le mimétisme dont témoignent les analystes, lorsqu'ils recommandent certains placements, n'implique pas celui des investisseurs.

Graham (1999) développe un modèle de réputation relatif au comportement mimétique des lettres d'information. Il utilise un ensemble de données couvrant la période 1980-1992 et comportant 5 293 recommandations émises par 237 lettres d'information. La référence est constituée par le *Value Line Investment Survey*. Graham constate que la précision des informations privées obtenues par chacun (la capacité de l'analyste) est le facteur essentiel qui incite une lettre d'information à s'aligner sur *Value Line*. En particulier, le mimétisme s'observe davantage si la lettre d'information bénéficie d'une solide réputation. Les résultats de Graham sont compatibles avec diverses formes de comportement mimétique.

À partir de la base de données historiques de Zacks sur les recommandations, Welch (2000) étudie le comportement mimétique au sein d'une population de 226 analystes financiers sur la période 1989-1994. Il révèle que les recommandations des analystes sont influencées à la fois par le consensus du moment et par les révisions les plus récentes effectuées par les autres analystes. Or les révisions des autres analystes ont une incidence d'autant plus forte qu'elles s'avèrent être *ex post* de bonnes estimations du cours du titre en question, alors que l'impact du consensus ne dépend pas de sa pertinence prédictive.

En dépit des difficultés posées par la mesure du comportement mimétique, les données empiriques récentes relatives aux marchés développés tendent à indiquer que les investisseurs font effectivement montre d'un certain mimétisme. Sur les marchés émergents, cette tendance apparaît plus clairement. Ce phénomène s'explique probablement par les moindres exigences d'information et le caractère plus onéreux de l'accès à l'information, de sorte que les cascades d'informations et le mimétisme de réputation peuvent davantage s'observer.

Il faut noter, toutefois, que la plupart des mesures statistiques ne permettent pas de distinguer entre comportement mimétique intentionnel et mimétisme fallacieux. En effet, il est difficile de saisir l'incidence des changements intervenant dans les fondamentaux. En outre, il est souvent impossible d'établir une distinction entre les différentes formes de comportement mimétique, telles les cascades d'information et le mimétisme de réputation. En fait, l'étude du mimétisme demeurera probablement une tâche délicate tant que les données requises ne seront pas accessibles. En particulier, les marchés étant largement anonymes, il est très difficile d'obtenir des données sur les informations privées reçues par les agents et sur les stratégies des différents investisseurs.

Annexe

Mesures statistiques du mimétisme

La mesure statistique du mimétisme proposée par Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) se définit comme la tendance moyenne d'un groupe d'investisseurs à acheter (vendre) en même temps des actions données, par rapport à ce que l'on pourrait attendre si ces investisseurs agissaient de façon indépendante. Cette mesure évalue la corrélation des profils de négociation pour un groupe donné d'investisseurs et leur propension à acheter et à vendre le même type d'actions. Le sous-ensemble d'investisseurs se compose en général d'un groupe homogène de gestionnaires auxquels on s'intéresse. Soit $B(i,t)$ et $S(i,t)$ le nombre d'investisseurs de ce sous-ensemble qui achètent (vendent) des actions i au trimestre t et $H(i,t)$ la mesure du mimétisme relatif à l'action i pour le trimestre t . La mesure du mimétisme se définit alors de la manière suivante :

$$H(i,t) = |p(i,t) - p(t)| - AF(i,t)$$

où $p(i,t) = B(i,t) / (B(i,t) + S(i,t))$ est la proportion d'investisseurs du groupe qui achètent des actions i et $p(t)$ la moyenne de $p(i,t)$ sur l'ensemble des actions i qui ont été négociées par au moins un investisseur du groupe. Enfin, $AF(i,t)$ désigne le facteur d'ajustement :

$$AF(i,t) = E [|p(i,t) - p(t)|]$$

où l'espérance est calculée sous l'une hypothèse nulle d'absence de mimétisme, de sorte que $B(i,t)$ suit une distribution binomiale de paramètre $p(t)$. Si $N(i,t) = B(i,t) + S(i,t)$ est suffisamment élevé, le facteur d'ajustement est nul, puisque $p(i,t)$ tend vers $p(t)$ quand le nombre d'opérateurs de marché actifs augmente. Si $N(i,t)$ est faible, le facteur d'ajustement sera en général positif. Des valeurs de $H(i,t)$ significativement différentes de zéro s'interprètent comme le signe d'un comportement mimétique.

Cette mesure, appelée LSV, n'est pas sans inconvénients. D'abord, elle utilise uniquement le nombre d'investisseurs présents de part et d'autre du marché, sans tenir compte du nombre d'actions achetées ou vendues. De plus, elle ne permet pas d'identifier des profils intertemporels de négociation. En outre, le choix de la catégorie d'investissement i et de l'intervalle de temps t durant lequel les données sont observées est très important. Enfin, la fréquence à laquelle les investisseurs négocient un titre est essentielle pour le choix de l'intervalle de temps t .

Wermers (1995) a proposé une nouvelle mesure du mimétisme qui tient compte à la fois de l'orientation et de l'intensité de l'activité de négociation des investisseurs. Cette mesure est connue sous le nom de mesure de la variation du portefeuille (PCM) dans le cadre de négociations corrélées. Elle évalue dans quelle mesure les parts de portefeuille assignées aux diverses actions par les différents investisseurs évoluent dans la même direction. Le PCM se définit de la manière suivante :

$$\rho_{t,\tau}^{J,J} = \frac{\frac{1}{N} \sum_{n=1}^{N_t} \Delta\omega_{n,t}^I \cdot \Delta\omega_{n,t-\tau}^J}{\sigma^{I,J}(\tau)}$$

où $\Delta\omega_{n,t}^I$ représente la variation de la part du titre n dans le portefeuille I durant la période $[t-1, t]$ et $\Delta\omega_{n,t-\tau}^J$ la variation de la part du titre n dans le portefeuille J durant la période $[t-\tau-1, t-\tau]$. N_t est le nombre d'actions situé à l'intersection du panier de titres négociables du portefeuille I durant la période $[t-1, t]$ et du panier de titres négociables du portefeuille J durant la période $[t-\tau-1, t-\tau]$. Enfin, $\sigma^{I,J}(\tau)$ est la moyenne du produit des écarts types transversaux. Il se définit comme suit :

$$\sigma^{I,J}(\tau) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{1}{N_t} \sqrt{\sum_{n=1}^{N_t} (\Delta\omega_{n,t}^I)^2 \cdot \sum_{n=1}^{N_t} (\Delta\omega_{n,t-\tau}^J)^2}$$

Références bibliographiques

Admiti (A.) et Pfeiderer (P.) (1997) : « Does It All Add Up? Benchmarks and the Compensation of Active Portfolio Managers », *Journal of Business*, 70, 323-350.

Avery (C.) et Zemsky (P.) (1998) : « Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets », *American Economic Review*, 88, 724-748.

Bikhchandani (S.) et Sharma (S.) (2000) : « Herd Behavior in Financial Markets: A Review », *IMF Working Paper* 00/48.

Choe (H.), Kho (B.-C.) et M. Stulz (R.) (1999) : « Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? » The Korean Experience in 1997, Ohio State University *mimeo*.

Christie (W. G.) et Huang (R. D.) (1995) : « Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd Around the Market? » *Financial Analysts Journal*, Juillet-Août, 31-37.

Devenow (A.) et Welch (I.) (1996) : « Rational Herding in Financial Economics », *European Economic Review*, 40, 603-615.

Diamond (D.) et Dybvig (P.) (1983) : « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.

Donaldson (R. G.) (1992) : « Sources of Panics: Evidence from the Weekly Data », *Journal of Monetary Economics*, 30, 277-305.

Gorton (G.) (1988) : « Banking Panics and Business Cycles », *Oxford Economic Papers*, 40(4), 751-781.

Graham (J. R.) (1999) : « Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence », *Journal of Finance*, 4, 237-268.

Grinblatt (M.), Titman (S.) et Wermers (R.) (1995) : « Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior », *American Economic Review*, 85(5), 1088-1105.

Kim (W.) et Wei (S.-J.) (1999) : « Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis », NBER Working Paper 6968.

Lakonishok (J.), Shleifer (A.) et Vishny (R. W.) (1992) : « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, 32, 23-43.

Maug (E.) et Naik (N.) (1996) : « Herding and Delegated Portfolio Management », London Business School *mimeo*.

Park (S.) (1991) : « Bank Failure Contagion in Historical Perspective », *Journal of Monetary Economics*, 28, 271-286.

Richards (A.) (1999) : « Idiosyncratic Risk: An Empirical Analysis, with Implications for the Risk of Relative-Value Trading Strategy », *IMF Working Paper* WP/99/148.

Saunders (A.) et Wilson (B.) (1996) : « Contagious Bank Runs: Evidence from the 1929-1933 Period », *Journal of Financial Intermediation*, 5, 409-423.

Scharfstein (D.) et Stein (J.) (1990) : « Herd Behavior and Investment », *American Economic Review*, 80, 465-479.

Schoenmaker (D.) (1996) : « Contagion Risk in Banking », *Financial Markets Group Discussion Paper*, 239, LSE Financial Markets Group.

Welch (I.) (2000) : « Herding Among Security Analysts », *Journal of Financial Economics*, 58 (3), 369-396.

Wermers (R.) (1995) : « Herding, Trade Reversals, and Cascading by Institutional Investors » University of Colorado *mimeo*.

Wermers (R.) (1999) : « Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices », *Journal of Finance*, 54, 581-622.

À propos des bulles spéculatives

Alors que le phénomène de bulle financière est connu et identifié depuis plusieurs siècles par les économistes, il a fallu attendre les années quatre-vingt pour que des modèles mathématiques en donnent une formulation précise. Le but de cet article est de présenter brièvement les principaux modèles décrivant ou expliquant la formation des bulles. D'une manière générale, l'existence d'une bulle, définie comme un écart important et persistant du prix d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale, repose sur le fait que le prix des actifs financiers dépend largement des anticipations de prix futurs, ce qui engendre des possibilités d'équilibres multiples.

Deux types de modèles sont distingués : les bulles « rationnelles » et les bulles « irrationnelles ».

La première catégorie de modèles décrit la formation de bulles dans le cadre de comportements rationnels. En effet, une bulle peut s'incorporer dans le prix d'un actif, sans contredire l'hypothèse de rationalité, dès lors que le prix continue de satisfaire les conditions d'arbitrage intertemporel. Comme la valeur fondamentale n'est pas directement observable, ces phénomènes sont difficilement détectables. Généralement, la présence d'une bulle entraîne une divergence de plus en plus grande entre le cours observé et sa valeur fondamentale, jusqu'à son « éclatement » qui provoque un effondrement des prix. Dans certains modèles cependant, le prix peut ne pas diverger mais osciller autour de sa valeur fondamentale.

Une deuxième catégorie de modèles lève l'hypothèse de rationalité et d'homogénéité des agents et s'attache à montrer comment certains comportements irrationnels d'investissement, qualifiés de « noise trading » peuvent éloigner les prix d'actifs de leurs valeurs fondamentales. Différents types de comportements, extrapolation des tendances antérieures, analyse technique, chartisme ou mimétisme, ont tendance à amplifier les variations des cours et à créer ainsi des bulles financières. La présence d'investisseurs avisés dans le marché aux côtés des « noise traders » ne suffit pas à garantir le retour du prix à sa valeur fondamentale.

Virginie COUDERT, Florence VERHILLE
Direction générale des Opérations
Direction générale des Études et des Relations internationales
Service des Études sur les marchés et la stabilité financière

D'une manière générale, une bulle spéculative se définit comme un écart important et persistant du prix d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale. Cette définition implique qu'il existe un modèle permettant de déterminer le prix fondamental d'un actif, même si celui-ci n'est généralement pas observable. La formation d'une bulle repose sur le fait que des anticipations auto-réalisatrices peuvent conduire les prix d'un actif à s'éloigner de leurs valeurs fondamentales, sans que cette divergence soit directement détectable. Les exemples historiques de bulles spéculatives les plus connus concernent les bulbes de tulipe en Hollande entre 1634 et 1637, les actions de la Compagnie des Indes en France en 1720 (Garber, 2000). Plus récemment, l'appréciation du dollar entre 1982 et 1985 (Frankel et Froot, 1986) ou la montée des prix sur les actions de la nouvelle économie à la fin des années quatre-vingt-dix (Bond et Cummins, 2000), suivie de leur effondrement en 2000, sont souvent considérées comme des exemples de bulles financières.

La littérature économique propose de nombreux modèles théoriques de bulles spéculatives. L'objet de cet article n'est pas d'en faire une synthèse exhaustive mais plutôt de fournir une vue d'ensemble sur les différents types de bulles. Une façon de classer ces modèles consiste à se référer à l'hypothèse de rationalité des agents : il existe des bulles « rationnelles » et des bulles « irrationnelles ».

1. Les bulles « rationnelles »

Des bulles peuvent apparaître sur les marchés financiers même si les agents ont un comportement rationnel. Ces bulles se forment alors en raison de l'indétermination des prix, qui peut résulter des anticipations rationnelles. En effet, le prix d'un actif dépend des anticipations que forment les opérateurs sur son niveau futur. Pour comprendre intuitivement le phénomène de bulle rationnelle, on peut considérer que les opérateurs sont disposés à acheter un actif à un prix supérieur à sa valeur fondamentale dès lors qu'ils s'attendent à pouvoir le revendre plus cher dans le futur. Leur demande alimente alors la montée des cours. Même si les opérateurs de marché avaient conscience de son existence, la bulle ne serait pas nécessairement un obstacle à leur demande dans la mesure où leur horizon temporel est plus court que le délai dans lequel ils prévoient son éclatement. En réalité, les opérateurs n'ont généralement pas conscience de l'existence des bulles, puisqu'elles dépendent du prix fondamental de l'actif qui, lui-même, contient des anticipations, par nature non observables.

Dans le cadre de l'hypothèse d'anticipations rationnelles, le prix d'une action, par exemple, est égal à son prix anticipé pour la période suivante plus le dividende anticipé pour cette période, le tout étant actualisé. D'un point de vue mathématique, il s'agit d'une équation différentielle stochastique où le prix présent dépend du prix futur anticipé. Or cette équation admet une infinité de solutions. Généralement, on utilise la solution dite fondamentale dans laquelle le cours de l'action est égal à la valeur actualisée de l'ensemble des dividendes futurs attendus. Cette solution est obtenue en ajoutant une condition supplémentaire imposant que les dividendes actualisés convergent vers zéro lorsque l'horizon temporel tend vers l'infini. Cependant d'autres solutions sont possibles : le prix peut contenir un terme de bulle en plus de sa valeur fondamentale. Pour être compatible avec des anticipations rationnelles, cet élément doit remplir certaines conditions ; en particulier, sa valeur anticipée doit augmenter à chaque période à un taux égal au taux d'intérêt.

