

N° 133

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

JANVIER 2005



Sommaire

Page

Éditorial

Facteurs financiers et prix des logements

Actualité

- | | |
|---|----|
| 1. La situation économique de la France | 1 |
| 2. La monnaie, les placements et les financements | 11 |
| 3. Les marchés de capitaux | 19 |

Études

- | | |
|--|----|
| Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? | 29 |
| Le premier bilan de la médiation bancaire | 49 |
| Les opérations de pension livrée tripartites | 55 |
| Modernisation du régime juridique français de la titrisation | 69 |
| Le coût du crédit aux entreprises | 77 |

Statistiques

81

Divers

Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France* n° 73 de janvier 2005

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

Achevé de rédiger le 21 janvier 2005

Site Internet : www.banque-france.fr

Facteurs financiers et prix des logements

Depuis 1970, la croissance des prix immobiliers dans les pays industrialisés de l'OCDE a été, en moyenne, supérieure de deux points de pourcentage à celle des prix à la consommation. En particulier, entre 1995 et 2003, les prix des logements ont plus que doublé dans une demi-douzaine de pays et crû de plus de 50 % dans une demi-douzaine d'autres, dont la France. En termes réels, c'est-à-dire corrigée des prix à la consommation, la progression s'est établie à 50 % ou plus dans près d'une dizaine de pays (notamment l'Australie, l'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas, le Royaume-Uni et la Norvège). Enfin, depuis le début des années deux mille, la croissance annuelle des prix réels des logements s'est accélérée, faisant naître des interrogations sur la soutenabilité des rythmes de progression observés dans plusieurs pays, notamment en France ¹.

Le logement constitue généralement une part substantielle de la richesse des ménages : ainsi, en France, selon les comptes de patrimoine établis par l'INSEE, les logements et terrains bâtis représentaient en 2002 un peu plus de la moitié du patrimoine net des ménages français. Parallèlement, l'encours du crédit au logement dans les pays industrialisés représente un poste majeur de l'endettement des ménages, de l'ordre des trois quarts de leur revenu disponible en Allemagne et au Canada par exemple, contre 60 % en France et plus de 100 % au Royaume-Uni, selon l'OCDE. Ces deux éléments justifient que l'évolution du marché du logement, en particulier la dynamique des prix, intéresse au premier chef les banques centrales, du point de vue de la stabilité monétaire comme de la stabilité financière.

Les fluctuations des prix des logements ont, en effet, des conséquences importantes pour l'activité et les prix à la consommation. Une hausse du prix des logements tend, par exemple, à stimuler l'investissement logement et peut enclencher d'éventuels effets de richesse sur la consommation des ménages. L'impact sur les prix à la consommation se manifeste directement *via* le lien étroit entre les prix des logements et les évolutions des loyers et indirectement *via* la hausse de la demande agrégée.

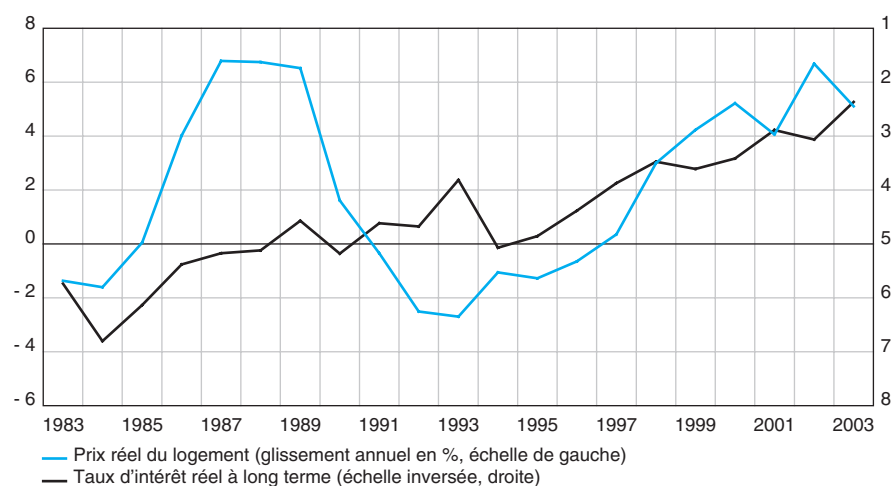
En retour, les décisions de politique monétaire ont elles-mêmes un impact sur les prix des logements, qui transite notamment par la modification des taux débiteurs des établissements de crédit. Toutefois, la force de cette transmission à un moment donné dépend *a priori* aussi d'autres facteurs financiers, comme la politique d'offre des banques et les garanties qu'elles exigent. Ces facteurs financiers ne sont naturellement pas indépendants des caractéristiques structurelles des marchés du crédit au logement, qui ont connu de profondes mutations dans les pays industrialisés au cours des dernières décennies : déréglementation, concentration, innovation financière, renforcement de la concurrence, évolutions du cadre de supervision prudentielle, etc.

De fait, l'interaction étroite entre prix des logements et volume du crédit immobilier suggère un rôle important des facteurs financiers — contraintes de crédit et taux d'intérêt — dans la dynamique récente des prix du logement en Europe, comme dans

¹ Cf. l'éditorial du *Bulletin de la Banque de France* de septembre 2004

d'autres pays développés. Les travaux empiriques disponibles tendent à confirmer cette intuition. Parmi les déterminants usuels des prix des logements, corrigés de l'inflation, la diminution tendancielle des taux d'intérêt réels au cours des dix dernières années fournit, en particulier, une des pistes les plus pertinentes pour expliquer les évolutions récentes, compte tenu du niveau historiquement bas, à court comme à long termes, auquel ils sont descendus dans la première moitié de cette décennie. Par ailleurs, plusieurs études ont mis en évidence l'impact de la déréglementation du crédit hypothécaire et du comportement d'offre des banques sur les prix immobiliers, notamment lors des phases de boum et de krach observées dans certains pays européens au tournant des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

Évolution moyenne des taux d'intérêt réels à long terme et des prix réels des logements dans les pays industrialisés



NB : Indices de prix et taux d'intérêt de 19 pays industrialisés de l'OCDE, corrigés de l'inflation, pondérés par le PIB exprimé en parité de pouvoir d'achat
Sources : OCDE, BRI, Banque mondiale, calculs Banque de France

Une analyse économétrique effectuée sur un échantillon de pays industrialisés de l'OCDE au cours des deux dernières décennies et dont les principaux résultats sont présentés dans un article de ce numéro du *Bulletin* confirme l'impact des taux d'intérêt à court et long termes sur la dynamique des prix des logements². Elle accrédite l'hypothèse selon laquelle, dans le nouvel environnement qui a peu à peu émergé des mesures de déréglementation du système financier, l'offre de crédit bancaire a significativement stimulé les transactions sur le marché du logement.

Au total, au cours des dix dernières années et avec des conséquences variables selon les pays, l'assouplissement de la politique monétaire, la libéralisation du système financier et le renforcement de la concurrence dans le secteur bancaire qui en a résulté ont vraisemblablement contribué à accentuer les effets sur les marchés du logement de la hausse des revenus des ménages et de la démographie. Le rôle accru des facteurs financiers dans la dynamique des prix des logements constitue pour les banques centrales une raison supplémentaire de surveiller, avec la plus grande vigilance, les conditions de financement du marché du logement et d'attirer, le cas échéant, l'attention sur les risques de conditions trop stimulantes.

² Cf. l'article « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? » dans ce même numéro

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Stabilité du PIB au troisième trimestre

Selon les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels (prix de 1995, données cvs-cjo), le PIB au troisième trimestre 2004 est resté stable (révision à la baisse de 0,1 point), après une hausse de 0,6 % au trimestre précédent. La demande intérieure hors stocks est en net ralentissement : la consommation des ménages s'est repliée de 0,2 %, après + 0,4 % au trimestre précédent, et la formation brute de capital fixe (FBCF) totale a diminué de 0,7 % (contre + 1,4 % au deuxième trimestre).

La contribution des stocks à la croissance du PIB s'est élevée à + 0,7 point, comme au deuxième trimestre, et la contribution du commerce extérieur est restée négative (– 0,5 point, après – 0,8 point au deuxième trimestre).

L'acquis de croissance pour l'année 2004, à la fin du troisième trimestre, s'établit à 2 % (chiffre inchangé par rapport à la publication des premiers résultats).

Dans la zone euro, selon les deuxièmes estimations, le PIB a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre 2004 par rapport au trimestre précédent ; sur un an, la hausse atteint 1,8 %.

Légère hausse de la production industrielle en novembre

En novembre, la production industrielle hors bâtiment, qui a augmenté de 0,1 % sur le mois, ressort en

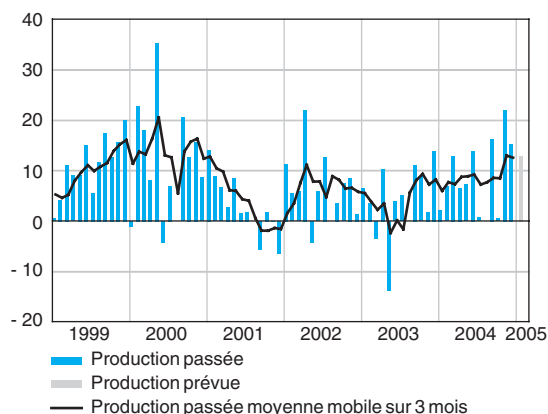
progression de 2,1 % en glissement annuel. La composante manufacturière, qui exclut les industries agroalimentaires et l'énergie, a baissé de 0,3 % sur le mois ; sur un an, elle a enregistré une progression de 2,6 %.

L'acquis de croissance, pour le quatrième trimestre 2004, s'établit à + 0,7 % pour l'industrie hors bâtiment et pour l'industrie manufacturière.

Dans la zone euro, la production industrielle hors construction a baissé de 0,5 % en octobre par rapport au mois précédent et progresse de 1,0 % sur un an.

Production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Produit intérieur brut et ses composants (euros constants – cvs-cjo – base 1995)

	2003					2004				
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Acquis
Produit intérieur brut	0,2	- 0,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0		2,0
Importations	- 0,3	- 0,5	- 0,2	3,0	0,2	1,1	3,9	2,5		7,5
Dépenses de consommation des ménages	0,7	- 0,3	0,9	0,4	1,7	1,0	0,4	- 0,2		1,8
Dépenses de consommation des APU	0,3	0,2	0,9	0,9	2,5	0,4	0,9	0,2		2,3
FBCF totale	- 0,1	0,3	1,0	1,6	0,2	0,2	1,4	- 0,7		2,7
dont : FBCF des SQS et EI	- 0,8	0,1	1,3	1,9	- 1,6	- 0,1	1,4	- 1,1		2,5
FBCF des ménages	0,2	0,2	- 0,1	0,5	0,8	0,8	2,2	0,2		2,7
Exportations	- 2,2	- 1,4	0,8	1,6	- 2,6	0,5	1,0	0,8		2,9
Contributions à la croissance										
Solde extérieur	- 0,6	- 0,3	0,3	- 0,4	- 0,8	- 0,2	- 0,8	- 0,5		- 1,2
Demande intérieure hors stocks	0,4	- 0,1	0,9	0,7	1,6	0,7	0,7	- 0,2		2,1
Variation de stocks	0,3	- 0,2	- 0,2	0,3	- 0,2	0,1	0,7	0,7		1,1

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 1995

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

États-Unis

- Troisième estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre 2004 : 4,0 % en rythme trimestriel annualisé (3,9 % en précédente estimation), après 3,3 % au deuxième trimestre 2004
- Nouvelles hausses des indices PMI des secteurs manufacturier et non manufacturier en décembre, à, respectivement, 58,6, après 57,8 en novembre, et 63,1, après 61,3. Hausse également de l'indicateur de confiance des consommateurs du Conference Board en décembre, à 102,3, après 92,6 en novembre
- Créations d'emplois en décembre : 157 000 créations nettes, après + 137 000 en novembre et + 312 000 en octobre. Au total, sur l'année 2004, 2,2 millions créations nettes d'emplois ont été réalisées. Taux de chômage à 5,4 % en décembre, inchangé par rapport au mois précédent
- Creusement du déficit des transactions courantes au troisième trimestre (cumul sur trois trimestres), à 476,3 milliards de dollars, après 403,7 milliards en 2003. Poursuite de la hausse du déficit de la balance des biens et services en novembre ; en cumul sur onze mois, il atteint 561,3 milliards de dollars, contre 452,5 milliards en novembre 2003

Japon

- Ralentissement de la croissance sur un an de l'indice de l'activité globale en octobre, à 0,7 %, après 1,8 % en septembre. En revanche, la hausse sur un an de l'indice de la production industrielle, en novembre, a marqué une petite accélération, à 1,8 %, contre 1,6 % en octobre.
- Baisse des dépenses de consommation des ménages sur un an en novembre, de - 1,3 %, après - 2,0 % en octobre.
- Taux de chômage au plus bas depuis 6 ans en novembre, à 4,5 %, après 4,7 % en octobre
- Hausse des prix à la consommation sur un an en novembre : 0,8 %, après 0,5 % en octobre (IPC hors produits alimentaires frais : - 0,2 %, après - 0,1 %)
- Solde commercial (données brutes des douanes) en novembre (en cumul sur onze mois) : 76,5 milliards d'euros, contre 66,3 milliards en novembre 2003

Royaume-Uni

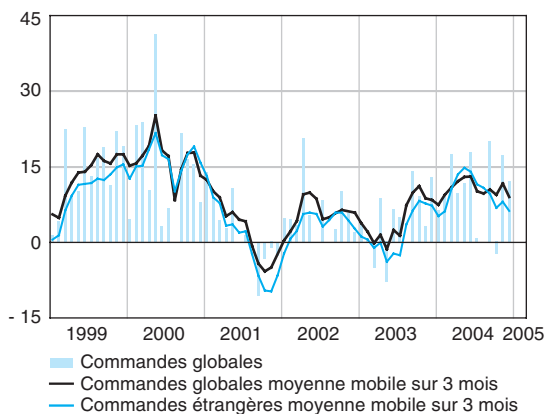
- Dernière estimation de la croissance sur un an du PIB au troisième trimestre : 3,1 % (inchangé), après 3,5 % au deuxième trimestre
- Recul de l'indice PMI manufacturier en décembre, à 53,7, contre 55,0 en novembre
- Accélération de l'IPCH en novembre : 1,5 % sur un an, contre 1,2 % le mois précédent
- Creusement du déficit des transactions courantes au troisième trimestre : - 8,8 milliards de livres sterling, contre - 5,8 milliards au deuxième trimestre (- 6,4 milliards précédemment)

Zone euro

- Deuxième estimation de la croissance du PIB au troisième trimestre : 0,3 % sur un trimestre, en retrait par rapport au deuxième trimestre (0,5 %). Les prévisions de la Commission européenne s'étagent, sur un trimestre, entre 0,2 % et 0,6 % au quatrième trimestre et entre 0,3 % et 0,7 % au premier trimestre 2005.
- Indice PMI manufacturier de décembre en légère hausse, à 51,4, contre 50,4 en novembre, tandis que le PMI du secteur des services est resté inchangé par rapport à novembre.
- Solde des paiements courants d'octobre (en cumul sur douze mois) : 38,9 milliards d'euros, contre 30,6 milliards en octobre 2003

Commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



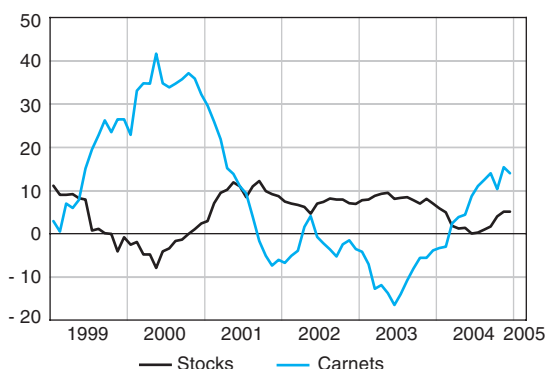
En décembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a de nouveau progressé, bien qu'à un rythme inférieur à celui du mois précédent. Les perspectives de production sont demeurées favorables, tout en étant moins bien orientées que précédemment.

Le courant de commandes nouvelles a un peu ralenti, notamment sur le marché intérieur. Le niveau des carnets de commandes est toujours jugé supérieur à la normale.

L'opinion sur le niveau des stocks de produits finis n'a pas varié.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Le niveau de l'activité reste élevé dans le secteur du logement et dans les services marchands

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours des trois mois de septembre à novembre est supérieur de 19,6 % à celui de la période correspondante de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés est en hausse soutenue sur cette période (16,2 %), la hausse portant sur les logements individuels (4,3 %) comme sur les logements collectifs (32,0 %).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont également en progression (1,1 % au cours des trois mois de septembre à novembre, en glissement annuel).

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, appréciée en données brutes, l'activité des services marchands apparaît sensiblement plus soutenue qu'il y a un an. Les perspectives pour les prochains mois restent favorablement orientées.

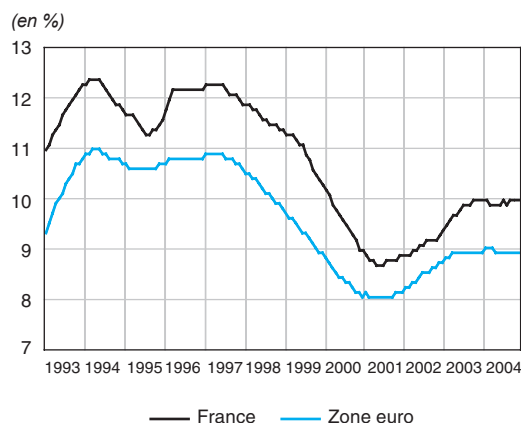
Progression de la consommation des ménages en novembre

La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 1,5 % en novembre (après + 0,6 % en octobre). Sur un an, la consommation a progressé de 6,5 %, après + 1,9 % en octobre.

En décembre, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale a progressé d'un mois à l'autre et à un an d'intervalle à un rythme légèrement inférieur à celui enregistré en novembre.

Par ailleurs, les immatriculations de voitures particulières neuves se sont stabilisées en décembre, en données cvs-cjo, après une hausse de 8,7 % en novembre.

Selon l'INSEE, l'indicateur résumé d'opinion des ménages, corrigé des variations saisonnières, s'est replié en décembre pour le troisième mois consécutif. Les soldes d'opinion relatifs aux niveaux de vie en France, passé et à venir, ont baissé. Les ménages estiment que leur situation financière s'est légèrement détériorée et leur opinion sur les perspectives d'évolution de leur situation financière s'améliore. Par ailleurs, le solde d'opinion relatif à l'opportunité d'acheter recule également. S'agissant de l'évolution du chômage, l'opinion des ménages s'améliore.

Stabilité du taux de chômage en novembre**Taux de chômage au sens du BIT**

Sources : DARES, Eurostat

Le taux de chômage, au sens du Bureau international du travail (BIT), est resté stable en novembre, à 9,9 % de la population active, comme un an auparavant. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a progressé de 0,7 % sur le mois (soit + 19 000 personnes) et de 0,2 % sur un an (+ 6 000 personnes).

Le taux de chômage de la zone euro est resté stable en novembre, à 8,9 % de la population active.

Hausse des effectifs salariés et des salaires au troisième trimestre

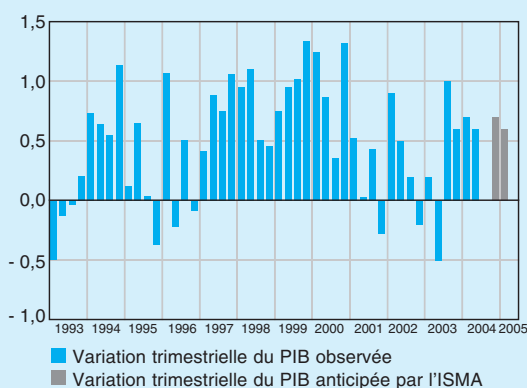
Selon les résultats définitifs publiés par le ministère du Travail, la progression des effectifs salariés du secteur concurrentiel est de 0,1 % au troisième trimestre (comme au trimestre précédent). Sur un an, elle est de 0,2 %. Dans le secteur tertiaire, les créations d'emplois ont atteint + 0,2 % (revu de - 0,1 point), après + 0,4 % au deuxième trimestre. Les effectifs salariés dans l'industrie ont diminué de 0,5 % (chiffre révisé de + 0,1 point), après - 0,6 % au trimestre précédent. Ils enregistrent une hausse de 0,4 % dans la construction (inchangé), après une stabilité au trimestre précédent.

Selon des résultats définitifs, le salaire mensuel de base a progressé de 0,8 % au troisième trimestre 2004, après 0,6 % au trimestre précédent, et de 2,6 % en glissement annuel.

Le pouvoir d'achat du salaire mensuel de base est en hausse de 0,7 % sur le trimestre (contre - 0,1 % au deuxième trimestre) et de 1,1 % sur un an.

Évolution de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) et de l'indicateur du climat des affaires établis d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France

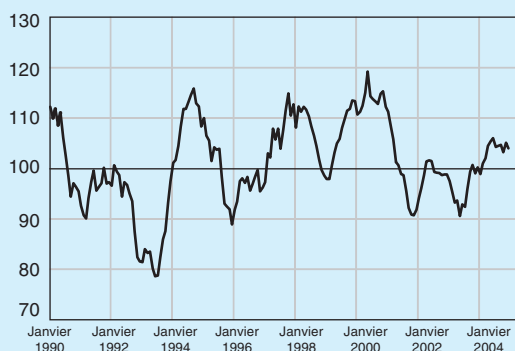
Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité, construit à partir des résultats de l'enquête dans l'industrie, le produit intérieur brut aurait progressé de 0,7 % au quatrième trimestre de 2004 (révisé de - 0,1 point). Au premier trimestre 2005, il progresserait de 0,6 % (première estimation). Dans ces conditions, la croissance de l'année 2004 s'établirait à 2,2 %, en moyenne annuelle, et l'acquis de croissance pour 2005, à la fin du premier trimestre, atteindrait 1,3 %.