1.1. Les modèles de première génération

Les premiers modèles considèrent les bulles rationnelles comme un phénomène exogène par rapport aux valeurs fondamentales. Par hypothèse, les agents sont neutres face au risque, leurs anticipations sont rationnelles et le marché est efficient en termes d'information. Dans ces modèles, les bulles se caractérisent uniquement par leurs propriétés statistiques. Un terme de « bulle », dont la croissance attendue est égale au taux d'intérêt requis sur les actifs ($I+r$), peut être ajouté au prix de l'actif sans contredire l'hypothèse de rationalité. Dès lors, l'existence de la bulle se fonde sur la conviction auto-réalisatrice que le prix de l'actif va augmenter à chaque période à ce taux. Dans ce contexte, le prix effectif peut dévier de façon durable par rapport à sa valeur fondamentale.

Les bulles rationnelles sont théoriquement concevables dans un cadre déterministe. Dans les premiers modèles, les bulles traduisent l'existence d'équilibres multiples sur les marchés. Le prix d'un actif est élevé aujourd'hui parce que les opérateurs de marché estiment qu'il le sera dans le futur. Ces anticipations entraînent une croissance continue du prix. Les bulles résultant de ces modèles n'éclatent jamais. Flood et Garber (1980) ont introduit une bulle relative au niveau des prix dans un modèle monétaire fondé sur des anticipations rationnelles. Toutefois, leurs tests empiriques n'ont pas conclu à l'existence d'une bulle de ce type durant la période d'hyperinflation qu'a connue l'Allemagne, dans les années vingt. Tirole (1985) a introduit un actif financier avec bulle déterministe dans un modèle à générations imbriquées et montré que l'équilibre général était compatible avec la présence de bulles. Dans son modèle, les bulles peuvent même jouer un rôle positif dans la mesure où elles permettent un transfert de richesse des générations futures au profit des générations présentes (comme une dette publique constamment renouvelée).

Cependant, les bulles déterministes sont très peu probables dans la réalité, du moins sur longue période, car elles augmenteraient de façon continue pour atteindre des proportions extravagantes. Les bulles sont donc, plus vraisemblablement, de nature stochastique. Dans les modèles de Blanchard (1979) et Blanchard et Watson (1982), un terme de bulle stochastique s'ajoute au prix fondamental. Ainsi, à chaque période, soit la bulle augmente à un rythme constant $(I+r)/p$, avec une probabilité p , soit elle se dégonfle brutalement et retombe à zéro, avec une probabilité $(1-p)$. La croissance espérée à chaque période est donc toujours égale au taux d'intérêt ($I+r$). Lorsque la bulle gonfle, son taux de progression supérieur compense exactement le risque de dégonflement soudain. Ainsi une fois que la bulle existe, elle a une croissance exponentielle mais elle risque d'éclater d'une période à l'autre.

Les bulles rationnelles sur les cours des actions ne peuvent être que positives. En effet, si elles étaient négatives, du fait de leur comportement explosif, elles pourraient rendre négatif le prix de l'actif, ce qui est à l'évidence impossible (Diba et Grossman 1987, 1988).

Dans cette première génération de modèles, une fois qu'elles ont éclaté, les bulles ne peuvent se reconstituer. Ceci tient au fait que la croissance attendue de la bulle doit être à tout moment constante (et égale au taux d'intérêt) : si la bulle éclate à un moment donné, elle reste nulle ensuite. Par conséquent, les modèles de ce type

n'expliquent pas la formation des bulles. Ces bulles rationnelles peuvent uniquement exister si elles sont présentes à la première séance de cotation. Elles gonflent puis s'effondrent et disparaissent. Cette caractéristique constitue manifestement un défaut majeur (Diba et Grossman, 1988). D'autres modèles ont apporté une amélioration sur ce point en permettant aux bulles de rester positives après avoir éclaté.

1.2. Les bulles rationnelles de deuxième génération

Le résultat principal de cette famille de modèles consiste à représenter des bulles qui ne divergent pas systématiquement, comme c'était le cas avec les précédentes. Ainsi, les prix des actifs peuvent augmenter ou diminuer sous l'effet des bulles spéculatives, ce qui correspond mieux au comportement observé des prix d'actifs.

Evans (1991) a introduit des bulles pouvant éclater brutalement de façon périodique. Dans son modèle, la bulle ne se dégonfle pas complètement, dans le sens où elle ne devient pas nulle. Soit elle s'accroît de façon régulière, soit elle se dégonfle brutalement en conservant une valeur positive et continue ensuite d'augmenter au même rythme. Les bulles présentent différents régimes. Durant la première phase, la bulle augmente à un taux moyen constant jusqu'à ce qu'elle atteigne une valeur donnée. Lorsque cette valeur est dépassée, la bulle entre dans une seconde phase. Elle possède alors une probabilité constante de se dégonfler brutalement à chaque période. Par conséquent, à chaque période, soit elle augmente à un rythme moyen, plus rapide que durant la première phase, soit elle se dégonfle brutalement pour revenir à une valeur moyenne positive et le processus recommence. Ainsi, les bulles se dégonflent de façon périodique et sont toujours strictement positives. Elles peuvent se former et se développer plus ou moins rapidement, en fonction des valeurs des paramètres. Ces bulles sont difficilement détectables avec des tests économétriques habituels.

Une autre forme de bulle rationnelle est dite « intrinsèque ». Il s'agit d'une bulle stochastique qui dépend des valeurs fondamentales de façon non linéaire. Froot et Obstfeld (1991) ont développé un modèle de ce type pour le marché des actions. À l'instar de n'importe quelle autre bulle rationnelle, les bulles intrinsèques se fondent sur des anticipations auto-réalisatrices. Le prix est toujours une solution de l'équation différentielle stochastique l'égalisant avec le prix anticipé actualisé de la période suivante et le dividende actualisé de cette période. Ainsi, comme dans les modèles précédents, le terme de bulle est construit pour avoir un taux de croissance anticipé égal à chaque période au taux d'intérêt ($I+r$). Mais ici la bulle dépend des dividendes versés, qui sont censés suivre une martingale géométrique. En général, ces bulles intrinsèques ne divergent pas et leur propension à éclater n'est pas aussi élevée que celle des bulles précédentes parce que l'évolution des dividendes peut fluctuer. Lorsque la valeur fondamentale varie, le prix de l'actif surréagit en raison du terme de bulle qui amplifie le mouvement. Ces bulles peuvent entraîner des divergences importantes et persistantes mais peuvent aussi rester stables à certaines périodes. Ces modèles permettent d'expliquer la forte volatilité des cours des actions par rapport aux dividendes, qui avait été observée notamment par Shiller (1981). Cette volatilité élevée semble en effet peu compatible avec l'hypothèse selon laquelle les cours des actions sont égaux à leur valeur fondamentale, à savoir les dividendes futurs attendus actualisés. Driffill et Sola (1998) ont élaboré un modèle semblable

à celui de Froot et Obstfeld, en posant comme hypothèse supplémentaire que la croissance des dividendes présente des modifications de régime : une situation de faible variance et une situation de variance élevée. L'introduction d'une modification de régime améliore considérablement l'explication du cours des actions et réduit largement la nécessité d'une explication en termes de bulles.

2. Les bulles « irrationnelles »

Alors que les modèles de bulles rationnelles supposent l'existence de bulles sans chercher à les expliquer, les modèles de bulles irrationnelles se concentrent sur l'aspect microéconomique du phénomène. Ces modèles rejettent l'hypothèse de rationalité dans les anticipations des investisseurs et remettent en cause la notion de symétrie de l'information. Deux raisons expliquent une telle modification des hypothèses : d'une part, les comportements de spéculation sont vraisemblablement hétérogènes, d'autre part, les équilibres sont multiples, et il est impossible pour les investisseurs formulant des anticipations rationnelles de favoriser le succès d'une solution plutôt que d'une autre.

2.1. L'existence d'investisseurs non rationnels (*noise traders*)

Des modèles ont été développés pour expliquer le fait que la volatilité des cours des actions soit plus élevée dans la réalité que celle prévue par les fondamentaux. Ces modèles partent de l'hypothèse que les investisseurs ont des anticipations hétérogènes. Ainsi il y aurait différents types d'investisseurs, tels que les *noise traders*, qui ne sont pas rationnels et réagissent aux « bruits », et les investisseurs avisés, qui s'appuieraient sur les fondamentaux. L'interaction entre ces deux types d'opérateurs est intéressante dans la mesure où elle permet de comprendre comment peuvent se former des divergences dans le cours des actifs par rapport à leurs valeurs fondamentales. Ces modèles expliquent également, dans une certaine mesure, la forte volatilité observée sur les cours des actions.

Les investisseurs non rationnels peuvent avoir recours à plusieurs stratégies comme l'extrapolation des tendances antérieures, l'analyse technique ou le chartisme. Ces comportements sont très fréquents dans la réalité des marchés financiers. L'extrapolation des tendances antérieures est aussi qualifiée de *positive feedback trading*. Cette stratégie consiste à acheter des actions en période de hausse des cours et à les vendre en période de baisse. Naturellement, ces opérateurs ont tendance à amplifier les variations des cours et créer ainsi des bulles financières. L'offre et la demande des opérateurs varient en fonction d'anticipations qui ne sont pas nécessairement fondées sur des informations, mais sur des « pseudo-signaux ». Au niveau agrégé, si leurs stratégies fondées sur les bruits ou « pseudo-signaux » sont corrélées entre elles, il peut en résulter d'importants mouvements sur les prix des actifs. En effet, comme les erreurs de jugement ont tendance à être les mêmes, car les mêmes stratégies sont utilisées, elles s'additionnent au lieu de se compenser comme ce serait le cas si elles étaient aléatoires. Ces investisseurs peuvent aussi accorder trop d'importance aux informations nouvelles et pas assez aux fondamentaux, ce qui peut les amener à surréagir à l'information (Tversky et Kahneman, 1982). Des éléments empiriques sont fournis, notamment, par Frankel

et Froot (1987), qui ont analysé les prévisions de taux de change établies par les opérateurs et montré que celles-ci reposaient largement sur des tendances antérieures.

Shleifer et Summers (1990) ont effectué des expériences psychologiques afin de mieux comprendre le caractère irrationnel des comportements : leurs résultats montrent que la plupart des personnes ont tendance à ne pas utiliser les informations dont elles disposent pour répondre aux questions qui leur sont posées, mais plutôt à se fier aux réponses données par les autres. Le mimétisme comme le comportement moutonnier seraient en fait des traits caractéristiques du comportement humain. Il n'est donc pas étonnant de retrouver ce type de conduite sur les marchés financiers. Or, si ce comportement est attendu de la part des autres investisseurs, il peut devenir rationnel de l'adopter aussi. Les travaux de Keynes sur la spéculation faisaient déjà état de ce problème.

La présence et la survie d'investisseurs non rationnels sur les marchés financiers est un phénomène qui doit retenir l'attention. Dans ce type de modèles, ces investisseurs restent sur le marché et ne disparaissent pas, malgré leur stratégie manifestement inappropriée. Une explication peut être due au fait qu'ils prennent davantage de risques que les investisseurs avisés, sans nécessairement en être conscients, et peuvent donc obtenir des rendements plus élevés. Une autre explication plus convaincante est fournie par Shiller (1989), pour qui les opérateurs rationnels peuvent ne pas être en mesure de dominer le marché. Tant que les *noise traders* accroissent leurs gains, de plus en plus d'investisseurs tendent à les imiter sans chercher à connaître la véritable raison de leur succès. Ce phénomène de mimétisme touche un volume croissant de fonds sur le marché, ce qui exerce une influence croissante sur l'offre et la demande et donc sur la formation des prix. Les *noise traders* peuvent ainsi influencer le marché et la présence d'investisseurs rationnels ne suffit pas à les éliminer. Lorsqu'ils y jouent un rôle dominant, les investisseurs rationnels peuvent être incités à ajuster leur comportement pour en tenir compte.

2.2. Les conséquences de cette présence

L'offre et la demande effectuées sur les marchés par les *noise traders* peut entraîner une déconnexion importante et durable entre les prix du marché et le prix découlant des fondamentaux et donc la formation d'une bulle spéculative. En conséquence, les cours des actifs peuvent s'éloigner de leur valeur fondamentale.

Une autre conséquence réside dans le fait que ces investisseurs peuvent accentuer la volatilité des cours des actions au-delà du niveau normalement induit par les dividendes futurs et les taux d'actualisation, dans la mesure où ils influent sur la variance des cours effectifs des actions mais pas sur celle des dividendes futurs (Shiller, 1989).

Frankel et Froot (1986) ont proposé un modèle de bulles irrationnelles sur les taux de change afin d'analyser la forte appréciation du dollar au début des années quatre-vingt. Ils distinguent trois types d'agents : les fondamentalistes, dont les anticipations s'appuient sur les fondamentaux et sont rationnelles ; les chartistes, qui utilisent des modèles autorégressifs et extrapolent les tendances antérieures, et

les gestionnaires de portefeuille, dont les anticipations reposent sur une moyenne pondérée des prédictions des fundamentalistes et des chartistes. Leur modèle explique le fait que le dollar ait continué de s'apprécier au début des années quatre-vingt, alors que l'orientation des données économiques fondamentales n'était apparemment pas favorable. Une bulle spéculative se serait formée sur le dollar durant cette période.

De Long, Shleifer, Summers et Waldmann (1990) ont utilisé un modèle à générations imbriquées comprenant deux types d'actifs, l'un sans risque et l'autre assimilé à une action. Deux catégories d'investisseurs sont distinguées : des investisseurs rationnels, dont les anticipations sont fondées sur les valeurs fondamentales, et des investisseurs non rationnels, dont les anticipations sur les prix sont systématiquement biaisées à la hausse. Comme ce biais est une variable aléatoire, leur comportement introduit un risque sur le marché. Comme le biais est positif en espérance, ils ont aussi tendance à provoquer une montée des prix sur les actifs à risques. L'interaction entre eux et les investisseurs rationnels entraîne ainsi une variation des cours des actions qui ne résulte pas uniquement des valeurs fondamentales. Dans ce contexte, où le biais sur les anticipations de prix des *noise traders* est aléatoire, on peut expliquer les divergences importantes et persistantes des cours des actions par rapport à leurs valeurs fondamentales. Le cours de l'action peut suivre en alternance des phases ascendantes et descendantes, résultant des phénomènes de modes dans l'opinion de ces investisseurs. Une autre source d'écart persistant peut provenir du fait que la variance du biais sur les prix qu'ils anticipent varie avec le temps, comme dans les modèles de type ARCH ou GARCH.