Évolution de l'ISMA et du PIB

L'indicateur du climat des affaires s'est établi à 104 en décembre, après 105 en novembre (et contre 100 un an auparavant).

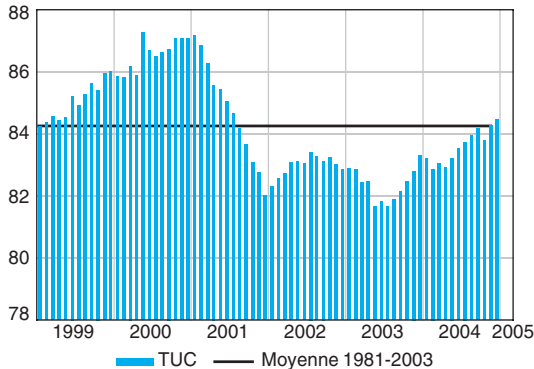
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

100 = moyenne de longue période



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

(en %, cvs)



Le salaire horaire de base ouvrier augmente de 1,0 % au troisième trimestre, après - 0,1 % au trimestre précédent, soit + 1,4 % en glissement annuel. La durée hebdomadaire du travail est restée stable sur le trimestre comme sur un an.

Progression du taux d'utilisation des capacités en décembre

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France portant sur le mois de décembre, le taux d'utilisation des capacités de production est en légère hausse.

1.2. L'évolution des prix

En décembre, le coût des matières premières importées par la France a diminué

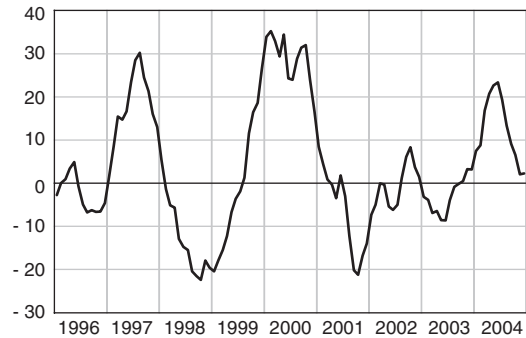
En décembre, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole a diminué de 5,8 % en euros (+ 13,5 % sur un an) et de 2,8 % en dollars (+ 23,9 % sur un an).

L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une baisse de 10,7 % en décembre (+ 22,2 % sur un an).

Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a régressé de 7,8 % sur le mois, cotant 39,69 dollars en moyenne (+ 33,4 % sur un an).

Coût en euros des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel, en %)



Source : indice Banque de France

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en diminution de 1,2 % par rapport au mois précédent (+ 2,2 % sur un an).

L'indice partiel du coût des produits alimentaires a progressé de 2,3 %, tandis que ceux des produits agricoles à usage industriel et des produits minéraux ont baissé, tous deux, de 2,3 %.

Baisse des prix de production dans l'industrie

En novembre, les prix à la production dans l'industrie se sont repliés de 0,2 %, essentiellement sous l'effet de la baisse des prix des combustibles et carburants. En glissement annuel, ils ont progressé de 3,1 %.

Dans l'industrie manufacturière, la hausse des prix ressort à 0,2 % en novembre, après 0,1 % en octobre. Sur un an, les prix augmentent de 2,2 %.

Dans la zone euro, les prix de production dans l'industrie sont en baisse de 0,2 % en novembre par rapport au mois précédent et se sont accrus de 3,6 % sur un an.

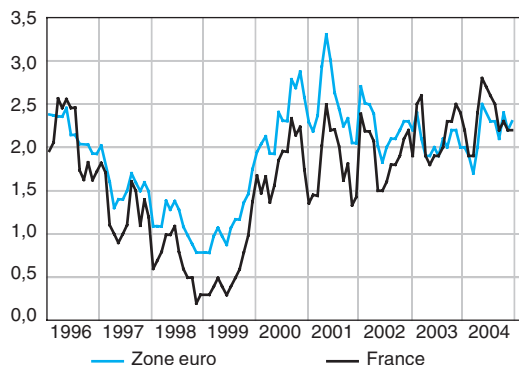
Hausse de l'indice provisoire des prix à la consommation en décembre

L'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accru de 0,1 % par rapport au mois précédent et de 2,2 % sur un an.

L'indice provisoire des prix à la consommation national (IPCN) a également progressé de 0,1 % sur le mois (2,0 % sur un an).

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, glissement annuel en %)



Sources : INSEE, Eurostat

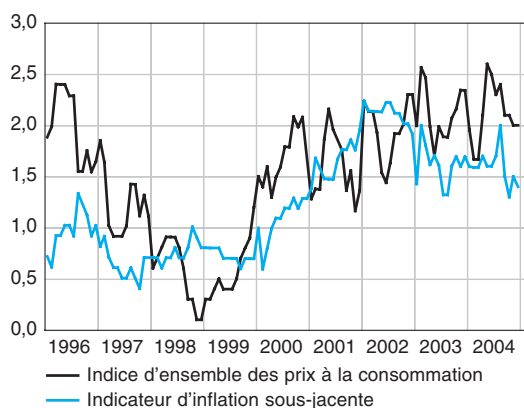
En décembre, les renchérissements des produits frais et des autres services sont les principaux facteurs de hausse. La nette baisse des prix de l'énergie limite l'ampleur de la croissance de l'indice d'ensemble.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel s'est établi à 2,4 % en décembre 2004, contre 2,2 % en novembre.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé de 0,1 % en décembre, soit 1,4 % en glissement annuel.

Indice national des prix à la consommation et indice sous-jacent

(cvs, glissement annuel en %)



Source : INSEE

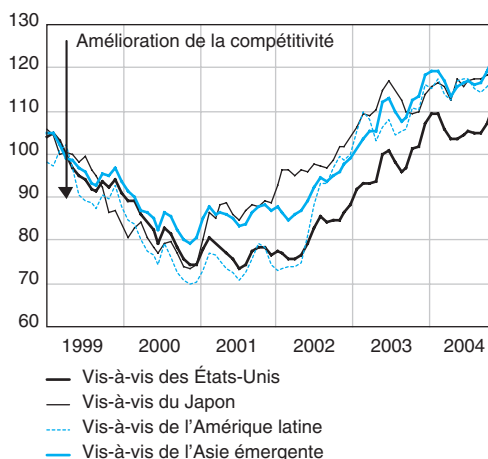
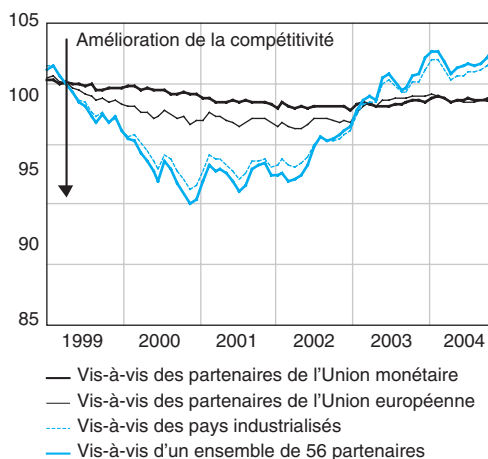
1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française

L'indice de compétitivité de l'économie française en termes de prix à la consommation et vis-à-vis de l'ensemble des 56 principaux partenaires s'est établi à 103,5 en décembre, contre 103,0 le mois précédent, par rapport à une base de référence égale à la moyenne du premier trimestre 1999.

Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

Sources : BCE, INSEE, BRI, FMI, Thomson Financial, calculs Banque de France

¹ Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

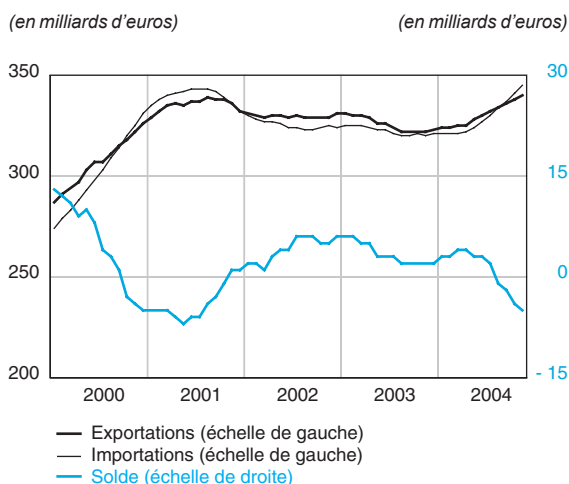
1.4. Le commerce extérieur en novembre 2004

Selon les estimations des Douanes, le solde commercial cvs est déficitaire de 1,1 milliard d'euros, en amélioration de 0,8 milliard par rapport au solde révisé du mois précédent. Sur onze mois cumulés, la balance commerciale cvs présente un déficit de 5,7 milliards d'euros, contre un excédent de 1,2 milliard sur la période correspondante de 2003.

Les exportations cvs s'élèvent à 29,5 milliards d'euros au total, en hausse de 1 % par comparaison avec le mois précédent. Les exportations industrielles civiles se replient légèrement. La baisse est sensible pour les biens d'équipement, avec de moindres livraisons d'Airbus. Elle est plus modérée pour les biens de consommation, tandis que l'évolution reste à la hausse pour les biens intermédiaires. Les ventes d'automobiles se maintiennent à haut niveau. Les exportations de matériel militaire, déjà élevées en octobre, sont exceptionnelles (1,1 milliard d'euros).

Les importations cvs s'élèvent à 30,6 milliards d'euros, en baisse de 1,5 %. Évolution la plus marquante du mois, les achats énergétiques en valeur ont diminué, sous l'effet de la baisse des prix du pétrole (en dollars et en euros). Hors énergie, les importations sont stables. Le repli des importations de biens d'équipement (essentiellement aéronautiques), moins prononcé que celui des exportations, est en partie compensé par une hausse des achats de biens de consommation. Les importations se maintiennent à des niveaux très élevés dans les autres branches.

Commerce extérieur Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Sur le plan géographique, le déficit envers l'ensemble de l'Asie, notamment la Chine, continue de se creuser, tandis que le solde vis-à-vis des dix nouveaux adhérents de l'Union européenne devient, pour la première fois depuis longtemps, déficitaire.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en novembre 2004

Le déficit du compte de transactions courantes, de 0,3 milliard d'euros en données cvs, est en forte réduction par rapport au mois précédent. Sur les onze premiers mois de l'année, le déficit courant cvs atteint 4 milliards d'euros, contre un excédent de 4,5 milliards sur la période correspondante de 2003.

Le déficit cvs des échanges de biens diminue, à -0,9 milliard d'euros, après -1,7 milliard en octobre, sous le double effet d'une poursuite de la croissance des exportations et d'un léger reflux des importations après leur pic d'octobre, apportant la principale contribution au redressement du solde courant.

Les échanges cvs de services fléchissent légèrement par rapport à octobre. La contraction de l'excédent cvs des revenus est compensée par la réduction des transferts courants nets vers l'étranger. Sur onze mois, l'excédent cvs cumulé des services est inférieur de 3,3 milliards d'euros à celui des onze premiers mois de 2003.

Dans le compte financier, les sorties nettes de capitaux en investissements directs décroissent, à 1,1 milliard d'euros, en novembre, en dépit d'une nouvelle baisse des investissements étrangers en France. Sur onze mois, les investissements français à l'étranger (44,9 milliards d'euros) sont équivalents à ceux des onze premiers mois 2003, alors que les investissements étrangers en France ont nettement diminué, à 18,8 milliards.

S'agissant des investissements de portefeuille, le solde net mensuel (-19,8 milliards d'euros), comme les achats respectifs de titres par les résidents et les non-résidents, sont proches de ceux d'octobre. Les non-résidents ont acheté pour plus de 15 milliards d'euros de titres émis par les administrations publiques résidentes, opérations en partie compensées par leurs ventes nettes d'actions françaises, à hauteur de 5,1 milliards.

Sur onze mois, les sorties nettes cumulées d'investissements directs et de portefeuille atteignent près de 78 milliards d'euros. Elles sont compensées par des « autres investissements » positifs de plus de 100 milliards d'euros, dont 75 milliards d'emprunts nets contractés par les institutions financières et monétaires.

Les erreurs et omissions nettes s'élèvent à – 22,4 milliards d'euros sur le mois (et à – 25,6 milliards sur les onze premiers mois de l'année), après + 15,7 milliards en octobre. Depuis mai, ce poste affiche des montants très élevés, avec une alternance de signes positifs et négatifs.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	15 366	4 841	- 469	752	- 3 382	34	3 168	- 5 803
<i>Biens</i>	7 964	1 568	- 2 424	- 1 229	- 779	- 1 496	753	- 4 479
<i>Services</i>	18 169	13 044	1 450	762	1 194	984	11 686	8 388
Total « Biens et services »	26 133	14 612	- 974	- 467	415	- 512	12 439	3 909
– Recettes	416 602	407 059	29 804	37 129	38 297	36 825	371 483	391 766
– Dépenses	390 469	392 447	30 778	37 596	37 882	37 337	359 044	387 857
Revenus	4 229	6 920	2 155	3 010	- 2 163	1 984	5 211	5 544
Transferts courants	- 14 996	- 16 691	- 1 650	- 1 791	- 1 634	- 1 438	- 14 482	- 15 256
Compte de capital	- 186	- 7 671	57	422	34	264	- 7 675	1 509
Compte financier	- 20 603	- 2 399	8 226	6 719	- 12 347	22 129	5 091	29 920
<i>Investissements directs</i>	- 561	- 9 124	- 3 175	- 2 025	- 5 522	- 1 073	- 10 037	- 26 097
– Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	2 631	- 5 322	- 7 668	- 1 553	- 43 462	- 44 865
– Étrangers en France	51 965	41 627	- 5 806	3 297	2 146	480	33 425	18 768
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 20 166	- 9 256	- 3 278	34 851	- 20 006	- 19 792	5 941	- 51 675
– Avoirs	- 92 502	- 130 670	- 3 733	27 832	- 32 151	- 31 775	- 118 877	- 148 664
– Engagements	72 336	121 414	455	7 019	12 145	11 983	124 818	96 989
<i>Produits financiers dérivés</i>	5 507	- 6 068	963	1 614	- 614	1 480	- 4 504	6 870
<i>Autres investissements</i>	- 9 584	24 220	12 810	- 27 524	14 972	41 957	16 094	104 735
– Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 2 497	7 556	- 28 590	- 13 919	- 38 760	- 80 861
– Engagements	25 643	42 270	15 307	- 35 080	43 562	55 876	54 854	185 596
Avoirs de réserve	4 201	- 2 171	906	- 197	- 1 177	- 443	- 2 403	- 3 913
Erreurs et omissions nettes	5 423	5 229	- 7 814	- 7 893	15 695	- 22 427	- 584	- 25 626

(a) Chiffres définitifs

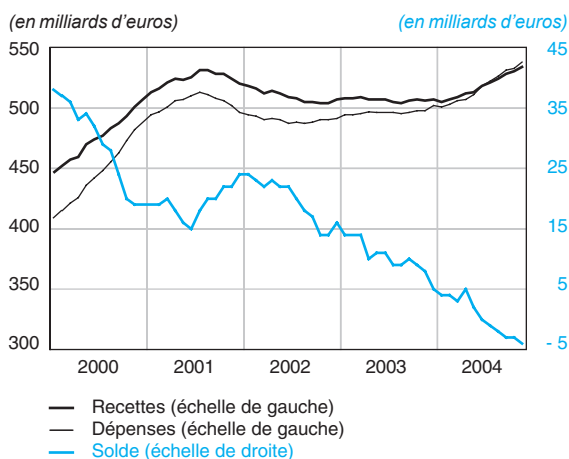
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

1.5.2. Évolution des principales rubriques de la balance des paiements

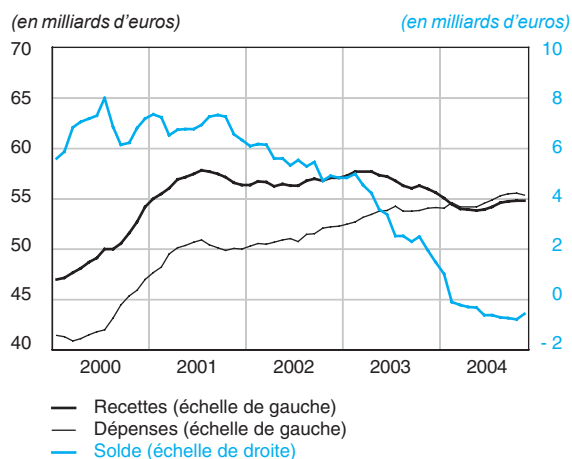
Transactions courantes

Douze mois glissants (données brutes)



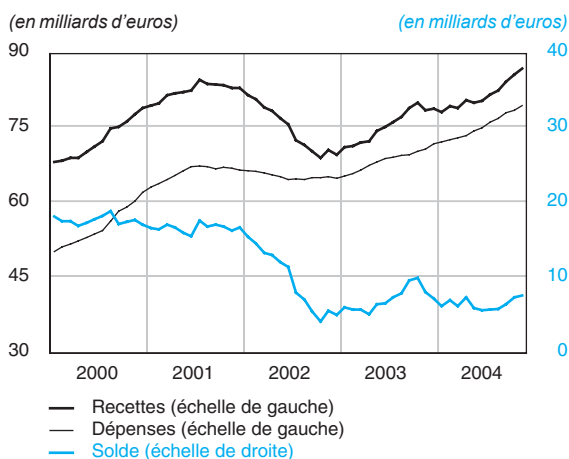
Services (hors voyages)

Douze mois glissants (cvs)



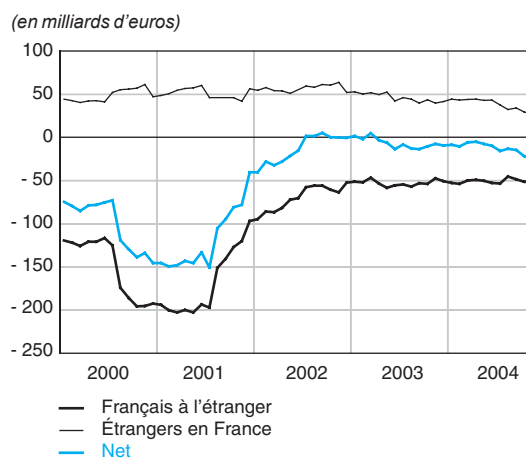
Revenus des investissements

Douze mois glissants (cvs)



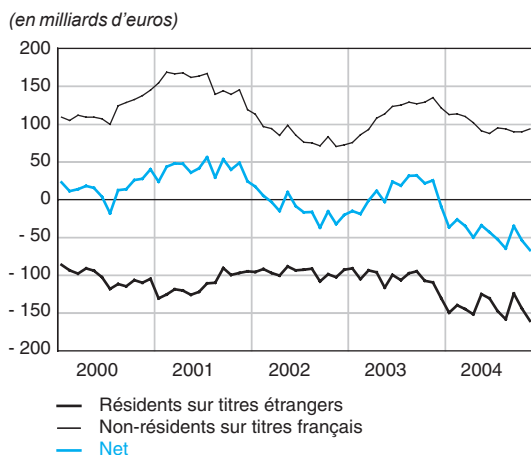
Investissements directs

(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois



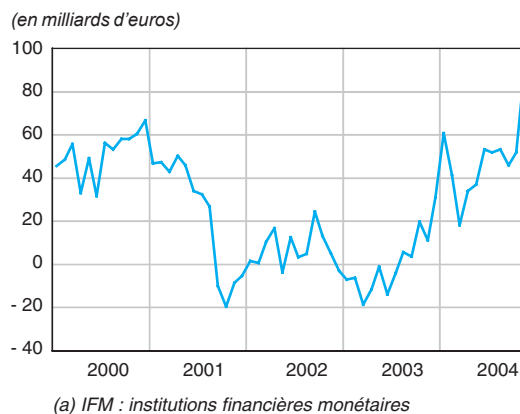
Investissements de portefeuille

(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois



Autres investissements nets des IFM (a)

(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

Dans la *zone euro*, la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est établie à 6,0 % en novembre, après 5,8 % en octobre. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance s'est élevée à 5,9 % pour la période allant de septembre à novembre, au lieu de 5,8 % pour la période précédente.

Au sein des contreparties de *M3*, le taux de croissance annuel des concours au secteur privé s'est inscrit en hausse en novembre (6,7 %, après 6,5 %), notamment sous l'effet de la légère accélération des crédits (6,9 %, après 6,8 %). La contribution des concours

au secteur privé à la croissance de *M3* s'en est trouvée renforcée (8,9 points de croissance en novembre, au lieu de 8,6 points en octobre).

Contributions à la croissance annuelle de *M3* Données cvs

	(en points)	
	Octobre 2004	Novembre 2004
Créances nettes sur l'extérieur	2,2	2,0
Concours au secteur privé	8,6	8,9
Concours aux administrations publiques	1,6	1,3
Ressources non monétaires	- 5,8	- 5,3
Divers	- 0,9	- 0,9
Total	5,8	6,0

Sources : BCE, calculs Banque de France

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)			
	Encours	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la
	Novembre	Octobre	Novembre	zone euro
	2004	2004	2004	Nov. 2004
ZONE EURO (b) :				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	453,3	19,6	19,2	
+ Dépôts à vue	2 453,5	7,2	8,2	
= M1	2 906,8	9,0	9,7	
+ autres dépôts monétaires	2 637,7	3,6	3,2	
= M2	5 544,5	6,3	6,5	
+ instruments négociables	938,2	2,8	2,9	
= M3	6 482,7	5,8	6,0	
Crédits au secteur privé (données cvs)	7 514,3	6,8	6,9	
Créances sur le secteur privé (données cvs)	8 639,0	6,5	6,7	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	381,5	9,1	7,8	15,6
Comptes sur livrets	369,0	7,0	7,4	22,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,9	- 5,0	- 5,1	5,0
Titres d'OPCVM monétaires	285,2	7,9	8,4	46,5
Instruments du marché monétaire	51,5	- 4,7	4,2	73,4
Crédits au secteur privé (c)	1 251,0	7,8	7,4	16,6
Endettement intérieur total (d)	2 813,9	5,6	5,7	
dont : Administrations publiques	1 034,8	5,3	6,0	
Sociétés non financières	1 136,4	4,2	3,7	
Ménages	642,7	8,9	9,0	

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

(b) Opérations des institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français

(d) L'endettement intérieur total regroupe les différentes formes d'endettement des résidents non financiers.