Références bibliographiques

- Blanchard (O.) (1979) : « Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations », *Economic Letters*, Vol. 3.
- Blanchard (O.) et Watson (M.W.) (1982) : « Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets », in *Crises in the Economic and Financial Structure*, édité par P. Watchtel, Lexington, Mass., Lexington Books.
- Bond (S. R.) et Cummins (J.G.) (2000) : « The Stock Market and Investment in the New Economy : Some Tangible Facts and Intangible Fictions », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- Diba (B.T.) et Grossman (H.T.) (1987), « On the Inception of Rational Bubbles », *Quarterly Journal of Economics*, 102.
- Diba (B.T.) et Grossman (H.T.) (1988), « Explosive Rational Bubbles in Stock Prices », *The Economic Journal*, Vol. 98, septembre.
- Driffill (J.) et Sola (M.) (1998) « Intrinsic Bubbles and Regime-Switching », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 42.
- De Long (J.B.), Shleifer (A.), Summers (L.H.) et Waldmann (R.J.) (1990), « Noise Trader Risk in Financial Markets », *Journal of Political Economy*, Vol. 98, n° 4.
- Evans (G.) (1991), « Pitfalls in Testing for Explosive Bubbles in Asset Prices », *American Economic Review*, septembre.
- Flood (R.F.) et Garber (P.M.) (1980), « Market Fundamentals Versus Price-Level Bubbles : the First Tests », *Journal of Political Economy*, August, Vol. 88, n° 4.
- Froot (K.A.) et Obstfeld (M.) (1991), « Intrinsic Bubbles : the Case of Stock Price », *American Economic Review*, December, Vol. 81 n° 5.
- Frankel (J.A.) et Froot (K.) (1986) « The Dollar as a Speculative Bubble : a Tale of Fundamentalists and Chartists », *NBER Working Paper* n° 1854.
- Frankel (J.A.) et Froot (K.) (1987) « Using Survey Data to Test Standard Propositions Regarding the Exchange Rate Expectations », *American Economic Review*, Vol. 77, n° 1.
- Garber (P. P.) (2000), « Famous First Bubbles, the Fundamentals of Early Manias », MIT Press.
- Shiller (R. J.) (1982), « Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changing in Dividends? », *American Economic Review*, Vol. 71, juin.
- Shiller (R.J.) (1989): « Market Volatility », MIT Press, Cambridge, Mass.
- Shleifer (A.) et Summers (L.H.) (1990), « The Noise Trader Approach to Finance », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, n° 2, p. 19-33.
- Tirole (J.) (1985), « Asset Bubbles and Overlapping Generation », *Econometrica*, Vol. 53, n° 6.
- Tversky et Kahneman, (1982), « Evidential Impact of Base Rates », in Kahneman Daniel, Paul Slovic, et Amos Tversky, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*.

La gestion indicielle

*« En matière de sélection d'actions,
un chimpanzé, les yeux bandés,
qui lance des fléchettes sur le Wall Street Journal
peut faire aussi bien que les experts »
Burton Malkiel,
« A random Walk Down Wall Street », 1973*

La gestion indicielle a connu un développement important à partir des années soixante-dix, dans le sillage, notamment, des travaux de Markowitz sur la théorie moderne du portefeuille et de ceux de Fama sur la notion d'efficience sur les marchés financiers. L'approche indicielle postule que, dès lors que les marchés financiers sont efficients, une gestion de portefeuille active ne peut assurer systématiquement une performance supérieure à celle du marché dans son ensemble. On peut cependant s'interroger à la fois sur les modalités pratiques selon lesquelles ce mode de gestion d'actifs est mis en œuvre (quelle est la loi de distribution des rendements des actifs sous-jacents, quelle est la composition du portefeuille représentatif du « marché » ?) et sur l'impact de la gestion indicielle sur la dynamique des prix d'actifs (effets des phénomènes de réplification passive des indices).

François HAAS
*Direction générale des Opérations
Direction générale des Études et des Relations internationales
Service des Études sur les marchés et la stabilité financière*

1. La gestion indicielle : quelques fondements théoriques

La gestion indicielle s'est développée de façon spectaculaire au cours des années soixante-dix, parallèlement à la théorie moderne du portefeuille de Markowitz. D'après celle-ci, dans un marché « efficient » un portefeuille diversifié garantit une performance optimale. Sur ce marché, où tout nouvel élément d'information se répercute immédiatement et intégralement sur le prix des actifs financiers, un investisseur ne peut pas systématiquement obtenir de meilleures performances que le marché dans son ensemble (le marché est ici considéré comme une approximation du portefeuille optimal). Par conséquent, il est plus raisonnable et moins coûteux d'imiter le marché par le biais d'un portefeuille reproduisant sa performance globale que de conduire une gestion active.

L'idée d'efficience, à l'origine de l'approche de gestion fondée sur des indices, est une notion complexe qui fait encore l'objet de discussions entre universitaires. En général, une distinction est faite entre divers niveaux d'efficience, en fonction du type d'information pris en compte. Dans son sens le plus faible, l'efficience fait référence à la situation dans laquelle les prix des actifs incorporent, à tout moment, toutes les informations passées relatives à ces actifs. Par conséquent, il est impossible de réaliser systématiquement des performances supérieures à celle du marché sur la base de stratégies d'investissement fondées sur l'exploitation de données historiques de prix. Les notions de semi-efficience et d'efficience forte sont plus complexes à appréhender. La seconde se rapporte à la situation dans laquelle les prix des actifs reflètent intégralement toute nouvelle information publique ou privée disponible, quel que soit le moment considéré. La première s'applique au cas dans lequel toute nouvelle information publique disponible (mais uniquement l'information publique) est intégralement prise en compte dans le prix des actifs.

Si le marché est totalement efficient, tout nouvel élément d'information est immédiatement intégré dans le prix des actifs financiers. La nature de ces informations étant imprévue et imprévisible, les prix des actifs financiers afficheront un profil d'évolution aléatoire. Par conséquent, il est vain d'essayer de prévoir la tendance future des cours et, sur longue période, il est impossible de dépasser les performances du marché dans son ensemble. Les gestionnaires de fonds qui réussissent à faire mieux que le marché devraient être considérés comme des « anomalies statistiques ».

2. Importance et formes de la gestion des fonds indiciels

Le phénomène de la gestion indicielle s'est tout d'abord développé sur les marchés financiers aux États-Unis, et plus spécifiquement sur les marchés boursiers. Des indications récentes montrent que près de 6 % des actifs gérés par l'industrie des fonds communs de placement (*Mutual Funds*) sont détenus sous forme de fonds indiciels.

D'après l'*Investment Company Institute*¹, le nombre de fonds indiciels est passé de 15 en janvier 1990 à 193 en décembre 1999, tandis que, sur la même période, le nombre total des fonds communs de placement passait de 2 901 à 7 791. De janvier 1990 à décembre 1999, les actifs gérés par des fonds indiciels sont passés de 3 milliards de dollars à 383 milliards, tandis que, globalement, les actifs gérés sous forme collective passaient de 983 milliards de dollars à 6 846 milliards. À fin 1999, l'essentiel de la gestion indicielle était concentré sur les fonds actions, qui représentaient un montant d'actifs de 357 milliards de dollars. Ils constituaient 11 % des actifs investis en actions domestiques et près de 9 % des actifs investis dans l'ensemble des fonds en actions.

En France, selon les statistiques d'Euromoney, les fonds indiciels investis en actions domestiques représentaient 6,35 milliards d'euros à fin avril 2001, à comparer avec un montant de l'ordre de 1,7 milliard à fin 1997.

Initialement limitée à la reproduction « physique » des indices sur les marchés au comptant, la gestion indicielle est progressivement devenue plus élaborée, en ayant recours aux marchés à terme pour procéder à une réplique synthétique. La gestion indicielle s'est également développée au travers de la construction de portefeuilles dont les caractéristiques en termes de durée et de profil de risque restent très proches de celles de l'indice de référence, mais qui offrent au gestionnaire une certaine marge de manœuvre par rapport à la composition du portefeuille de référence. Plus récemment, les fonds indiciels négociables en bourse (*Exchange Traded Funds* ou « *trackers* ») ont été développés, autorisant une gestion plus active de ce type d'investissement. À la fin du premier trimestre 2001, l'*Investment Company Institute* recensait 85 fonds de ce type sur le marché américain, représentant près de 73 milliards de dollars d'actifs. Ces fonds sont également apparus sur les marchés boursiers européens à partir de 1999. Ils représentent aujourd'hui plus de 2 milliards d'euros d'actifs.

3. Une approche critique de la gestion indicielle

3.1. Avantages de la gestion indicielle

Par définition, la gestion indicielle offre une performance proche de celle de l'indice de référence et à faible coût puisque, d'une part, le taux de rotation (donc les coûts de transaction) du portefeuille est limité et, d'autre part, les frais de recherche et d'analyse de marché sont réduits. Les frais de gestion des fonds indiciels sont généralement inférieurs à 0,5 % de l'actif géré, contre une fourchette de 0,8 % à 1,2 % pour les fonds gérés de manière active. De fait, la concurrence entre les fonds indiciels tend à porter essentiellement sur les frais de gestion, leurs performances (pour un indice de référence identique) étant largement similaires.

¹ ICI, *Perspective*, juillet 2000

3.2. Deux séries de questions se posent lorsque l'on examine la gestion indicielle

Le fondement théorique de la gestion indicielle repose sur l'hypothèse que les rendements des actifs financiers sous-jacents suivent une loi de distribution normale. Cela signifie que, dans l'indice (portefeuille), la contribution de chaque action à la performance globale n'est pas significativement différente de la contribution moyenne. Dans ce cas, l'indice peut être considéré comme l'action « moyenne ». Dans le cas inverse, c'est-à-dire si la distribution des rendements n'est pas normale, la contribution de chacune des actions, individuellement, est significative. Les compétences des gestionnaires de fonds et « la sélection des actions » deviennent des facteurs décisifs pour la performance globale, le portefeuille étant alors considéré comme un ensemble de titres spécifiques.

Au sens strict, une véritable stratégie de gestion indicielle ne devrait pas, en tout état de cause, se concentrer exclusivement sur une catégorie d'actifs (actions, obligations), chacune de ces catégories ne représentant qu'une partie de l'éventail global des actifs disponibles, mais devrait englober toutes les catégories d'actifs à risque disponibles sur le marché. Si elle se focalise sur une seule catégorie d'actifs, cette approche aboutit à privilégier celle-ci au détriment des autres et donc à déséquilibrer leurs prix relatifs. La même remarque est valable au sein d'une même catégorie d'actifs lorsque la gestion se concentre de façon excessive sur un indice ou une famille d'indices spécifiques (par exemple les indices boursiers phares ou des indices sectoriels) : l'incapacité des gestionnaires de fonds actifs à battre l'indice SP500, par exemple, est-elle due à la supériorité intrinsèque de la gestion indicielle ou à l'importance prépondérante de ce type d'approche sur le marché des actions composant cet indice ? S'ils « sous-performent » régulièrement les grands indices boursiers, les gestionnaires actifs, à l'inverse, « battent » régulièrement les indices plus larges, moins médiatisés, et les indices sectoriels.

L'enjeu, en fin de compte, est de savoir si la gestion indicielle introduit un biais dans la dynamique des prix :

- le développement de la gestion indicielle tend à accroître le nombre des gestionnaires « passifs » au détriment de ceux qui activement contribuent à la formation des prix de marché. Peut se poser alors la question de la « qualité » de ces mécanismes de formation des prix des actifs ;
- toutes choses égales, le phénomène de la réplification d'indices a tendance à amplifier les mouvements du marché. Confronté à une hausse (une baisse) du cours d'une action donnée qui modifiera son poids dans l'indice, le gestionnaire d'indice sera conduit mécaniquement à renforcer (réduire) sa position sur cette action spécifique, amplifiant ainsi la variation initiale du cours.

Une proposition pour améliorer la stabilité : le provisionnement dynamique

La réforme du ratio de fonds propres vise à améliorer la mesure du risque de crédit dans une optique prudentielle et à établir des normes de fonds propres qui soient mieux ajustées au risque. Néanmoins, il conviendrait de compléter cette réforme afin de traiter la question des pertes attendues. La difficulté provient du cadre comptable actuel, qui n'intègre pas la notion de perte attendue, de sorte que la prise en compte des pertes est fréquemment retardée.

Les piliers 2 et 3 de la réforme ¹ peuvent contribuer à remédier à cette carence, mais ils ne semblent pas suffisants. À cet égard, le cadre comptable offre un certain nombre de solutions, le provisionnement dynamique apparaissant comme l'option qui semble devoir s'imposer.

Le provisionnement dynamique présente de nombreux avantages pour la surveillance, tant des différentes institutions considérées isolément que du secteur financier dans son ensemble, mais sa faisabilité dans le cadre comptable actuel doit être analysée.

Olivier JAUDOIN
Secrétariat général de la Commission bancaire
Service des Études bancaires

¹ Le futur dispositif reposera sur trois piliers :

- le pilier 1 se réfère aux exigences minimales de fonds propres pour couvrir les risques ;
- le pilier 2 porte sur le processus de surveillance prudentielle, qui tient compte du profil de risque de chaque banque ;
- le pilier 3 concerne la discipline de marché, c'est-à-dire la publication d'informations significatives par les banques afin de conforter les deux premiers piliers.

Assurer la couverture des risques le plus tôt possible est essentiel à une surveillance satisfaisante et permet de compléter le principe d'approche exhaustive du traitement du risque, qui représente l'un des objectifs des réglementations prudentielles.

Dans un premier temps, le traitement comptable actuel du risque de crédit et les difficultés qui en résultent sont abordés, d'un point de vue prudentiel, pour traiter les pertes attendues : à cet égard, un lien sera établi avec la réforme de l'Accord de Bâle. Ensuite, plusieurs approches du traitement comptable des pertes attendues seront examinées. Enfin, plusieurs propositions seront présentées concernant le concept de provisionnement dynamique (PD) et les aspects pratiques de sa mise en œuvre.

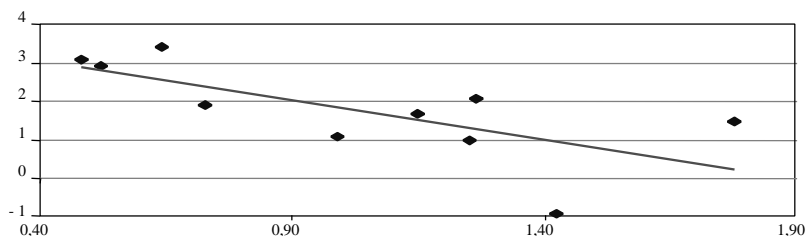
1. Les règles comptables régissant la prise en compte des risques contiennent des facteurs procycliques

1.1. Les agrégats de crédit bancaire présentent généralement un aspect procyclique

Une partie du phénomène d'amplification financière pourrait trouver son origine dans un comportement procyclique plus marqué en matière de provisionnement de la part des banques, ainsi que l'atteste la liaison négative et significative qu'entretiennent le taux de croissance de l'activité et le ratio des dotations nettes aux provisions pour créances douteuses sur le total des prêts en France au cours des années quatre-vingt-dix.

Graphique n° 1
Croissance de l'activité et dotations nettes aux provisions pour créances douteuses (en pourcentage du total des crédits)
(en France, 1991-2000)

(taux de croissance du PIB en %)



Sources : Commission bancaire ; INSEE

L'évolution de ce ratio résulte d'un double mouvement : d'une part, la forte progression du crédit lors de la phase d'accélération de l'activité augmente le dénominateur ; d'autre part, la réduction des dotations nettes aux provisions pour

créances douteuses, résultant notamment de la diminution du risque de crédit (et de sa perception) lors de la phase de reprise, tend à réduire le numérateur. On notera que le risque de crédit constitue ainsi l'un des puissants ressorts du mécanisme d'accélération financière.

1.2. La situation actuelle concernant le provisionnement pour créances douteuses n'est pas entièrement satisfaisante

Les banques utilisent les provisions pour créances douteuses pour couvrir les pertes provenant de la défaillance de leurs emprunteurs ou de l'incapacité des emprunteurs à rembourser le principal et/ou les intérêts. Les pertes sont généralement enregistrées, poste par poste, lorsqu'elles interviennent, ou au moment où elles sont susceptibles d'intervenir, comme conséquence d'une dépréciation des actifs, d'une appréciation des passifs ou d'une forte présomption de la dégradation de la valeur d'un engagement.

Du point de vue de la surveillance prudentielle, ce traitement comptable pourrait être amélioré. Actuellement, étant donné que les pertes ne sont enregistrées qu'après être intervenues, les risques de crédit apparaissent souvent trop tard dans le système comptable. En ce sens, les provisions ne reflètent pas le véritable risque de crédit inhérent au portefeuille de prêts qui, d'un point de vue économique, existe dès l'octroi du prêt. Pour ces raisons, on peut affirmer que le traitement comptable actuel, découlant de la réglementation, favorise chez les banques un comportement de prêt procyclique.

Le traitement actuel accroît également la variabilité des bénéfices et pertes bancaires au cours du cycle d'activité, ce qui influe sur la stabilité financière globale. Durant une phase de ralentissement économique, en raison de la détérioration généralisée de l'activité, les emprunteurs éprouvent davantage de difficultés à satisfaire leurs obligations financières, ce qui conduit les banques à renforcer leurs provisions pour créances douteuses. Durant une telle phase économique, les provisions sont aussi gonflées par le volume relativement important de prêts inscrits sur les livres des banques (prêts qui avaient été contractés durant la phase antérieure de reprise lorsque les conditions de crédit étaient plus souples). L'augmentation des provisions réduit les bénéfices comptables, incitant les banques à restreindre leur offre de crédit précisément au moment où les emprunteurs ont le plus besoin de liquidité. Cette restriction du crédit a tendance à accentuer le ralentissement économique, créant ainsi un cercle vicieux.

En revanche, au cours d'une phase de reprise, les profits sont dopés par la diminution des provisions, due à l'amélioration générale de la conjoncture et au fait que les prêts contractés durant la phase précédente de ralentissement représentent un volume moindre. Cette rentabilité accrue amène les banques à assouplir leurs normes de crédit et à surfinancer les emprunteurs intrinsèquement fragiles, amplifiant ainsi le cycle d'activité et contribuant à la création de « bulles financières ».

Il convient de noter que, au sens statistique, un ralentissement économique devrait normalement s'accompagner d'une augmentation des créances douteuses. Même s'il n'existe aucun signe de dépréciation du portefeuille de prêts en phase ascendante du cycle d'activité, il est clair qu'une partie du portefeuille se dépréciera au cours de la phase de recul qui s'ensuivra. Dans la mesure où les pratiques actuelles de provisionnement ne peuvent prendre en compte ces pertes attendues, elles surestiment les bénéfices durant les phases de reprise et les sous-estiment durant les phases de recul de l'activité.

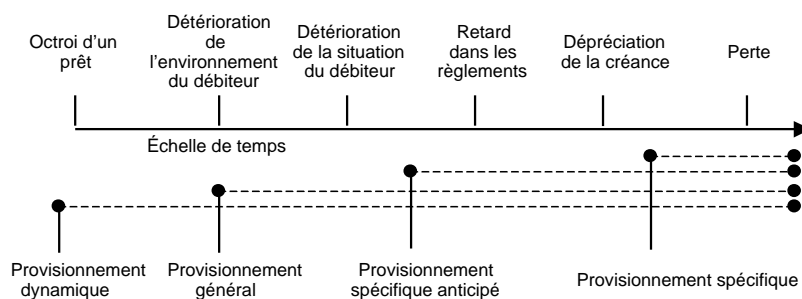
2. Solutions comptables envisageables

2.1. Provisionnement dynamique

Cette approche s'appuie sur la définition générale des provisions : une provision comptable est l'enregistrement de l'élément de la baisse de valeur d'un élément d'actif ou de l'augmentation de la valeur d'un élément de passif jugée probable à la lumière d'un événement spécifique, l'élément d'actif ou de passif étant précisément identifié tandis que la date ou le montant de la perte éventuelle reste incertain. La difficulté réside dans la notion de probabilité : à quel moment la probabilité d'une perte est-elle jugée suffisante pour nécessiter sa prise en compte ?

Les principaux événements affectant le crédit qui déclenchent le provisionnement, par ordre décroissant de gravité (et, aussi, habituellement, en remontant dans le temps), sont : la défaillance effective de la contrepartie, des difficultés rencontrées par celle-ci, une modification de la notation de la contrepartie et la signature d'un contrat avec cette dernière, générant des risques statistiquement probables.

Calendrier des événements aboutissant à la constitution de provisions



La plupart des pratiques actuelles en matière de provisionnement suivent le calendrier établi à partir de prévisions pour défaillance constatée (côté droit de la ligne d'échelle de temps).

En revanche, dans le cadre du provisionnement dynamique, on reconnaît que, au moins pour certains portefeuilles, la probabilité de la perte future est mesurable. Le principal intérêt de cette approche est que le risque est couvert dès son apparition, au moment où le prêt est octroyé. C'est une approche particulièrement appropriée pour l'activité de prêt *retail*, qui recouvre les prêts à la consommation et les prêts aux petites entreprises, et dont le risque peut être mesuré statistiquement avant même l'octroi des prêts. Dans un système de provisionnement dynamique, les banques seraient tenues de fournir aux autorités de surveillance des informations sur leurs méthodes statistiques avant que leurs provisions ne soient prises en compte.

Pour d'autres types de prêts (par exemple, ceux accordés aux grandes entreprises), la probabilité de perte future peut rarement être identifiée avant que ne se produisent les événements spécifiques précédemment énumérés. Dans ce cas, le traitement comptable peut s'appuyer sur des réglementations et des pratiques qui favorisent la prise en compte de tout événement susceptible d'influer sur le risque lors de la constitution de provisions.

2.2. Comptabilité à la « juste valeur »

La méthode de comptabilité à la juste valeur revalorise un élément d'actif quand son prix de marché a varié ou (en l'absence d'un marché pour cet élément d'actif) en cas de modification de la valeur actualisée du flux de revenus générés par cet actif. Bien que, dans la pratique, l'application de la comptabilité à la juste valeur aux activités des intermédiaires financiers pose de grandes difficultés, en principe cette méthode prend en compte la perte attendue, toute modification du risque à tout moment de la période de détention ayant pour effet de modifier la juste valeur actuelle de l'élément d'actif. Selon les tenants de cette approche, la comptabilité à la juste valeur fournit les informations les plus pertinentes aux gestionnaires d'actifs, aux investisseurs et aux autres intervenants de marché.

En revanche, la méthode du coût historique ne serait pas appropriée, car les risques de crédit ne sont pas pris en compte avant de s'être effectivement matérialisés, au moment de la cession ou de la constatation d'une perte sur prêt. On part du principe que le développement constant de marchés supposés efficaces permet de calculer une juste valeur pour tout élément d'actif ou de passif, même non négociable, par comparaison avec les valorisations de marché d'instruments ou de catégories de risques présentant des caractéristiques similaires.

Le caractère applicable de ce principe de valorisation est toutefois contesté, pour un certain nombre de raisons, liées notamment à l'exercice de certaines activités bancaires.

- Cette méthode ne tient pas compte du principe de prudence dans la mesure où elle traite les bénéfices latents et les pertes latentes de la même façon alors que, du point de vue prudentiel, les bénéfices latents ne sont pas pris en considération excepté dans le cas des instruments liquides. Dès lors, l'incidence de ce choix peut être importante en termes de volatilité des informations financières.
- La méthode de comptabilisation sur la base de la juste valeur n'établit pas de distinction entre le risque de crédit et les autres risques (de taux d'intérêt, de change, etc) qui n'ont pas trait à la contrepartie.

- L'évaluation du risque de crédit par les marchés, c'est-à-dire par le biais des *spreads*, n'est pas précise et peut être influencée par d'autres facteurs (une aversion plus généralisée au risque de la part du marché) que ceux directement liés au risque de crédit de la contrepartie.
- Le degré de développement des marchés et, par conséquent, la fiabilité des valorisations de marché varient considérablement, non seulement d'un pays à l'autre mais également d'un type d'instrument à l'autre. Dès lors, il se peut que cette méthode d'évaluation ne soit pas adaptée à la réalité économique de chaque pays.
- Pour un instrument donné, l'exposition aux risques financiers varie selon que l'instrument est destiné à être négocié sur les marchés ou détenu à long terme. La gestion des risques n'est, à l'évidence, pas la même dans les deux cas. La variation de la valeur de marché d'un instrument détenu jusqu'à l'échéance ne représente pas un risque tant que le financement dudit instrument est assuré. En revanche, plus on suppose que le délai de détention de l'instrument est long, plus le risque de crédit augmente.
- Enfin, une méthode d'évaluation fondée, comme celle-ci, sur la variation des prix du marché introduira, à coup sûr, un degré de volatilité dans les revenus et la valeur des actions d'une entreprise, faussant ainsi l'image de ses véritables performances.

2.3. La conformité du provisionnement dynamique avec le cadre comptable actuel peut être discutée

En résumé, les principales règles comptables en vigueur dans le monde vont dans le sens d'un provisionnement fondé sur le jugement humain, soit prêt par prêt, soit par groupe de prêts homogènes. *La délimitation étant tenue entre les pertes latentes, qui doivent être provisionnées, et les pertes futures, qui n'ont pas à l'être, il y a d'ores et déjà une possibilité pour reconnaître le provisionnement dynamique.* En outre, la tendance à utiliser la comptabilisation à la juste valeur est une autre preuve de la nécessité de prendre en compte les pertes attendues. Toutefois, les cadres comptables et fiscaux actuels peuvent constituer des obstacles dans de nombreux pays, où les risques liés à des prêts spécifiques doivent être identifiés préalablement à la constitution d'une provision, afin de décourager le lissage des bénéfices et l'arbitrage fiscal. En ce sens, le concept de perte attendue, quelle que soit la manière dont on le définit, demeure éloigné des notions comptables actuelles. C'est la raison pour laquelle les nouvelles méthodes de calcul des provisions devraient faire l'objet de discussions avec les autorités en charge de la réglementation comptable, les responsables de la surveillance des marchés et les autorités fiscales, qui pourraient avoir une vision du problème différente de celle des autorités de contrôle bancaire.

Si les pertes attendues ne peuvent être provisionnées dans les comptes, il pourrait être utile d'envisager la constitution d'une provision réglementaire distincte, hors des comptes généraux, pour les établissements de crédit. Dans ce cas, les fonds propres réglementaires devraient être redéfinis en prenant en compte toutes les provisions réglementaires qui ne figurent pas dans les comptes. Les provisions réglementaires et les fonds propres nets de ces provisions pourraient être publiés dans le cadre du pilier 3.

3. Le provisionnement dynamique considéré comme un complément naturel des futures normes de fonds propres

3.1. Les avantages du provisionnement dynamique pour la surveillance prudentielle

Les autorités de surveillance sont chargées de l'évaluation et du suivi des risques encourus par les établissements de crédit, ce qui implique de veiller à ce que ces derniers assurent, en permanence, une couverture minimale des coûts induits par ces risques.

En conséquence, il est dans l'intérêt des autorités de surveillance de mettre au point des méthodes comptables qui permettent de mieux se prémunir contre les risques encourus, notamment en constituant des provisions avant leur apparition. À cet égard, le principe de provisionnement dynamique ou *ex ante* consiste à anticiper le risque et à l'étaler sur une période plus longue, ce qui permet d'atténuer l'incidence de la dépréciation des créances sur le compte de résultats pour l'exercice concerné.

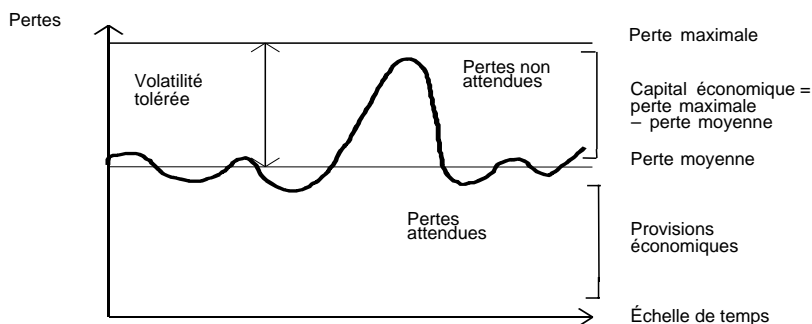
Les provisions dynamiques sont destinées à couvrir les pertes probables sur des parties homogènes du portefeuille de crédit. Ces pertes probables peuvent être calculées à partir des résultats passés ou estimées à l'aide de méthodes statistiques. Cette approche permet aux banques qui l'utilisent d'estimer, à un stade précoce, le coût des risques encourus et de le faire apparaître dans leurs documents comptables. Les pertes attendues sur les crédits sont considérées comme une dépense ordinaire qui est constatée lorsque le prêt est accordé. Cette approche serait compatible avec la nécessité, pour les banques, de gérer le risque de crédit inhérent à l'activité de prêt comme faisant partie de leurs activités et de leurs compétences de base.