Sources : BCE, Banque de France

2.2. Le financement de l'économie française

L'endettement intérieur total

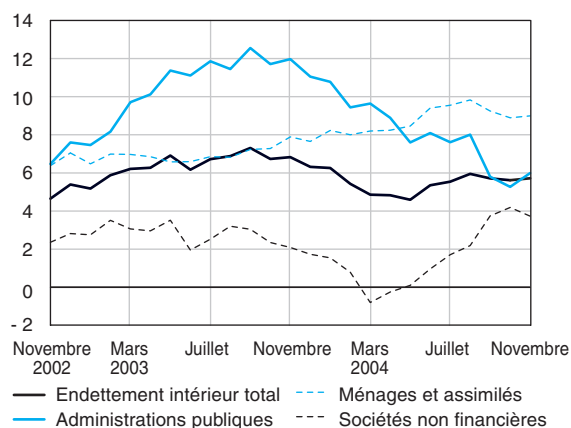
Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers a très légèrement augmenté en novembre. Le ralentissement de la progression de l'endettement des sociétés non financières a presque compensé l'accélération de la croissance des concours aux ménages et aux administrations publiques.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Endettement intérieur total	6,8	5,6	5,7
Sociétés non financières	2,1	4,2	3,7
Ménages	7,9	8,9	9,0
Administrations publiques	12,7	5,3	6,0

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Endettement intérieur total	6,8	5,6	5,7
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	3,9	6,4	5,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents	3,7	10,4	9,1
Financements de marché	11,3	3,8	4,8
Financement monétaire du Trésor public	5,2	-2,4	-4,2

La progression des financements de marché a été compensée par le ralentissement des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes et des crédits obtenus auprès des non-résidents.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Les augmentations de capital en numéraire, actions ou certificats d'investissement, se sont élevées en novembre 2004 à 3,6 milliards d'euros, pour l'essentiel (3,4 milliards) sous forme de valeurs non cotées. Le montant des opérations concernant les titres cotés ou réalisées par appel public à l'épargne a diminué, passant de 0,7 milliard d'euros en octobre à 0,2 milliard en novembre.

En cumul sur les douze derniers mois, le total des augmentations de capital a atteint 76,8 milliards d'euros, bénéficiant à plus de 85 % à des sociétés non cotées et à 96,9 % à des sociétés non financières.

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

	(en milliards d'euros)				
	Année 2002	Année 2003	Nov. 2003 à oct. 2004	Déc. 2003 à nov. 2004	Nov. 2004
Sociétés non financières	86,9	83,8	76,1	74,4	3,5
Autres agents (a)	2,1	3,8	4,5	2,4	0,1
Total émis (b)	89,0	87,6	80,6	76,8	3,6
dont :					
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	11,3	22,1	13,4	11,5	0,2
Appel public à l'épargne (c)	3,3	6,2	7,5	5,9	0,0

(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 maison mère et sa filiale

(c) Titres émis dans le public ayant fait l'objet d'un visa de l'Autorité des marchés financiers

Sources : Euronext, Banque de France

2.2.1 L'endettement sous forme de titres

L'endettement sur les marchés

Le rythme de progression annuel de l'endettement des administrations publiques sur les marchés de dette s'est sensiblement accéléré. L'érosion de l'encours de titres émis par des sociétés non financières s'est accentuée, en raison d'une forte contraction de l'encours des titres à court terme.

Endettement sur les marchés

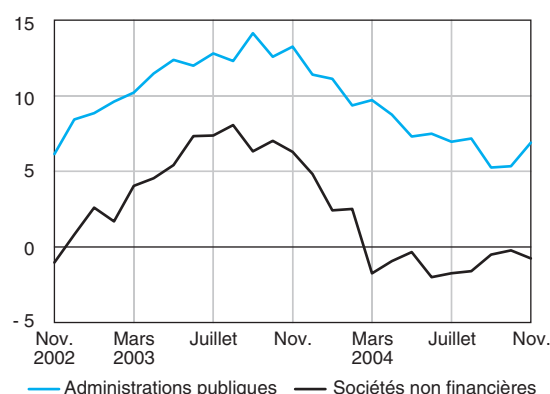
	(taux de croissance annuel en %)		
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Endettement sur les marchés	11,3	3,8	4,8
Administrations publiques	13,2	5,3	6,9
≤ 1 an	43,6	- 6,2	- 4,3
> 1 an	9,6	7,2	8,7
Sociétés non financières	6,3	- 0,2	- 0,8
≤ 1 an	- 10,1	3,0	0,9
> 1 an	9,2	- 0,7	- 1,0

Les émissions brutes de titres de dette à plus d'un an ont totalisé 25,8 milliards d'euros en novembre, contre 26,2 milliards en octobre. Elles ont été dues

principalement à l'État et aux institutions financières monétaires. Compte tenu des remboursements intervenus (8,1 milliards d'euros), l'encours émis a augmenté de 18,1 milliards d'euros (de 12,6 milliards pour la seule dette à long terme de l'État), après avoir diminué de 0,4 milliard au mois d'octobre.

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)



Émissions de titres de dette à long terme des résidents

	(en milliards d'euros)						
	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin novembre 2004
	Année 2003	Novembre 2003 à octobre 2004	Décembre 2003 à novembre 2004	Novembre 2003 à octobre 2004	Décembre 2003 à novembre 2004	Novembre 2004	
Sociétés non financières	23,6	-1,9	-2,7	1,2	36,7	34,6	264,6
dont : devises	2,6	3,9	4,0	0,2	6,4	6,6	40,5
État	50,1	48,0	56,1	12,4	126,8	132,0	732,6
Administrations publiques (hors État)	14,8	3,8	6,6	2,5	9,4	12,0	50,3
dont : devises	- 0,2	0,4	3,2	2,5	1,2	3,7	5,0
Institutions financières monétaires	34,9	25,6	22,1	2,1	98,7	98,6	415,9
dont : devises	8,7	8,5	8,8	0,8	22,2	21,8	70,4
Institutions financières non monétaires	0,7	- 2,3	-1,7	-0,2	1,3	1,2	30,8
dont : devises	0,0	- 0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Total	124,0	73,2	80,5	18,1	272,9	278,5	1 494,1
dont : devises	11,1	12,7	16,0	3,5	29,8	32,0	116,4

NB : Les titres de dette à long terme regroupent les obligations, les BMTN, les BTAN et les EMTN.

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en décembre 2004**Obligations émises à Paris**

	(en milliards d'euros)						
	Émissions nettes				Émissions brutes		Encours à fin déc. 2004
	Année 2003	Déc. 2003 à nov. 2004	Janv. 2004 à déc. 2004	Déc. 2004	Déc. 2003 à nov. 2004	Janv. 2004 à déc. 2004	
Sociétés non financières	- 1,9	-15,9	- 17,0	0,0	5,2	3,7	110,8
État	33,3	39,4	39,4	0,0	76,6	76,6	548,2
Administrations publiques (hors État)	14,9	3,7	7,9	4,2	7,1	11,3	47,6
Institutions financières monétaires	- 1,9	- 2,5	-2,4	0,8	19,1	19,6	161,2
Institutions financières non monétaires	-1,0	- 1,0	- 1,0	0,0	0,8	0,8	24,6
Total	43,4	23,6	26,9	5,0	108,8	112,0	892,4

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de décembre 2004 ont totalisé 7,3 milliards d'euros, contre 9,2 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (2,3 milliards d'euros), les émissions nettes se sont élevées à 5 milliards.

La dette obligataire de l'État s'élevait, à fin novembre, à 548,2 milliards d'euros, en hausse de 0,1 milliard. L'encours brut émis au cours de l'année (76,6 milliards d'euros) représentait à cette date 112 % du programme d'émission pour 2004. Les autres administrations publiques ont vu leur endettement augmenter de 4,2 milliards d'euros, principalement en raison d'un emprunt de 3 milliards de la Cades.

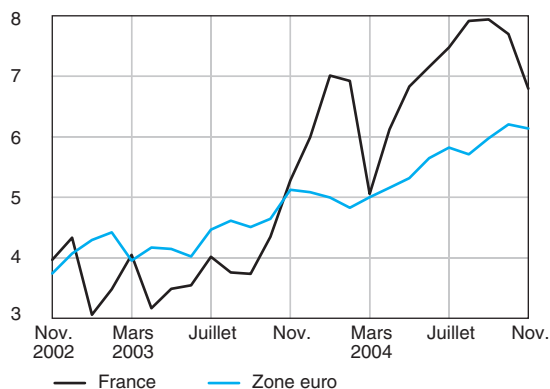
L'endettement obligataire des institutions financières monétaires sur la place de Paris a progressé de 2,8 milliards d'euros (dont un emprunt de 1,2 milliard de CIF Euromortgage).

2.2.2. L'évolution des crédits**Les crédits des institutions financières monétaires**

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est sensiblement atténué, pour s'établir à 6,8 % en novembre.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

La croissance des crédits consentis par les banques est restée quasiment inchangée en novembre, tandis que celle des crédits accordés par les établissements spécialisés a ralenti. En raison d'importantes opérations de cession de créances, l'encours de l'ensemble CDC-CNE enregistre une forte contraction.

Crédits par réseaux distributeurs

	(taux de croissance annuel en %)		
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Crédits des institutions financières monétaires	5,3	7,7	6,8
Banques	4,4	8,4	8,3
Caisse des dépôts et consignations et Caisse nationale d'épargne	8,7	0,0	- 8,4
Établissements spécialisés	6,1	9,2	8,7

Le taux de croissance annuel de l'ensemble des crédits consentis par les institutions financières monétaires a sensiblement diminué. Cette évolution a été surtout le fait des crédits aux administrations publiques et, dans une moindre mesure, des crédits aux sociétés non financières. En revanche, les crédits aux ménages ont très légèrement accéléré, en raison du maintien du dynamisme des concours à l'habitat et de l'augmentation de la croissance annuelle des crédits à la consommation. La croissance des crédits de trésorerie des sociétés non financières s'est affaiblie et celle de leurs crédits d'investissement a enregistré une légère décélération.