Le provisionnement dynamique permet également de fixer des conditions de crédit plus adéquates. L'obligation de constituer une provision pour couvrir les pertes attendues dès l'octroi des prêts incite les banques à mieux incorporer le coût de ces pertes dans leurs conditions de crédit.

3.2. La réforme de l'Accord de Bâle porte principalement sur l'adéquation des fonds propres

Les deux principaux objectifs de la réforme consistent à favoriser une gestion plus efficace du risque de crédit et à renforcer le rôle préventif de la réglementation et de la surveillance prudentielles. L'un des principaux éléments de la réforme, outre l'« approche standardisée » améliorée, est la reconnaissance du système de notation interne des banques, fondé sur une analyse de la probabilité de défaillance de la contrepartie et l'ampleur de la perte en cas de défaillance. Les pertes attendues sont définies comme les pertes moyennes prévues pour les douze prochains mois, et les pertes non attendues correspondent à la volatilité des pertes autour de cette prévision moyenne.

Graphique n° 2
Pertes attendues et pertes non attendues



Dans ce cadre, on suppose que les exigences en matière de fonds propres résultant du système interne de notation devraient être définies au regard des pertes non attendues et des pertes attendues, mais que ces dernières pourraient être couvertes par d'autres moyens, vraisemblablement par des provisions (cf. graphique n° 2) et des marges.

3.3. Le pilier 2 ne semble pas garantir suffisamment la couverture des pertes attendues...

Une façon de traiter le problème de la couverture des pertes attendues consiste à les intégrer dans le cadre réglementaire proposé dans la réforme. La réforme est fondée sur l'hypothèse que les exigences au titre du pilier 1 sont affectées aux pertes non attendues et aux pertes attendues, mais que les provisions, ou une marge d'intérêt dans certains cas, pourraient servir à la couverture des pertes attendues. Toutefois, si un contrôleur estimait qu'une banque n'a pas entièrement couvert ses pertes attendues, il pourrait imposer, dans le cadre du pilier 2, le respect d'un niveau de fonds propres pour l'élément résiduel de pertes attendues non couvertes.

Par nature, cette approche a l'avantage d'être cohérente avec les objectifs des autorités de surveillance. Néanmoins, elle présente plusieurs difficultés :

- elle conduirait à dissocier la surveillance et le traitement comptable des banques alors que les autorités de surveillance ont toujours favorisé une relation étroite entre les deux ;
- elle négligerait l'importance des politiques et pratiques comptables qui, pour les dirigeants de banques, va bien au-delà de leur utilisation par les contrôleurs à des fins de surveillance du respect des réglementations bancaires et de la réalisation d'évaluations prudentielles ;
- une approche purement prudentielle vis-à-vis des pertes attendues, qui ne se traduirait pas dans les normes comptables, ne serait pas reflétée dans les déclarations au titre du pilier 3 et, par conséquent, ne contribuerait pas de façon aussi efficace à la discipline de marché ;

- elle ne réduirait pas les différences nationales en matière de traitement comptable des pertes attendues, ce qui pourrait nuire à l'égalité de traitement dans le cadre de la mise en œuvre de l'Accord de Bâle.

3.4. ... contrairement à la reconnaissance comptable dans le cadre de l'approche par les notations internes

L'approche de provisionnement dynamique s'apparente à celle fondée sur les notations internes (IRBA) pour ce qui est du calcul de la probabilité de défaillance et de la perte, compte tenu de la défaillance. Parallèlement, les pertes non attendues ne donnent pas lieu à un provisionnement *ex ante* dans la mesure où cette méthode est davantage liée au système d'adéquation des fonds propres.

Par conséquent, l'adoption par les banques de systèmes IRBA et, ultérieurement, de modèles internes, les incite à développer des systèmes informatiques capables de ventiler les actifs par catégories de risques et d'établir des statistiques fiables concernant les probabilités de défaillance et de perte compte tenu de la défaillance. Ces outils permettront également de calculer les provisions dynamiques, qui répondent à la même logique. Le provisionnement dynamique pourrait donc être considéré comme le complément comptable aux améliorations de la gestion du risque et de l'analyse prudentielle visées par la réforme.

Néanmoins, le provisionnement dynamique diffère de l'approche fondée sur les notations internes en termes d'incidence sur le comportement des banques. Outre la constatation plus rapide des pertes sur les crédits, le provisionnement dynamique modifie leur traitement comptable, en les imputant au compte de résultat et en créant une sorte de provision pour créances douteuses ou une provision à caractère général susceptible de répartir, tout au long du cycle conjoncturel, l'incidence, sur les bénéfices des banques, des pertes sur les crédits.

4. Les conditions nécessaires à une mise en application généralisée du provisionnement dynamique

4.1. Le provisionnement dynamique constitue déjà une pratique internationale

Il est important de lier les propositions à des principes comptables clairs, qu'ils fassent déjà partie des principes comptables généralement admis ou qu'ils constituent le point de départ pour de nouvelles approches. Dans les deux cas, ce sont les caractéristiques spécifiques des activités bancaires qui devraient justifier les différences entre le traitement comptable des établissements de crédit et les normes comptables nationales ou internationales qui s'appliquent aux sociétés non financières.

Le recensement des réglementations et pratiques existantes dans les principaux pays de l'OCDE montre que *le provisionnement dynamique est assez répandu en Europe et au Japon, même s'il revêt différentes formes*. Dans certains autres pays, comme les États-Unis, les autorités de tutelle utilisent des techniques similaires fondées à la fois sur l'évaluation des pertes attendues et potentielles liées au portefeuille bancaire et sur la constitution de « provisions statistiques » pour les couvrir.

À ce stade, ce système n'est obligatoire qu'en Espagne et au Portugal. Dans les autres pays européens, il existe des systèmes optionnels qui comportent plusieurs incitations. Les systèmes diffèrent d'un pays à l'autre, en matière de calcul des provisions et d'étendue du dispositif (prudentiel, comptable et/ou budgétaire). *Néanmoins, ils se fondent en général sur la définition d'un seuil de provisions correspondant à un pourcentage fixe du montant des prêts, qui vient s'ajouter aux provisions pour créances douteuses.*

L'Espagne a tout particulièrement développé sa réglementation concernant le provisionnement dynamique et l'a renforcée par un nouveau dispositif, qui est en vigueur depuis le 1^{er} juillet 2000 ; celui-ci comporte un objectif contracyclique explicite³, fondé soit sur les défaillances statistiques enregistrées par chaque banque (approche des notations internes), soit sur une approche standard définie par la Banque d'Espagne⁴.

Au-delà des différences constatées entre les réglementations nationales, il convient de souligner que plusieurs des principaux établissements de crédit européens, américains et japonais appliquent actuellement à certaines parties de leur bilan des provisions générales assimilables à un provisionnement dynamique. Les établissements de crédit les plus fortement impliqués dans ce processus ne semblent pas en souffrir en termes de valeur de marché. On peut même considérer que cette pratique en matière de gestion des risques et des revenus pourrait être perçue comme un avantage compétitif pour les banques qui la mettraient en œuvre.

4.2. Comment fonctionnerait le provisionnement dynamique

La première étape consiste à déterminer les pertes attendues pour chaque catégorie de prêts, y compris la probabilité de défaillance associée à la qualité de l'emprunteur et la perte compte tenu de la défaillance. Dans l'idéal, cet exercice pourrait être effectué par les banques à partir de leurs propres données sur les taux de défaillance, mais les autorités pourraient également imposer une approche normalisée par le biais d'une obligation de provisionnement minimal pour les principales catégories de prêts.

³ Discours prononcé le 18 janvier 2000 par Raimundo Poveda, directeur général de la Banque d'Espagne

⁴ Circulaire 9/1999 du 17 décembre 1999

La deuxième étape porte sur les procédures comptables :

- les obligations à cet égard pourraient concerner les prêts existants ou les nouveaux prêts (comme dans le cas des assurances) ;
- la situation comptable et prudentielle des provisions doit être examinée : devraient-elles être considérées comme des provisions générales et peuvent-elles être partiellement incluses dans le capital ? La réponse à cette question est également liée à la législation fiscale. La nature des provisions dynamiques est proche de celle des provisions générales dans le sens où elles n'ont pas trait à un prêt spécifique, mais elles ne peuvent être incluses dans les fonds propres car elles recouvrent des pertes attendues. Cependant, les provisions dynamiques, quelquefois supérieures⁵ aux pertes attendues, pourraient être considérées comme des éléments des provisions générales admises dans le niveau 2 du ratio de solvabilité, la majeure partie étant déduite du dénominateur.

La troisième étape traite de l'articulation avec les provisions spécifiques. Quand un prêt est considéré comme déprécié, le montant de la dépréciation est pris en compte soit par la constitution d'une provision spécifique, soit par la comptabilisation du prêt en tant que perte. Au-delà de la prise en compte au titre de la dépréciation du prêt, les banques pourraient calculer des provisions pour le montant des pertes attendues sur les crédits au titre des prêts résiduels qui ne sont pas spécifiquement identifiés pour évaluation, ni considérés individuellement comme dépréciés. À cette fin, les prêts sont agrégés et font l'objet d'une analyse statistique pour estimer le montant des pertes attendues sur les crédits.

La dernière étape concerne l'évolution de ce mécanisme. D'une part, les taux de provisionnement doivent être constamment revus. D'autre part, il convient de constituer des provisions spécifiques pour créances douteuses sur les prêts qui acquièrent un caractère douteux. Elles peuvent être constituées à partir du montant des provisions dynamiques déjà accumulées. Si les pertes attendues sont correctement estimées, à long terme, le montant total des provisions dynamiques doit être absorbé par les provisions spécifiques.

⁵ En théorie, les provisions dynamiques ne doivent pas être supérieures aux pertes attendues, mais en pratique, tel pourrait être le cas dans la période située entre deux évaluations du risque de crédit.

Le provisionnement dynamique peut constituer un facteur supplémentaire contribuant à la stabilité financière

Les autorités de contrôle bancaire des États-Unis déclaraient en 2000 : « les banques se trouvent désormais à un stade critique du cycle de crédit... après des années de bénéfiques trimestriels élevés, de faibles taux de défaillance et de ratio de fonds propres confortables, il est aisé d'oublier les bases d'une saine politique d'octroi de prêts... Il serait particulièrement utile de traiter de façon préventive les problèmes potentiels de crédit, avant que ceux-ci n'aient le temps de se muer d'inconvénients mineurs en désordres majeurs » (McDonough). Les autorités de contrôle françaises partagent ce point de vue et se penchent actuellement sur la question de savoir comment un provisionnement prospectif pourrait encourager les banques à maintenir leur capacité à faire face à un ralentissement de l'économie.

La fourniture d'informations fiables par les banques renforcerait la confiance de ces dernières dans la stabilité de leurs revenus et dans leur bonne santé financière. Les investisseurs et les déposants pourraient trouver des avantages à cette proposition. D'un point de vue macroéconomique, ce mécanisme pourrait limiter le recours à des stratégies faisant alterner phases de stimulation et de coups de frein en matière de crédit bancaire, et minimiser leur effet sur la croissance.

Considérations prudentielles sur la comptabilisation en « juste valeur » pour les établissements de crédit

La comptabilisation en « juste valeur » constitue-t-elle une approche bien fondée et supérieure aux autres méthodes ? Ce concept a été élaboré au cours des dernières décennies afin de tenir compte des critères de marché et semble bénéficier d'une large reconnaissance dans ce domaine. Mais la véritable question traitée dans ce document est la suivante : la « juste valeur » est-elle un concept pertinent pour les banques et les autorités de contrôle ? Les points de vue présentés ici préconisent une certaine prudence car il semble probable que la comptabilisation en « juste valeur » entraîne des transformations radicales dans l'organisation des banques, des marchés et des économies dans leur ensemble. Faut-il redouter ces transformations ? D'un point de vue prudentiel, le risque existe que ces changements ne soient pas convenablement perçus ou gérés, suscitant alors plus de confusion que d'avantages. Certains éléments indiquent que la comptabilisation en « juste valeur » entraînerait une volatilité accrue des résultats et des fonds propres des banques. La volatilité n'est pas un problème pour les banques lorsqu'elle constitue une représentation non ambiguë des risques. La présente étude ne parvient pas à cette conclusion. Si la volatilité est ambiguë, elle ne peut pas être gérée de façon efficace par les banques. Or, une gestion inefficace des risques dans les banques entraîne des conséquences de vaste portée sur la stabilité financière et économique.

Vichett OUNG
Secrétariat général de la Commission bancaire
Service des Études bancaires

Les banques ont toujours remis en question le caractère pertinent de la comptabilisation en « juste valeur » des actifs non-négociables tels que les prêts et les dépôts, faisant valoir que la base des activités bancaires et des résultats résidait dans les relations à long terme et la comptabilisation des intérêts courus, ce qui plaide en faveur de la comptabilisation au coût historique. Même si un compromis temporaire a été atteint en 1998 avec la norme IAS 39 qui impose la comptabilisation en « juste valeur » à tous les actifs et passifs négociables — les actifs et passifs non négociables tels que le portefeuille de prêts et les dépôts bancaires restant comptabilisés au coût historique —, le débat demeure passionné et se poursuit. En effet, en août 1999, le groupe de travail conjoint pour la fixation des normes (*Joint Working Group of Standard Setters*) a présenté de nouveaux arguments en faveur de l'extension de la comptabilisation en « juste valeur » aux instruments financiers non négociables, suscitant les critiques de la part des associations bancaires. Ce document n'a pas pour objectif de remettre en cause la pertinence de la « juste valeur » en tant que concept mais d'analyser l'opportunité de la comptabilisation en « juste valeur » pour les établissements de crédit, en particulier au regard de considérations prudentielles.

1. Pertinence de la comptabilisation en « juste valeur » pour les actifs intermédiés

1.1. Historique

1.1.1. Les pressions s'accroissent pour appliquer la comptabilisation en « juste valeur » intégrale à l'ensemble des instruments financiers

Au départ, la « juste valeur » était un concept assez général qui se rapportait à la fiabilité de l'information financière. Le besoin d'une information financière exacte et fiable a été particulièrement mis en évidence dans les années quatre-vingt aux États-Unis durant la crise du secteur de l'épargne logement, la forte exposition de ces institutions au risque de taux d'intérêt n'étant pas apparue dans les états financiers publiés au coût historique. Plus récemment, la crise asiatique s'est soldée par la défaillance de nombreuses banques considérées auparavant comme solvables. Afin de mieux tenir compte des conditions économiques et de marché, une solution consistait à établir une correspondance entre la « juste valeur » d'un instrument et son prix de marché. La « juste valeur » d'un actif (ou d'un passif) se rapporte alors à sa valeur inférée s'il est négocié. Les applications de ce concept assez général pour les instruments financiers nous amènent aux définitions suivantes :

- la valeur de négociation convenue entre deux parties ;
- le prix de marché pour les instruments négociés sur un marché efficient ;
- le prix de marché d'un instrument présentant des caractéristiques financières similaires ;
- la valeur actuelle nette des flux de trésorerie futurs actualisés aux taux de marché.