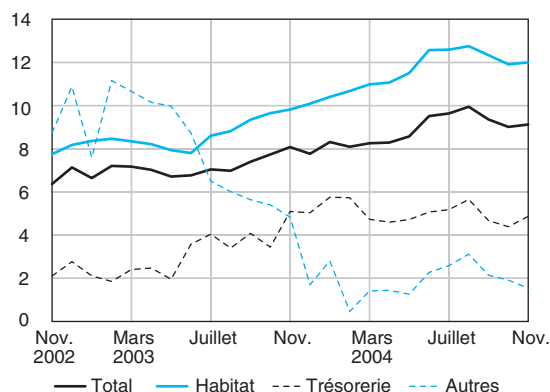
Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

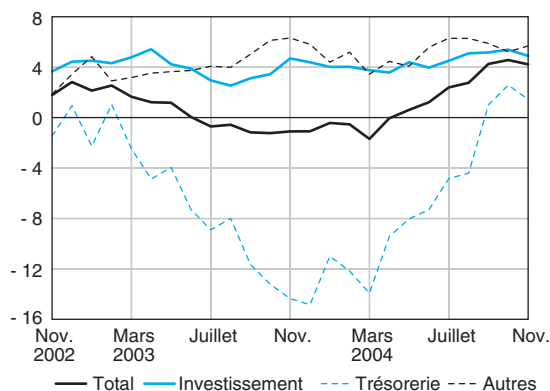
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Crédits des institutions financières et monétaires :			
Aux administrations publiques	5,3	7,7	6,8
Au secteur privé	9,8	6,9	1,6
dont :			
Crédits des établissements de crédit aux ménages	4,8	7,8	7,4
dont : Trésorerie	8,1	9,0	9,1
Habitat	5,1	4,4	4,9
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	9,8	11,9	12,0
dont : Trésorerie	- 1,1	4,6	4,2
Investissement	- 14,4	2,6	1,4
	4,7	5,4	4,9

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 %)

**Les taux d'intérêt débiteurs****Taux débiteurs**

(moyennes mensuelles en %)

	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Découverts aux ménages			
Zone euro	9,64	9,53	9,47
France	9,77	9,64	9,61
Crédits à l'habitat aux ménages (a)			
Zone euro	4,93	4,77	4,66
France	4,23	3,97	3,96
Crédits aux SNF (b)			
Zone euro	4,08	4,02	4,03
France	3,03	3,49	3,51
Crédits aux SNF (c)			
Zone euro	3,01	2,98	2,95
France	2,79	2,68	2,72

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure à 5 ans et inférieure ou égale à 10 ans

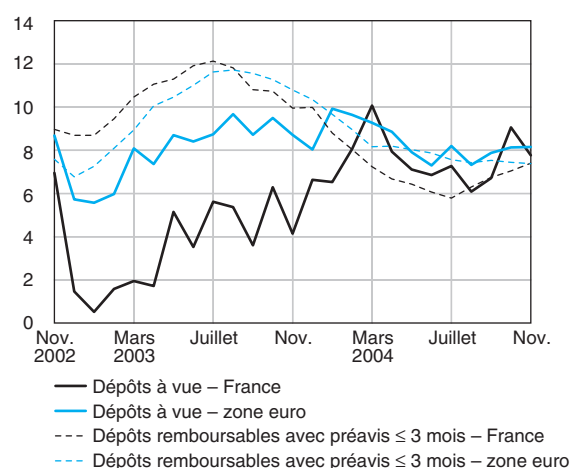
(b) PFIT inférieure à un an et montant initial inférieur à 1 million d'euros

(c) PFIT inférieure à un an et montant initial supérieur à 1 million d'euros

Sources : BCE, Banque de France

2.3. Les placements intermédiés**Les placements auprès des institutions financières monétaires****Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis**

(taux de croissance annuel en %)

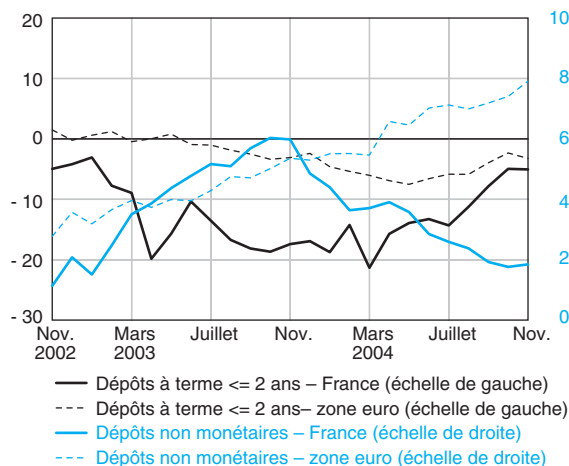


Sources : BCE, Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est sensiblement replié en novembre. En revanche, celui des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à 3 mois s'est inscrit en hausse.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

(taux de croissance annuel en %)



La contraction des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à 2 ans s'est poursuivie à un rythme presque identique en novembre à celui observé en octobre. Le taux de progression des dépôts non monétaires (dépôts à terme d'une durée supérieure à 2 ans) s'est, quant à lui, établi en novembre au même niveau qu'en octobre.

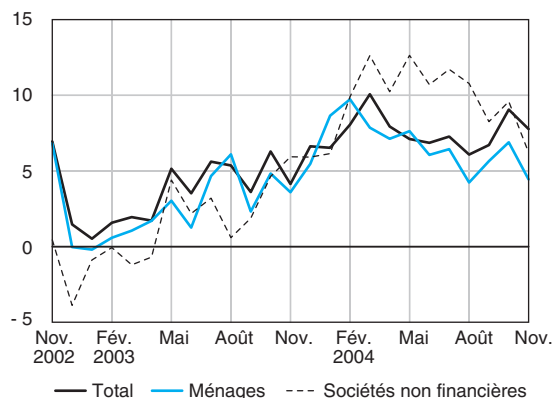
Dépôts à vue

(taux de croissance annuel en %)

	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Dépôts à vue	4,1	9,1	7,8
Ménages	3,6	6,9	4,4
Sociétés non financières	5,9	9,6	6,2
Autres	-3,7	52,7	35,0

Dépôts à vue par agents (France)

(taux de croissance annuel en %)



En novembre, les dépôts à vue de l'ensemble des catégories de détenteurs ont enregistré un net ralentissement.

Comptes sur livret

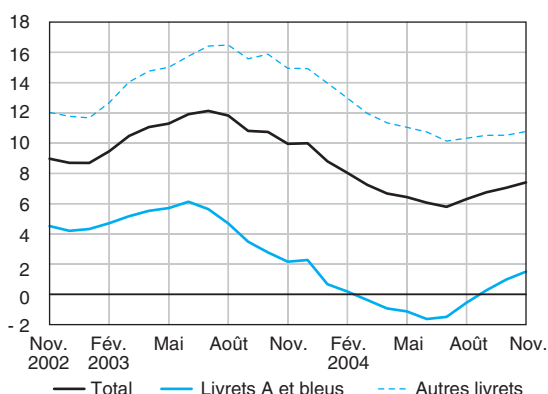
(taux de croissance annuel en %)

	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Comptes sur livret	10,0	7,0	7,4
Livrets A et bleus	2,2	1,0	1,5
Livrets soumis à l'impôt	30,3	17,6	17,9
Livrets d'épargne populaire	8,0	6,7	6,3
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	6,6	5,8	6,3

Le rythme de croissance annuel de l'ensemble des comptes sur livret a continué de s'accélérer en novembre, pour le quatrième mois consécutif. À l'exception des livrets d'épargne populaire, ce mouvement concerne l'ensemble des produits, y compris ceux soumis à l'impôt.

Comptes sur livret (France)

(taux de croissance annuel en %)



Placements à court terme rémunérés aux taux du marché monétaire (France)

(taux de croissance annuel en %)

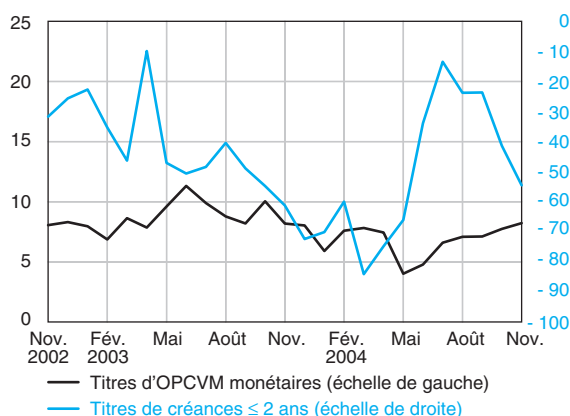
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	-3,2	5,4	4,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans	-17,4	-5,0	-5,1
Titres d'OPCVM monétaires	8,2	7,7	8,2
Titres de créances ≤ 2 ans	-61,3	-41,4	-54,6
Pensions	12,6	30,9	16,6

Le taux de croissance annuel des placements à court terme rémunérés à des taux de marché a marqué un recul, s'établissant à 4,6 % en novembre, après 5,4 % en octobre. Ce mouvement d'ensemble recouvre des évolutions contrastées selon les composantes. La progression des titres d'OPCVM monétaires s'est

renforcée, tandis que celle des pensions a fortement reculé. La contraction des dépôts à terme s'est très légèrement accentuée. Celle des placements en titres de créances d'une durée initiale inférieure à 2 ans a pris un tour encore plus marqué.

Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)

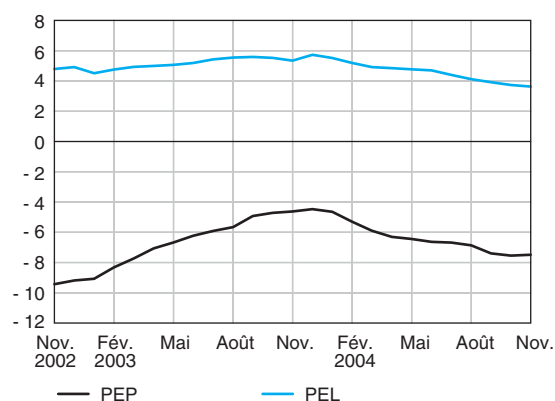
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Dépôts non monétaires	6,0	1,8	1,8
dont : PEP bancaires	- 4,6	- 7,5	- 7,5
PEL	5,3	3,7	3,6

Les dépôts non monétaires ont progressé en novembre au même rythme qu'en octobre. La croissance des plans d'épargne logement (PEL) a légèrement ralenti,

tandis que la contraction des plans d'épargne populaire (PEP) s'est poursuivie à un rythme inchangé.

Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Les placements en OPCVM non monétaires

Répartition de l'actif net des OPCVM non monétaires par catégories

	Décembre 2002	Décembre 2003	Novembre 2004
OPCVM obligations	29,4	28,2	29,3
OPCVM actions	25,2	26,7	27,8
OPCVM diversifiés	36,1	35,1	33,0
OPCVM garantis	9,3	10,0	0,1
OPCVM de fonds alternatifs	—	—	1,7
Fonds à formule	—	—	8,1
Total	100,0	100,0	100,0

Source : Autorité des marchés financiers

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois par rapport aux encours, en %)

	Décembre 2002	Décembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
OPCVM obligations	- 8,2	- 4,6	0,1	0,2
OPCVM actions	3,3	1,4	2,5	2,8
OPCVM diversifiés	- 4,5	- 1,1	5,5	4,7

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Par rapport à décembre 2003, la part des OPCVM « obligations » et « actions » a augmenté aux dépens de celle des OPCVM « diversifiés », ces derniers ayant également alimenté la nouvelle catégorie des « OPCVM de fonds alternatifs ». Les OPCVM « garantis » ont quasiment disparu, au profit de la nouvelle catégorie des « fonds à formule ».

Appréciables en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « obligations » et ceux de titres d'OPCVM « actions » ont légèrement augmenté, tandis que ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont quelque peu réduits.