Jusqu'à présent, l'application de la « juste valeur » aux instruments financiers a été limitée aux instruments négociables. Toutefois, au cours de la dernière décennie, les banques ont été soumises à des pressions croissantes de la part d'un certain nombre d'institutions — *Securities exchange commission (SEC)*, *Federal accounting standard board (FASB)* et *International accounting standard commission (IASC)* entre autres — pour appliquer la comptabilisation en « juste valeur » aux portefeuilles bancaires comptabilisés au coût historique. Un compromis a été trouvé en 1998 avec la diffusion de la norme IAS 39 par l'IASC, qui prévoit la comptabilisation de marché ou en « juste valeur » pour les portefeuilles de négociation des banques tandis que les portefeuilles bancaires demeurent soumis à la comptabilisation au coût historique. Toutefois, la présentation, par le groupe de travail pour la fixation des normes, de nouvelles propositions en août 1999 et plus récemment en décembre 2000 a suscité de nouvelles pressions pour appliquer la « juste valeur » intégrale aux banques.

La comptabilisation en « juste valeur » est généralement présentée par ses partisans comme une réponse aux insuffisances de la comptabilisation au coût historique (Willis, 2000) :

- elle améliore la comparabilité en différenciant les actifs ;
- elle fournit des informations concernant les bénéfices attendus provenant des actifs et des charges imposées par les engagements dans les conditions du moment ;
- elle influe sur la performance de l'institution résultant des décisions de continuer à détenir des actifs ou porter un passif, ainsi que des décisions d'acquérir ou de vendre des actifs ou de contracter ou de régler des engagements et permet de bien refléter l'incidence de la plupart des stratégies de gestion des risques ;
- elle intègre les gains et les pertes résultant de changements de prix éventuels.

1.1.2. Points de vue divergents de la communauté bancaire

Contrairement à ce point de vue, les banques font valoir que la spécificité de leurs activités n'est pas correctement appréhendée par la comptabilisation en « juste valeur » et que cette méthode, conçue pour prendre en compte les évolutions de marché, ne reflète pas de façon appropriée la substance économique des activités bancaires. Par conséquent, elles remettent en cause ses avantages supposés. En particulier, elles considèrent que :

- la « juste valeur » est soumise à de nombreuses hypothèses qui peuvent conduire à des différences importantes en termes de résultats. Les caractéristiques des actifs intermédiés sont trop idiosyncratiques pour être appréhendées intégralement. Par exemple, les options de pré-paiement inhérentes aux prêts sont généralement difficiles à valoriser et exercent une incidence importante sur la duration des flux de trésorerie attendus. De même, les garanties physiques sur les prêts hypothécaires, telles que les maisons ou les garanties individuelles, sont très spécifiques et ont une incidence significative sur leur risque marginal. Du côté du passif, les dépôts des particuliers ne sont pas assortis d'une duration contractuelle. Par conséquent, la « juste valeur » des prêts n'est pas comparable d'une institution à l'autre, dans la mesure où elle dépend des hypothèses retenues par chaque banque ;

- l'intermédiation est une relation de long terme qui doit être évaluée en fonction du contrat initial. Le bénéfice est maximisé lorsque chaque partie prenante au contrat initial de prêt maintient les relations bilatérales jusqu'à échéance, ce qui explique pourquoi les banques conservent généralement les prêts jusqu'à échéance et n'ont aucun intérêt à les négocier et pourquoi elles imposent des clauses plus strictes à l'emprunteur afin de prévenir la défaillance. Par conséquent, l'évaluation d'une relation bilatérale existante en vertu des conditions économiques du moment n'est pas pertinente et sous-estime sa valeur ajoutée ;
- les décisions de continuer à détenir des actifs ou porter un passif, ainsi que d'acquérir ou de vendre des actifs, ou de contracter ou dénouer des engagements ne sont pas pertinentes pour la gestion de la banque étant donné que les actifs intermédiés sont généralement détenus jusqu'à leur échéance ;
- pour les mêmes raisons, la prise en compte des modifications de prix lorsqu'elles se produisent n'est pas pertinente pour les actifs intermédiés ;
- la comptabilisation mixte au coût historique sépare les activités de négociation des activités bancaires. Dans ces conditions, les effets résultant des stratégies de gestion des risques telles que la couverture, quoique plus complexes, sont plus facilement identifiables.

1.1.3. Les preuves empiriques relatives au portefeuille bancaire demeurent mitigées

Les preuves empiriques en faveur de la pertinence de la valeur additionnelle de la comptabilisation en « juste valeur » proviennent des études réalisées, notamment par Barth et *alii* (1997), Barth et *alii* (1996), Eccher et *alii* (1996), Cornett et *alii* (1996), Nelson (1996), sur l'application de la norme SFAS 107 aux États-Unis qui impose la publication d'information en « juste valeur » pour les titres. Ils estiment que la comptabilisation en « juste valeur » appliquée aux titres permet parfois de mieux expliquer le cours des actions des banques que les informations relatives à la valeur comptable. En effet, la réaction du cours de l'action à la date approximative de publication d'information en « juste valeur » confirmerait l'hypothèse de la pertinence de telles informations en termes de valeur. À l'inverse, l'absence de réaction du cours de bourse signifie que les informations sont soit déjà connues des investisseurs, soit qu'elles ne sont pas fiables. Dans ces conditions, les résultats empiriques donnent à penser que la comptabilisation des titres, qui constituent des instruments de marché, à leur prix de marché, est en effet plus pertinente pour les investisseurs. Les résultats empiriques relatifs à l'application de la comptabilisation en « juste valeur » au portefeuille bancaire sont toutefois plus mitigés. Selon la plupart des études évoquées plus haut, l'intégration d'une « juste valeur » simulée des prêts ne permet pas de mieux expliquer les cours des actions des banques. Au contraire, un meilleur pouvoir explicatif de l'évolution du cours des actions bancaires n'est obtenu dans ce type d'approche qu'avec l'inclusion d'éléments comptabilisés en coût historique tels que les provisions pour dépréciation d'actifs.

1.2. Problèmes conceptuels et pratiques relatifs à la définition d'une « juste valeur » pour les actifs intermédiés

S'agissant des définitions de la « juste valeur » données dans le paragraphe 1.1.1., la définition et la mesure en « juste valeur » des instruments de crédit tels que les prêts continuent de présenter des difficultés conceptuelles et pratiques. La majorité des portefeuilles des banques sont composés d'actifs complexes, peu liquides et détenus pour compte propre, étant donné leur fonction spécifique d'intermédiaires financiers. En particulier, la surveillance du risque de crédit est coûteuse. Les banques sont incitées à effectuer cette surveillance parce qu'elles bénéficient d'un avantage en termes d'information, par rapport au marché et aux autorités de contrôle, en ce qui concerne la qualité de crédit de leur prêts et peuvent, par conséquent, financer des projets aux rendements plus élevés (Diamond, 1984). Ainsi, les banques sont peu incitées à négocier leurs prêts sur un marché car, si elles le faisaient, elles devraient également communiquer leurs données internes. Il semble donc difficile de définir de cette façon une « juste valeur » pour un instrument non négociable. La troisième définition (cf. paragraphe 1.1.1.) est une proposition de substitution présentée par les partisans de la comptabilisation en « juste valeur » pour les instruments de risque de crédit : la « juste valeur » pour de tels instruments pourrait être calculée à partir des prix définis sur les marchés négociés ou de titrisation ; mais, là aussi, le risque de crédit négocié sur de tels marchés n'est pas nécessairement représentatif du véritable profil de risque de crédit inhérent aux portefeuilles bancaires. En outre, les prix de transaction peuvent subir des distorsions du fait d'accords de partage des risques ou de garanties tierces qui sont généralement nécessaires pour garantir la qualité de ces actifs (« voitures d'occasion »)¹ faute d'un accès aux données internes des banques, ou pour faire en sorte que les banques soient incitées à contrôler les risques transférés. Enfin, la dernière définition consiste en une actualisation des futurs flux de paiements à un taux de marché. Toutefois, comme souligné par Berger et *alii* (1991), le recours à cette approche est difficile pour les prêts, étant donné qu'il est nécessaire de trouver une correspondance exacte sur les marchés, assortie de caractéristiques et d'une fluctuation de la qualité du crédit identiques. Pour atténuer cette difficulté, Benston (1989) et Mengle (1990), notamment, proposent d'actualiser les paiements probabilistes, plutôt que les paiements contractuels. Or, le calcul de paiements probabilistes, indépendamment de la détermination de taux d'actualisation appropriés pour chaque cas, nécessiterait un modèle économique complexe et des données que seules les banques sont en mesure de fournir et qu'elles devraient communiquer.

¹ Le problème des voitures d'occasion (Akerlof, 1970) se rapporte à la conséquence de l'asymétrie d'information sur le prix de marché selon laquelle, sans informations fiables et vérifiables, les vendeurs sont incités à vendre des actifs de faible qualité plutôt que des actifs de bonne qualité afin de maximiser les profits.

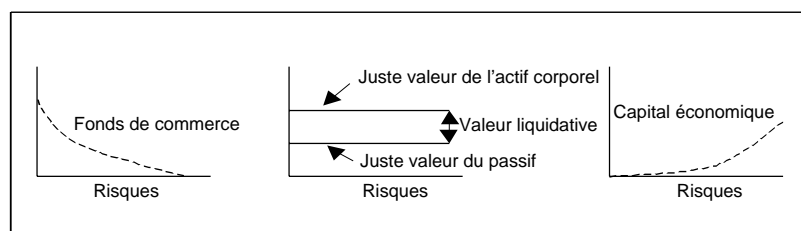
2. L'instabilité financière comme conséquence de la volatilité accrue des fonds propres et des résultats des banques

2.1. Les difficultés d'interprétation de la volatilité peuvent aboutir à une mauvaise allocation des fonds propres et à des stratégies d'investissement non optimales

La volatilité n'est pas nécessairement un problème en soi si elle constitue un indicateur non ambigu des risques. Contrairement aux gestionnaires de fonds, qui négocient principalement des instruments comportant un risque de taux et dont le risque de crédit est négligeable, les bilans des banques contiennent en majorité des instruments non liquides comportant un risque de crédit. Cela implique que, dans le cadre de la comptabilisation en « juste valeur », la volatilité des résultats et des fonds propres des banques résulte essentiellement tant des fluctuations du marché que des cycles économiques. Un premier problème a trait à la difficulté des investisseurs, des actionnaires et des dirigeants d'une banque à isoler l'incidence de ces deux facteurs lors de l'interprétation de la volatilité des résultats et des fonds propres.

Graphique 1

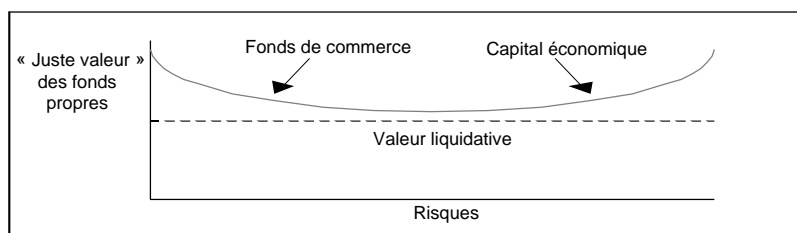
**Valeur des composantes implicites des fonds propres,
comptabilisés en « juste valeur », en fonction du risque de solvabilité d'une banque**



La « juste valeur » des fonds propres incorporerait théoriquement trois composantes implicites (cf. graphique 1). Deux d'entre elles découlent de la valorisation de l'activité commerciale spécifique de la banque, matérialisée par les dépôts des particuliers inscrits sur ses livres et qui sont généralement garantis. Cela consiste à reconnaître la présence, dans les fonds propres, d'un actif incorporel, le fonds de commerce, dont la valeur est une fonction décroissante du risque de solvabilité de l'établissement. En effet, plus ce dernier est faible, plus l'établissement aura tendance à développer son activité. De la même manière, la valorisation des dépôts garantis, en utilisant un taux d'actualisation ne tenant pas compte des risques, transfère également sur les fonds propres la valeur du capital économique, qui est une fonction croissante du risque de solvabilité de la banque. La valeur nette de l'actif corporel, telle que définie par Babbel (1998), pourrait s'interpréter comme la « valeur liquidative », indépendamment du fonds de commerce ou du risque de solvabilité de l'établissement. Le capital économique est une fonction convexe du risque de solvabilité de la banque.

Graphique 2

Volatilité des fonds propres en « juste valeur »



Selon Babel (1998), le graphique 2, qui retrace l'ensemble des composantes des fonds propres en « juste valeur », illustre bien l'ambiguïté de ce mode de comptabilisation : dans la mesure où le risque de solvabilité des banques n'est pas directement observable, une variation en hausse de la « juste valeur » des fonds propres pourrait s'interpréter comme une augmentation de la valeur liquidative et de la valeur du fonds de commerce et donc une diminution du risque de solvabilité, ou comme une hausse de la valeur du capital économique et donc un accroissement du risque de solvabilité ou, plus probablement encore, comme une combinaison de tous ces facteurs. La difficulté d'interprétation de la volatilité des fonds propres, qui résulte de la comptabilisation en « juste valeur », peut aboutir à une mauvaise allocation des fonds propres et à des stratégies d'investissement inefficaces. D'un point de vue prudentiel, l'ambiguïté de la volatilité des fonds propres pose davantage problème dans la mesure où, contrairement à ce qu'affirment les défenseurs du principe de comptabilisation en « juste valeur », les variations des fonds propres peuvent ne pas être un indicateur pertinent des difficultés d'un établissement. Il s'agit là d'une source potentielle d'instabilité financière.

2.2. Les tentatives de réduction de la volatilité du risque de crédit peuvent perturber l'octroi de crédits à l'économie

2.2.1. Une réduction de la transformation

L'activité traditionnelle des banques consiste à collecter des fonds à court terme et à distribuer des crédits à plus long terme, en général à taux fixe. À cet égard, en l'absence d'instruments de couverture, une comptabilisation en « juste valeur » du portefeuille bancaire ferait probablement apparaître une forte exposition au risque de taux qui, selon les banques, fausserait la perception de la rationalité économique sous-tendant les actifs intermédiés, dans la mesure où ces actifs sont généralement détenus jusqu'à l'échéance et génèrent une marge d'intérêts prédéterminée qui n'est pas sensible aux fluctuations de marché. La gestion du risque de taux sur ces portefeuilles est généralement effectuée à un niveau plus global ; elle a essentiellement pour objet l'optimisation du refinancement de ces actifs par rapport aux critères d'investissement de la banque (degré de liquidité, maximisation des marges, aversion au risque, etc.). En outre, la gestion actif-passif est, en général, clairement séparée des activités commerciales, de manière à ne pas confondre la performance intrinsèque des actifs intermédiés avec celle des stratégies d'investissement de l'établissement.

Au contraire, la comptabilisation en « juste valeur » du portefeuille bancaire reflèterait les effets conjugués de l'ensemble des performances économiques, du marché, de la gestion et d'autres paramètres (maturité, garanties, etc.). Si la comptabilisation en « juste valeur » des titres négociés est relativement aisée compte tenu de la normalisation de presque tous les paramètres de marché, les difficultés à isoler et à comprendre les différents effets qui s'exercent sur la « juste valeur » du portefeuille bancaire seront néanmoins considérablement plus importantes en termes de gestion. L'utilisation de macro-couvertures, en particulier, autorisée dans la gestion actif-passif, peut s'avérer compliquée dans le cadre de la comptabilisation en « juste valeur » alors que, à l'inverse, la multiplication de micro-couvertures dans le portefeuille bancaire serait moins efficace et très coûteuse. Il est donc probable que les banques ne puissent pas recourir efficacement à des instruments de couverture de risque de taux sur leur portefeuille bancaire sauf à supporter un coût plus élevé. Elles peuvent être tentées de réduire leur exposition au risque de taux en diminuant la transformation. Le choix des banques, en la matière, dépend de l'arbitrage entre le coût de la couverture du risque de taux et la perte de revenus liée à une transformation plus courte. Quand la marge de transformation est faible, comme c'est actuellement le cas dans un certain nombre de pays, réduire la transformation élève le coût de quelques points de base seulement et peut être préférable. Par ailleurs, les banques peuvent également promouvoir des crédits à taux variable, à condition que la clientèle soit disposée à endosser le risque de taux, au moins partiellement. Il existe donc un risque que la comptabilisation en « juste valeur » altère la fonction économique des banques consistant à effectuer une allocation efficiente des ressources dans le temps et à diversifier les risques. En particulier, une restriction du financement à long terme et à taux fixe par les banques pourrait pénaliser les agents économiques qui n'ont pas accès aux ressources de marché.

2.2.2. Une modification des stratégies d'investissement

Une autre conséquence de la comptabilisation en « juste valeur » qui mérite d'être sérieusement examinée a trait à l'incidence d'une volatilité accrue des fonds propres des banques sur leurs stratégies d'investissement. Les banques seraient probablement tentées de réduire la volatilité de leurs fonds propres en optant, par exemple, pour des stratégies d'investissement extrêmes. D'une part, afin de réduire la volatilité des revenus et des fonds propres, elles peuvent être tentées de détenir un portefeuille important d'actifs non risqués, tels que les titres d'État qu'elles peuvent par ailleurs aisément immuniser contre le risque de taux d'intérêt. D'autre part, comme les portefeuilles non risqués engendrent de faibles bénéfices, elles peuvent chercher un retour maximum sur investissement pour les actifs restants. Comme nous l'avons vu dans le paragraphe 2.2.1., la comptabilisation en « juste valeur » peut réduire la souplesse de gestion de la liquidité et des taux d'intérêt s'agissant des actifs intermédiés en raison du coût supplémentaire qu'elle engendre. Les banques peuvent alors être incitées à privilégier leur portefeuille de négociation au détriment des actifs intermédiés, car il permet une plus grande souplesse en matière de maximisation des bénéfices (Cornett, 1996). Cette modification des stratégies d'investissement aurait pour conséquence d'accentuer le phénomène de désintermédiation, et le comportement des banques ne serait alors guère différent de celui des sociétés d'investissement. Là encore, ces transformations nuiraient à l'efficacité du financement de l'économie, notamment pour les agents économiques tels que les particuliers ou les petites entreprises qui n'ont pas accès aux ressources de marché pour parer au processus de désintermédiation bancaire.

2.2.3. Une restriction de l'accès au crédit

Les théories modernes de l'intermédiation financière (Allen et Santomero, 1998) considèrent également que les banques facilitent le transfert des risques sur les marchés. Outre la production d'informations à un coût optimal, elles offrent une gamme de services très précieux. Selon Allen et Santomero, la gestion des risques est devenue une fonction essentielle de l'intermédiation financière et constitue un service que les banques peuvent fournir très efficacement et en toute connaissance de cause. En menant une gestion active des risques sur les marchés, elles peuvent créer pour leur clientèle des produits assurant des revenus stables. Lorsqu'un emprunteur obtient un prêt à taux fixe, il bénéficie de la capacité de la banque à redistribuer le risque de taux d'intérêt sur les marchés. De la même manière, lorsque l'emprunteur obtient un taux intéressant, il bénéficie de la capacité de la banque à diversifier de façon optimale son risque de crédit. En d'autres termes, les banques permettent aux agents économiques non informés d'accéder au marché par le biais de leur service qui accroît la valeur de la transaction en réduisant le coût induit par la nécessité de s'initier à une utilisation efficiente des marchés et à une participation aux marchés. Allen et Santomero qualifient ce coût de « coût de participation ». Cependant, on a vu que la comptabilisation en « juste valeur » des actifs intermédiés accentuerait la volatilité des résultats et des fonds propres des banques et que cette volatilité serait plus difficile à interpréter et à réduire, et finalement plus coûteuse à mettre en œuvre, alors que les avantages en termes d'efficacité sont, au contraire, discutables. Le recours à la comptabilisation en « juste valeur » entraînerait, en particulier, une augmentation de la fréquence de réexamens coûteux du portefeuille bancaire et, au final, des coûts de participation supportés par les clients qui sont, par essence, des agents économiques non informés. Dans la mesure où les coûts de participation augmentent, ce qui entraîne une hausse des charges, frais et commissions, l'accès au crédit pourrait donc être plus limité.

2.3. Les périodes d'instabilité financière pourraient être aggravées dans la mesure où la comptabilisation en « juste valeur » peut réduire l'efficacité du contrôle prudentiel

2.3.1. Les problèmes liés à l'incitation et les pratiques en matière de gestion des risques

Le problème de la comptabilisation en « juste valeur » est qu'elle transforme une organisation de l'information en instrument de gestion des risques. Cette comptabilisation impose un choix d'hypothèses que les investisseurs doivent évaluer, avec des conséquences immédiates sur les fonds propres de la banque. Afin d'éviter des réactions défavorables, les banques peuvent alors être incitées à sélectionner les hypothèses qui correspondent le mieux aux attentes du marché. En agissant de la sorte, elles utilisent la « juste valeur » comme un instrument de gestion des risques. Cette utilisation de la « juste valeur » est très contestable. Par comparaison, les contrôleurs bancaires ne considèrent pas la seule utilisation des fonds propres réglementaires, aussi bien mesurés soient-ils, comme une bonne pratique de gestion car elle peut conduire à des arbitrages : les banques n'alloueraient plus leurs fonds propres en fonction de leur propre perception du risque mais en fonction de celle

des contrôleurs qui ne reflète pas toujours leurs stratégies et principes d'investissement. De la même manière, la comptabilisation en « juste valeur » conduirait les banques à ne plus allouer leurs fonds propres en fonction de leur propre perception des risques mais en fonction de celle du marché.

2.3.2. L'efficacité du contrôle prudentiel

Selon ses défenseurs, la comptabilisation en « juste valeur » est plus pertinente que la comptabilisation au coût historique, c'est-à-dire qu'elle fournit davantage d'informations que celle-ci. Cependant, elle est plus pertinente uniquement pour le marché et pas nécessairement pour les contrôleurs bancaires, qui peuvent déjà accéder immédiatement aux données internes des banques. Ce type de comptabilisation en « juste valeur » risque de conduire à une interférence entre la perception du marché et celle des contrôleurs bancaires concernant la solidité des banques. Par exemple, quelle signification les contrôleurs bancaires doivent-ils donner à la « juste valeur » des fonds propres par rapport aux fonds propres réglementaires ? Le marché peut interpréter à tort une augmentation de la « juste valeur » des fonds propres comme un accroissement des risques et réagir brutalement en précipitant une crise. À l'inverse, les contrôleurs bancaires peuvent mal interpréter une diminution de la « juste valeur » des fonds propres et déclencher des mesures correctives indues, susceptibles, par ailleurs, d'alarmer le marché. L'efficacité du contrôle prudentiel peut s'en trouver réduite.

Les points de vue présentés dans ce document préconisent une grande prudence dans la mesure où il semble probable que la comptabilisation en « juste valeur » entraîne des transformations radicales dans l'organisation des banques, des marchés et des économies dans leur ensemble. Faut-il redouter ces transformations ? Du point de vue prudentiel, le risque existe qu'elles ne soient pas convenablement perçues ni correctement gérées, suscitant alors plus de confusion que d'avantages. Certains éléments indiquent que la comptabilisation en « juste valeur » entraînerait une volatilité accrue des résultats et des fonds propres des banques. La volatilité n'est pas un problème pour les banques lorsqu'elle constitue une représentation non ambiguë des risques. La présente étude ne parvient pas à cette conclusion. Si la volatilité est ambiguë, comme on le laisse entendre ici, elle ne peut pas être gérée de façon efficace par les banques. Mais une gestion des risques inefficace par les banques a des conséquences de vaste portée sur la stabilité financière et économique.

Enquête financière - Troisième trimestre 2001

Méthodologie de l'enquête

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance menée, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France, auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé, le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible.

Vue d'ensemble

Les principales évolutions financières, intervenues au cours du troisième trimestre 2001, sont les suivantes :

Situation des établissements de crédit

La concurrence entre établissements de crédit s'est atténuée au cours du trimestre. La baisse des taux de marché a été répercutée sur les taux créditeurs et débiteurs des banques qui ont ainsi sensiblement diminué. Les marges bancaires se sont effritées.

Situation des entreprises et des particuliers

La trésorerie des entreprises s'est de nouveau resserrée au troisième trimestre, la situation des petites et moyennes entreprises apparaissant sensiblement plus affectée que celle des grandes firmes. Les résultats bruts d'exploitation se sont, en effet, contractés au cours de ce trimestre, tandis que les besoins en fonds de roulement ont augmenté.

Les dépenses d'investissement des entreprises ont nettement fléchi au cours de la période sous revue et les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes ont également régressé.

Le patrimoine financier des ménages s'est faiblement contracté, en liaison avec le recul des marchés boursiers. Toutefois, le niveau d'endettement global n'a guère varié par rapport au trimestre précédent et les difficultés de paiement non plus.

Au cours du quatrième trimestre 2001, la demande de crédit des particuliers devrait rester modérée. Pour les entreprises, la demande de crédit à moyen et long termes pourrait se réduire sensiblement, alors qu'au contraire, le recours aux crédits à court terme continuerait de progresser.

*Direction de la Conjoncture
Service des synthèses conjoncturelles*

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du troisième trimestre 2001, la concurrence entre établissements de crédit est jugée plus modérée qu'au trimestre précédent. Elle est toutefois demeurée sensiblement plus forte à l'égard des particuliers que des entreprises.

Les marges bancaires se sont légèrement resserrées.

Les conditions débitrices et créditrices, offertes aux particuliers comme aux entreprises, ont nettement diminué.

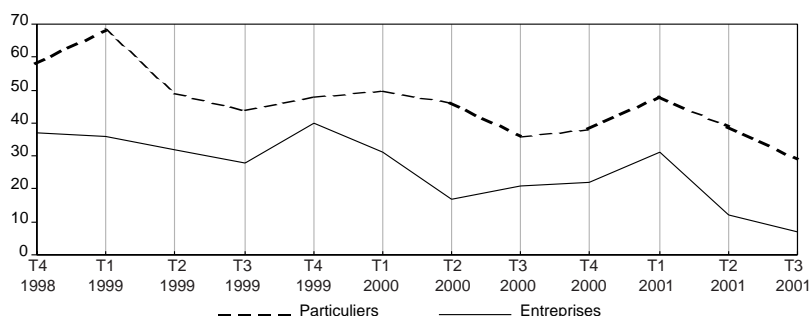
Le comportement des établissements de crédit – Solde des opinions

(en données brutes)

Évolutions passées sauf indications contraires	T4 1999	T1 2000	T2 2000	T3 2000	T4 2000	T1 2001	T2 2001	T3 2001
Concurrence sur les placements des particuliers	13	29	16	18	24	34	33	18
des entreprises	11	12	7	14	10	13	17	6
Concurrence sur les crédits aux particuliers	42	57	50	46	31	49	37	26
aux entreprises	38	33	33	38	12	25	14	8
Stratégie prévue pour les placements des particuliers	47	40	36	36	48	41	34	32
des entreprises	20	21	15	18	15	16	17	14
Stratégie prévue pour les crédits des particuliers	48	50	46	36	38	48	39	29
des entreprises	40	31	17	21	22	31	12	7
Rémunération des placements des particuliers	13	12	30	37	11	- 1	2	- 22
des entreprises	15	19	29	32	12	- 2	2	- 28
Taux des crédits aux particuliers	52	39	45	47	5	- 17	- 3	- 36
aux entreprises	39	39	56	45	13	- 4	- 3	- 39
Prix des services aux particuliers	9	18	9	10	9	18	6	4
aux entreprises	11	23	7	8	6	16	10	5
Marges bancaires	- 9	- 8	- 3	- 4	- 4	- 9	- 6	- 11
Évolution prévue de la demande de crédit	34	47	34	17	26	25	1	- 13

Stratégie prévue pour les crédits

(solde d'opinions – séries brutes)



En matière de crédit

Sur le marché des crédits aux *particuliers*, la concurrence, bien qu'un peu moins soutenue, est restée vigoureuse. La stratégie des banques a visé principalement l'octroi des crédits immobiliers, moyen privilégié de fidéliser la clientèle ; pour ces prêts, la concurrence s'exerce à la fois sur les taux offerts, les garanties et les assurances.

Sur le marché des *entreprises*, la concurrence s'est également affaiblie ; le financement des entreprises s'accompagne d'un examen des risques plus rigoureux, les établissements de crédits affichant désormais une prudence accrue en termes de prise de garanties. La demande de crédits d'investissement s'est montrée peu dynamique.

En matière de placements

La concurrence s'est sensiblement affaiblie au cours du troisième trimestre, en particulier à l'égard des *entreprises*.