Rendement sur douze mois des titres par catégories d'OPCVM (a)

	(en %)			
	Décembre 2002	Décembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
OPCVM obligations	7,2	4,1	5,1	5,9
OPCVM actions	- 31,7	14,8	7,0	8,9
OPCVM diversifiés	- 14,1	7,8	3,6	4,9

(a) Dividendes et plus-values réalisés au cours des 12 derniers mois par rapport à l'actif net du mois correspondant de l'année précédente

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Le rendement sur douze mois des titres d'OPCVM « obligations » a quelque peu progressé ; ceux des titres d'OPCVM « actions » et des titres d'OPCVM « diversifiés » ont augmenté un peu plus nettement.

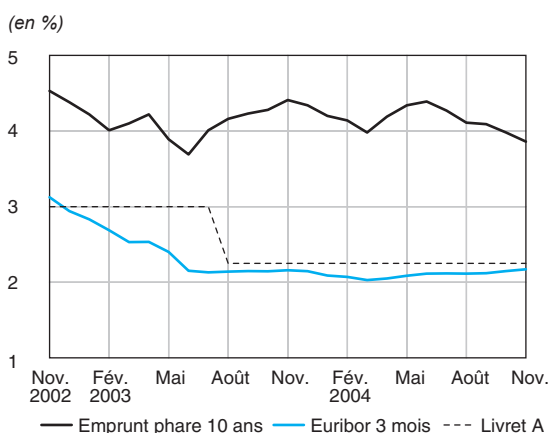
Les taux d'intérêt créditeurs

Sur les marchés, la moyenne mensuelle du taux d'intérêt interbancaire à 3 mois s'est très légèrement accrue, tandis que celle du rendement de l'emprunt phare à 10 ans a diminué de plus de 10 points de base.

Taux d'intérêt de référence

	(moyennes mensuelles en %)		
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Euribor 3 mois	2,16	2,15	2,17
Emprunt phare 10 ans	4,41	3,98	3,86
Livret A	2,25	2,25	2,25

Taux de marché et taux réglementés



Sources : BCE, Banque de France

Taux d'intérêt créditeurs

	(moyennes mensuelles en %)		
	Novembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Dépôts à vue (SNF)			
Zone euro	0,87	0,89	0,90
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,01	2,00	2,01
France	2,53	2,56	2,57
Dépôts à terme ≤ 1 an			
Zone euro	1,88	1,92	1,94
France	2,02	1,91	2,05
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	2,61	2,48	2,50
France	3,05	2,85	2,74

Sources : BCE, Banque de France

3. Les marchés de capitaux

Au cours du mois de décembre, le dollar a continué de se déprécier face aux principales devises mondiales, en réaction à la persistance de déséquilibres macroéconomiques importants aux États-Unis.

Sur les marchés obligataires américains, la hausse des taux d'intérêt directeurs du Système fédéral de réserve et une légère progression des anticipations de hausse des taux ont entraîné une augmentation mesurée des taux à court terme. En revanche, les incertitudes sur le marché de l'emploi, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, ont contribué à la baisse des taux à long terme.

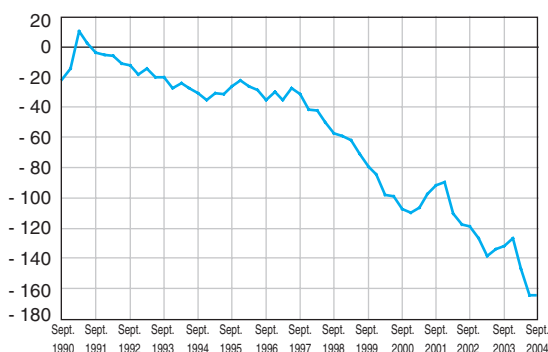
Enfin, les marchés boursiers mondiaux ont nettement progressé en décembre, bénéficiant notamment de la baisse des cours du pétrole.

3.1. Les marchés de change et de matières premières

Comme au cours des mois précédents, les incertitudes sur les déficits publics et commerciaux américains ont pesé sur la tenue du dollar : en particulier, la publication d'un déficit commercial record en octobre, de 55,5 milliards de dollars, d'un déficit courant au troisième trimestre de 164,7 milliards et d'une baisse des flux nets de capitaux en direction des États-Unis, à 48,1 milliards (soit leur niveau le plus faible depuis octobre 2003), a contribué à la tendance baissière du dollar.

Balance courante américaine

(en milliards de dollars)



NB : L'ensemble des graphiques sur les taux des sections 3.1. à 3.3. utilisent des données issues de Bloomberg ou Reuter.

Dans ce contexte, l'annonce, le 14 décembre, d'une cinquième hausse des taux directeurs par le Système fédéral de réserve, portant à 2,25 % le taux des fonds fédéraux (*Fed Funds*), et la révision à la hausse de la croissance américaine au troisième trimestre, à 4,0 %, n'ont pas freiné le mouvement de dépréciation du dollar vis-à-vis des principales devises.

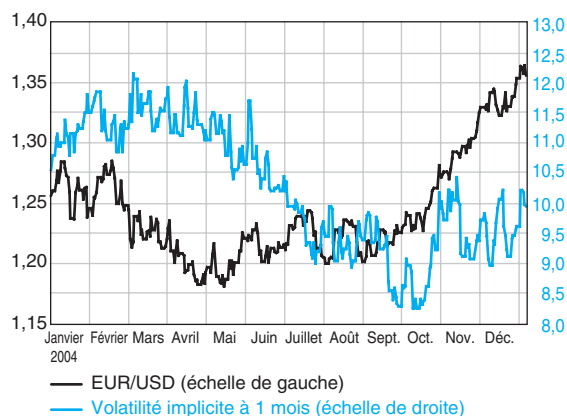
L'EUR/USD est passé de 1,3277 le 30 novembre à 1,3666 le 31 décembre. Ce mouvement de hausse de l'EUR/USD s'est effectué sans augmentation significative du niveau d'incertitude des participants de marché, comme en témoigne la stabilité de la volatilité implicite des options sur les marchés de change. À l'horizon d'un mois, cette dernière est passée de 9,55 % le 30 novembre à 9,90 % le 31 décembre. Dans le même temps, la prime des options de vente de dollars sur celles d'achat a diminué, de 0,52 % à 0,07 %, traduisant le recul progressif des anticipations de hausse de l'EUR/USD, au fur et à mesure de son ascension à des niveaux records.

Le dollar s'est également replié face au yen, revenant de 103,08 yens pour un dollar le 30 novembre à 102,49 le 31 décembre, après être descendu, au début du mois de décembre, à son plus bas niveau depuis mars 2000, à 101,84 yens.

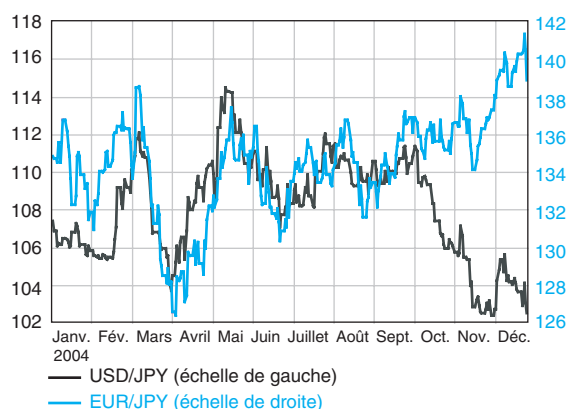
Face à l'euro, le yen s'est, en revanche, déprécié, se repliant de 136,87 yens pour un euro le 30 novembre à 138,93 le 31 décembre. Le 30 décembre, l'EUR/JPY a atteint son plus haut niveau depuis la création de l'euro, à 141,61.

Cours de change de l'euro contre dollar et volatilité du prix des options d'achat EUR/USD

(en %)



Cours de change du dollar et de l'euro contre yen



La livre sterling s'est appréciée face au dollar, passant de 1,9097 dollar pour une livre le 30 novembre à 1,9157 le 31 décembre, et atteignant le 16 décembre son plus haut niveau face au dollar depuis la crise monétaire de 1992. Elle a, dans le même temps, reculé face à l'euro, l'EUR/GBP passant de 0,6952 à 0,7075, dans un contexte d'indicateurs économiques contrastés (indices des directeurs d'achat et ventes de détail témoignant du dynamisme de la croissance britannique, mais ralentissement du marché immobilier).

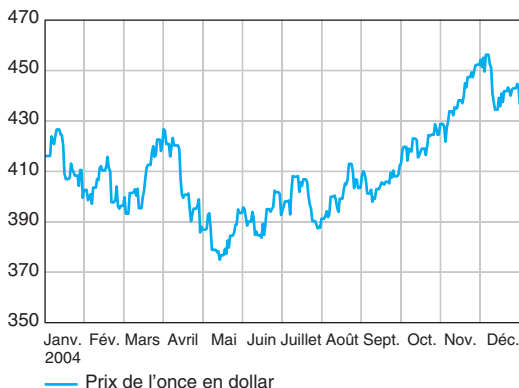
Le franc suisse s'est déprécié contre l'euro : l'EUR/CHF est passé de 1,5131 le 30 novembre à 1,5459 le 31 décembre (+ 2,12 %), influencé notamment par les incertitudes sur la conjoncture économique helvétique.

Le tsunami d'exceptionnelle ampleur qui a frappé l'Asie du Sud a entraîné une dépréciation des monnaies des pays concernés, notamment le baht thaïlandais et la roupie indonésienne, mais cet effet a été temporaire et limité, l'ampleur des conséquences économiques du désastre restant largement inconnue.

La Lettonie a annoncé la fin de l'ancrage de sa monnaie, le lats, aux droits de tirages spéciaux (DTS) au profit d'un ancrage à l'euro, au taux de 0,702804 lats pour un euro, à compter du 1^{er} janvier 2005.

Après plusieurs mois de nette hausse des cours de l'or (depuis mai 2004), les prix du métal précieux se sont repliés en décembre et ce malgré la baisse du dollar, de 450 dollars l'once le 30 novembre à 438 dollars le 31 décembre, à la suite de liquidations de positions spéculatives à l'approche de la fin de l'année.

Cours de l'or



Les cours du pétrole ont continué leur repli entamé à la fin du mois d'octobre : la référence WTI est revenue de 49,13 dollars le baril le 30 novembre à 43,45 dollars le 31 décembre. Un temps particulièrement clément aux États-Unis et une augmentation de la production des raffineurs ont permis une augmentation des stocks américains de produits raffinés, alimentant le repli des cours.

3.2. Les marchés de taux d'intérêt

Sur les marchés de taux d'intérêt, les taux américains ont progressé sur la partie courte de la courbe, en raison notamment de la hausse des taux d'intérêt directeurs du Système fédéral de réserve et du maintien des anticipations de hausse des taux, mais ont reculé sur la partie longue, les données économiques publiées au mois de décembre aux États-Unis et en Europe étant mitigées. Ces mouvements se sont traduits par un aplatissement des courbes de taux américaine et européenne. Les taux japonais sont restés stables.