La dégradation des places boursières a conduit les banques à davantage orienter les *particuliers* vers des produits à revenus garantis. Elles ont, par ailleurs, mené d'importantes actions commerciales auprès des jeunes.

Dans les relations avec les entreprises, la concurrence a été faible. Elle a porté cependant davantage sur la qualité du service rendu que sur la rémunération, globalement assez homogène.

Évolution des taux d'intérêt, des prix des services et des marges bancaires

Tandis que la rémunération des placements s'inscrivait en recul, parallèlement à la baisse des taux de marché, les taux des crédits ont de nouveau diminué, tant pour les entreprises que pour les particuliers. Les prix des services n'ont guère varié au cours du trimestre, mais les marges bancaires se sont, une nouvelle fois, quelque peu effritées.

Évolution prévue de la demande de crédit

Selon les établissements interrogés, la demande de crédit pourrait marquer le pas au quatrième trimestre, le climat économique actuel ne permettant pas d'anticiper un retournement favorable de tendance à très court terme.

2. Le comportement des entreprises

Déjà un peu resserrée au trimestre dernier, la trésorerie a continué à se dégrader, en raison notamment du ralentissement de l'activité économique et de l'érosion des marges. Par ailleurs, le mouvement a été nettement plus important pour les petites et moyennes entreprises que pour les grandes. La quasi - totalité des secteurs est concernée mais plus particulièrement celui des biens d'équipement.

Au cours des prochains mois, un nouveau repli de la trésorerie des entreprises est attendu.

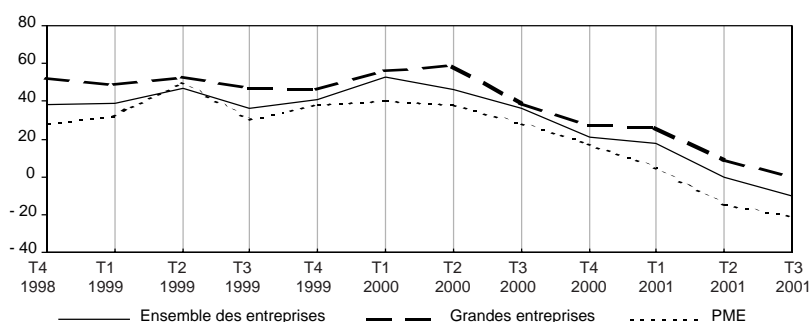
Solde des opinions portées par les établissements de crédits sur l'ensemble des entreprises

(en données brutes)

Évolutions passées sauf indications contraires	T4 1999	T1 2000	T2 2000	T3 2000	T4 2000	T1 2001	T2 2001	T3 2001
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	41	53	46	36	21	18	0	- 10
Grandes entreprises	46	56	59	39	27	26	9	0
PME	38	40	38	28	18	5	- 15	- 21
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	26	35	25	17	13	14	- 10	- 18
Grandes entreprises	29	38	28	16	17	17	- 4	- 7
PME	18	26	22	12	9	5	- 18	- 29
Difficultés de paiement	- 24	- 19	- 21	- 14	- 9	- 10	15	7
Résultats bruts d'exploitation	39	39	45	30	19	18	- 13	- 29
Besoins en fonds de roulement	14	21	34	26	26	20	25	19
Investissements globaux	46	51	54	29	29	11	- 2	- 34
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme								
	11	9	17	12	22	10	11	8
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme								
	50	42	40	22	30	11	14	- 16
Situation de l'endettement global								
Dépôts à vue (encours moyen)	25	28	31	33	17	15	9	5
Placements nouveaux liquides	- 7	5	20	31	17	9	9	0
Placements nouveaux en titres négociables								
dont Titres d'OPCVM	8	32	20	23	4	- 5	- 3	1
	11	36	29	26	4	- 3	2	2
Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie								
	11	13	18	11	15	13	18	19
Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long terme								
	37	48	34	14	22	19	- 4	- 24

Situation de trésorerie des entreprises

(soldes d'opinions – séries brutes)



Les petites et moyennes entreprises ont des trésoreries plus tendues et leurs utilisations de crédits court terme sont plus importantes alors que les grandes entreprises semblent moins affectées dans l'immédiat.

Au cours des prochains mois, les trésoreries de l'ensemble des entreprises devraient se resserrer encore avec le maintien des disparités entre les grandes et les petites ou moyennes entreprises.

Les difficultés de paiement ont, dans l'ensemble, augmenté, à un rythme toutefois plus modéré qu'au trimestre précédent. Elles sont notamment en légère progression pour les entreprises dont les prorogations de traites ou les utilisations de trésorerie au-delà des autorisations sont plus fréquentes qu'auparavant.

Dans ces conditions, l'examen des demandes de renouvellement ou d'extension de crédits à court terme se fait avec plus de rigueur et de sélectivité qu'au cours des mois antérieurs. Les résultats bruts d'exploitation ont marqué un net repli sous l'effet du tassement des ventes et de marges moins rémunératrices.

Parallèlement à la baisse des résultats bruts d'exploitation, les besoins de fonds de roulement se sont de nouveau accrus, de façon toutefois légèrement moins sensible qu'au trimestre précédent, certaines entreprises ayant cherché à réduire leurs stocks.

La situation de l'endettement global n'a guère varié. Les placements des entreprises se caractérisent par une grande stabilité et sont majoritairement orientés vers des produits monétaires et les billets de trésorerie.

Au total, l'attentisme prévaut chez les chefs d'entreprise et bon nombre de projets d'investissement ont été reportés entraînant une baisse des utilisations de crédits à moyen et long termes.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la perspective d'une nouvelle dégradation de la trésorerie des entreprises provoquerait un recours accru aux crédits à court terme. Les crédits à moyen et long termes, quant à eux, devraient sensiblement se réduire sous l'effet du gel ou du report de nombreux investissements.

3. Le comportement des particuliers

3.1. Les comportements d'épargne

Au troisième trimestre 2001, le patrimoine financier des ménages s'est légèrement contracté et retrouve un niveau proche de celui du premier trimestre. Il demeure toutefois, selon les banquiers interrogés, à un niveau satisfaisant.

Le recul des marchés boursiers a profité à l'épargne classique avec un regain d'intérêt pour les livrets, les comptes à terme et les certificats de dépôts ainsi que, dans une moindre mesure, pour les plans épargne logement.

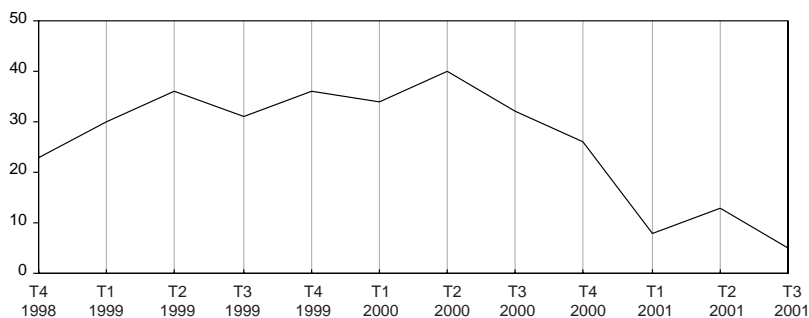
Solde des opinions portées par les établissements de crédits sur l'épargne des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées	T4 1999	T1 2000	T2 2000	T3 2000	T4 2000	T1 2001	T2 2001	T3 2001
Situation du patrimoine financier	36	34	40	32	26	8	13	5
Encours moyens des dépôts à vue	52	34	29	28	32	9	12	26
Encours moyens des livrets	- 34	- 35	- 33	- 11	- 18	0	- 15	18
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 16	- 11	21	32	36	48	34	16
Placements nouveaux en PEL	6	- 6	- 28	- 4	- 12	5	- 4	10
Placements nouveaux en PEP	- 31	- 47	- 51	- 48	- 49	- 47	- 50	- 45
Placements en actions	58	88	58	30	8	- 47	- 55	- 80
Placements en obligations	2	- 12	- 11	- 2	- 4	- 9	- 4	- 4
Placements en OPCVM court terme	- 1	22	14	22	7	7	0	- 5
Placements en autres OPCVM	58	62	62	45	34	- 16	- 11	- 29

Patrimoine financier des particuliers

(solde d'opinions – série brute)



Au cours du troisième trimestre, le comportement de placement des particuliers a été marqué par une grande prudence. En liaison avec l'évolution des marchés financiers, la désaffection pour les placements en OPCVM et en actions s'est encore accentuée tandis que les placements en obligations ne variaient guère.

Dans le même temps, une nette préférence pour les comptes sur livret et les produits à taux règlementés, tels que les plans d'épargne logement, a été observée. Parallèlement, les dépôts à vue se sont fortement accrus. Ils servent, notamment, de refuge momentané aux titulaires indécis sur les formes de placements à privilégier, ainsi que, dans une moindre mesure, à la déthésaurisation avant le passage à l'euro.

L'essor des placements d'assurance vie s'est poursuivi, à un rythme toutefois sensiblement plus faible qu'auparavant.

3.2. Les comportements d'endettement

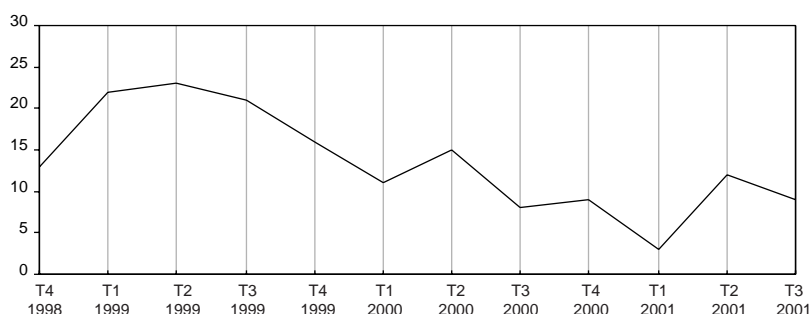
Solde des opinions portées par les établissements de crédits sur l'endettement des particuliers

(en données brutes)

Évolutions passées, sauf indications contraires	T4 1999	T1 2000	T2 2000	T3 2000	T4 2000	T1 2001	T2 2001	T3 2001
Situation de l'endettement global	16	11	15	8	9	3	12	9
Difficultés de paiement	- 7	- 12	- 5	- 3	- 6	- 4	4	0
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	30	26	37	16	23	9	25	10
Utilisations nouvelles de prêts personnels	52	34	55	17	27	27	36	19
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	39	8	14	- 1	6	4	36	6
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	29	37	32	20	22	32	14	5
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	25	29	17	7	14	26	8	- 14

Endettement global des particuliers

(soldes d'opinions – série brute)



Le niveau d'endettement global des particuliers n'a guère varié par rapport au trimestre précédent et les difficultés de paiement se sont stabilisées.

Les utilisations nouvelles des concours de trésorerie et de prêts personnels, bien qu'en légère décélération, sont restées soutenues sous l'effet d'une consommation très dynamique, en particulier pour les biens d'équipement durables.

Après un vif rebond enregistré au trimestre précédent, le recours aux prêts immobiliers a, quant à lui, été plus faible au cours de la période sous revue. Le marché immobilier semble en effet se stabiliser sous l'effet du renchérissement de l'habitat conjugué à l'érosion sensible de l'épargne en actions des particuliers.

Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit de trésorerie progresserait à un rythme plus modéré qu'au troisième trimestre tandis que les concours à l'habitat marqueraient le pas.

Résumés d'analyses et d'enquêtes

Le contenu détaillé des analyses et enquêtes résumées ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr)

Les marchés mondiaux de matières premières au troisième trimestre 2001

Au troisième trimestre, les cours mondiaux de matières premières se sont, dans l'ensemble, repliés en raison du ralentissement de la croissance mondiale.

Les cours des denrées alimentaires se sont inscrits à la baisse, à l'exception de ceux du soja, du blé et du maïs.

Parmi les produits agricoles à usage industriel, les prix du coton, du caoutchouc et de la pâte à papier ont reculé tandis que ceux de la laine ont progressé.

S'agissant des prix des produits minéraux, les cours se sont tous repliés, hormis ceux du plomb, de l'or et de l'argent.

Sur le trimestre, l'indice Moody, exprimé en dollars, et l'indice Reuter, libellé en livres sterling, se sont détendus de, respectivement, 5,1 % et de 7,3 %.

L'indice Banque de France, qui reflète le coût en monnaie nationale des matières premières importées, hors énergie, est ressorti en baisse de 13,2 % (- 20,5 % sur un an). Les indices partiels relatant les coûts des produits alimentaires, des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux se sont repliés de, respectivement, 9,2 %, 14,1 % et 14,7 %.

Sur la même période, le cours de l'euro s'est apprécié de 7,1 % par rapport au dollar et de 1,6 % par rapport à la livre sterling ; il s'est établi en septembre à 0,91 dollar et à 0,62 livre sterling.

Les cours du pétrole ont enregistré un repli, en raison notamment, de perspectives de demande peu favorables. Les prix du Brent, brut de référence de la Mer du Nord, se sont détendus de 7,5 % par rapport à ceux de juin 2001, cotant en moyenne 25,6 dollars en septembre 2001, contre 27,7 dollars en juin 2001 et, fin septembre, ils ne s'élevaient plus qu'à 21,75 dollars.

Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

NB : À compter du Bulletin de la Banque de France de février 2002, cette étude deviendra semestrielle.

Bulletin officiel

Depuis janvier 1999, le Bulletin officiel de la Banque de France fait l'objet d'une publication distincte dont seul le sommaire figure ci-dessous. Cette publication est également accessible sur Internet (www.banque-france.fr/textes/main.htm). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs 75001 Paris ¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

Sommaire

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Banque de France

Extrait du registre des décisions de M. le gouverneur de la Banque de France

Erratum à la DR n° 2041 du 16 octobre 2001 : organisation de la direction générale des Opérations

DR n° 2042 du 29 octobre 2001 : indemnités diverses

Arrêté du Conseil général du 14 septembre 2001 : modification du contrôle d'accès, par dactyloscopie, dans les comptoirs, au siège et dans les centres administratifs

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Communiqué du 6 novembre 2001 relatif à la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration de celles du directeur général dans les sociétés anonymes, et à la notion de dirigeant responsable au sens du Code monétaire et financier

Modifications apportées à la liste des établissements relevant de la loi bancaire – au troisième trimestre 2001

Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement – au troisième trimestre 2001

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit – en septembre 2001

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement – en septembre 2001

Commission bancaire

Charte du 24 octobre 2001 entre la Commission de contrôle des assurances et la Commission bancaire relative à la coopération en matière de contrôle et d'échange d'informations

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

¹ Heures d'ouverture : 9 h 30 – 16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40.
Les demandes d'abonnement à la publication, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