Aplatissement de la courbe des taux américaine

La décision du Système fédéral de réserve, le 14 décembre, de relever ses taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, à 2,25 %, a eu peu d'impact sur la partie courte de la courbe des taux américaine, étant largement anticipée par les participants du marché. Toutefois, le communiqué du *Federal Open Market Committee* (FOMC), réitérant l'engagement de la Banque centrale de préserver la stabilité des prix, et les déclarations optimistes de responsables du Système fédéral de réserve concernant la croissance américaine ont entretenu les anticipations de poursuite

du mouvement de resserrement monétaire. Celles-ci sont toutefois restées inchangées pour les mois à venir : les taux implicites du contrat Eurodollar à 3 mois ont modestement progressé pour l'échéance juin 2005, passant de 3,16 % le 30 novembre à 3,17 % le 31 décembre. Parallèlement, les taux à 2 ans se sont accrus de 7 points de base, à 3,07 %.

En revanche, les taux à long terme ont enregistré une nette détente, les taux à 10 ans reculant de 13 points de base, à 4,22 %. Au total, par rapport au début de l'année 2004, le niveau des taux à long terme américains est pratiquement inchangé.

En conséquence, la tendance à l'aplatissement de la courbe des taux américaine s'est poursuivie : l'écart entre les taux à 2 et 10 ans est revenu à 115 points de base à la fin du mois de décembre, son plus bas niveau depuis septembre 2001.

Les points morts d'inflation tirés des obligations indexées ont légèrement reculé, de 6 points de base, à 2,63 %, à l'horizon 2012, en liaison sans doute avec le repli des cours du pétrole.

Les dernières données d'inflation publiées aux États-Unis ont mis en évidence un maintien de pressions inflationnistes : pour le mois de novembre, l'inflation est ressortie à 3,5 % (ou 2,2 % en termes d'inflation sous-jacente) et les prix à la production ont affiché une augmentation de 5,0 %.

Taux à 2 ans et à 10 ans américains

(en %)



Stabilité des taux japonais

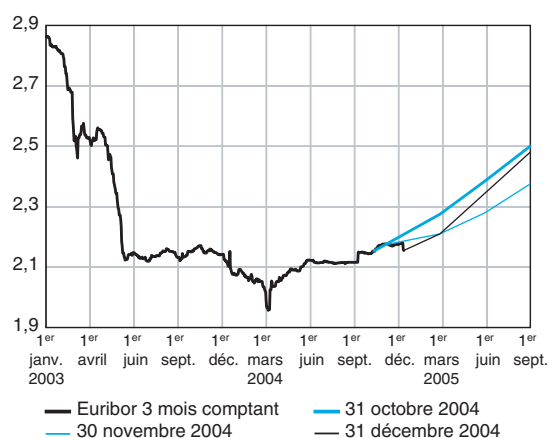
Au cours du mois de décembre, les rendements obligataires japonais sont restés stables, le taux à 10 ans revenant de 1,45 % le 30 novembre à 1,44 % le 31 décembre et le taux à 2 ans restant, dans le même temps, à 0,11 %.

Aplatissement de la courbe des taux européenne

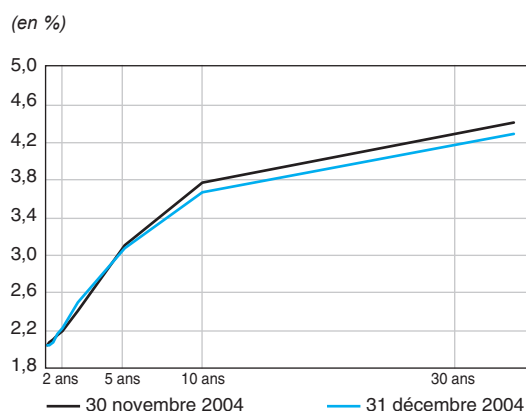
Sur le segment le plus court du marché monétaire, le taux Eonia s'est établi aux environs de 2,08 % à 2,09 % durant la majeure partie du mois. À l'approche de la fin de la période de constitution des réserves obligatoires, le 7 décembre, il a toutefois reculé jusqu'à 1,82 %, en raison d'une liquidité abondante. Le 7 décembre, la BCE a procédé à une opération de réglage fin, correspondant à un retrait de liquidité pour 15 milliards d'euros au taux de 2 %, afin de résorber le déséquilibre temporaire de liquidité. Le passage de fin d'année s'est effectué sans mouvements excessifs du taux au jour le jour, l'Eonia s'établissant à 2,21 % le 31 décembre, grâce à une alimentation ample en liquidité de la BCE. Sur le segment à plus long terme de la courbe monétaire, les anticipations de hausse de taux se sont légèrement renforcées : les taux implicites des contrats Euribor d'échéance juin 2005 et décembre 2005 ont progressé de, respectivement, 5 points de base, à 2,34 %, et 12 points de base, à 2,62 %, en réponse aux préoccupations exprimées par le Conseil des gouverneurs de la BCE sur les perspectives d'inflation à court terme.

Taux implicites des contrats Euribor à 3 mois

(en %)



Courbe des taux de rendement français



Dans le contexte d'une croissance modérée dans la zone euro au troisième trimestre, les marchés obligataires ont enregistré un aplatissement de la courbe des taux. S'agissant des titres d'État français, les taux à 2 ans ont progressé de 6 points de base, à 2,38 %, tandis que les taux à 10 ans ont reculé de 11 points de base, à 3,68 %.

Sur le marché des obligations indexées sur l'inflation, les points morts d'inflation sont restés stables en décembre (inchangés à 2,22 % pour la zone euro et + 1 point de base, à 2,14 %, pour la France), sur des niveaux proches de l'inflation constatée dans la zone euro en novembre (2,2 %).

Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	31 déc. 2004	30 nov. 2004	Variation/ 30 novembre 2004	31 déc. 2003	Variation/ 31 décembre 2003
Industrielles AAA	17	15	2	8	9
Industrielles AA	23	21	2	27	- 4
Financières AA	30	28	2	34	- 4
Corporate BBB	76	72	4	88	- 12
Industrielles BBB	76	72	4	88	- 12
Télécom BBB	52	50	2	68	- 16

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

Les primes de signature des émetteurs privés sont restées globalement stables en décembre, n'enregistrant qu'une hausse légère dans certains secteurs. Sur l'ensemble de l'année 2004, les primes de signature des entreprises européennes se sont globalement réduites, mais avec des variations

différenciées suivant les secteurs : les primes de signature des entreprises notées BBB ont significativement diminué, alors qu'elles ont eu tendance à augmenter pour les sociétés les mieux notées (AAA). Le secteur des télécommunications a connu la réduction la plus importante des primes de signature, grâce à la restauration de la rentabilité et aux mesures de désendettement des grandes entreprises du secteur.

3.3. Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont nettement progressé en décembre, soutenus notamment par la baisse des prix du pétrole.

Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 déc. 2004	Variation/ 30 nov. 2004	Variation/ 31 déc. 2003
CAC 40	3 821,16	1,80	7,40
DAX	4 256,08	3,15	7,34
DJ EuroStoxx 50	2 951,24	2,60	6,90
FTSE	4 814,30	2,36	7,54
Nasdaq	2 175,44	3,75	8,59
Dow Jones	10 783,00	3,40	3,15
Nikkei	11 488,76	5,41	7,61

En Europe, la baisse des coûts de l'énergie a bénéficié à l'ensemble des secteurs, à l'exception des compagnies pétrolières, en recul sur la période. De même, les compagnies minières et sidérurgiques ont été pénalisées par la baisse des prix des métaux, après plusieurs mois de hausse. Enfin, les secteurs de l'assurance et de la réassurance n'ont pas enregistré de recul significatif après la catastrophe en Asie du Sud, leur exposition financière dans la zone étant limitée.

Sur l'ensemble de l'année 2004, les investisseurs ont accordé leur préférence à des valeurs défensives, telles que les spécialistes de l'eau et de l'énergie ou les entreprises de la chimie, assurant des *cash-flows* relativement réguliers, au détriment du secteur technologique. Les compagnies pétrolières et minières ont globalement profité de la hausse des prix des matières premières. En revanche, les entreprises pharmaceutiques ont souffert des doutes sur les possibles effets néfastes de nombreux médicaments.

Aux États-Unis, les indices ont également nettement progressé, dans un contexte de relatif optimisme sur les résultats des entreprises cotées : selon un sondage réalisé par Thomson Financial auprès des analystes, les profits des sociétés du Standard & Poor's 500 devraient encore continuer de progresser de 10,5 % en 2005, après une

hausse de 19,2 % en 2004. La période a été marquée par une reprise de l'activité de fusions et acquisitions, notamment dans le secteur technologique. En revanche, les spécialistes de l'aéronautique et de l'armement ont été pénalisés par l'annonce par la Chine du gel des commandes d'avions en 2005 et par les efforts de réduction des programmes d'armement aux États-Unis.

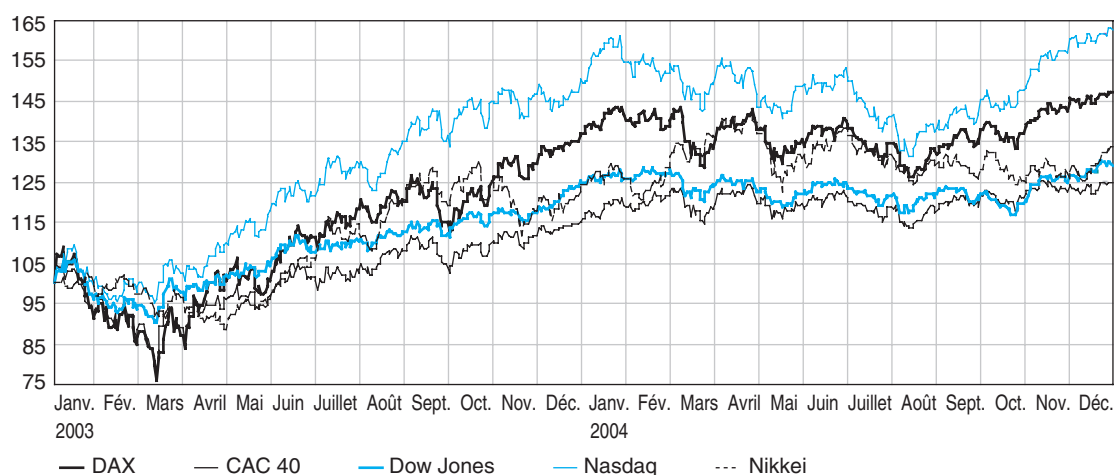
Au Japon, les actions ont pleinement bénéficié de la baisse des coûts énergétiques. En outre, les banques

nippones ont enregistré une progression d'ensemble (8,3 %), profitant de l'assainissement progressif de leurs bilans.

Les volatilités implicites tirées des options sur indices boursiers, déjà à des niveaux historiquement bas, se sont inscrites en baisse en Europe, passant de 15,4 % le 30 novembre à 13,7 % le 31 décembre pour le DAX, et sont restées stables aux États-Unis, à 13,3 % pour le Standard & Poor's 500.

Principaux indices boursiers

(Base 100 = 1er janvier 2003)



3.4 Le marché monétaire de la place de Paris au quatrième trimestre 2004

Les volumes des prêts interbancaires en blanc échangés sur le compartiment du jour le jour dans la zone euro, tels que déclarés par les participants au panel Eonia, ont progressé de 8,5 % au cours du dernier trimestre de l'année. En moyenne, 36,7 milliards d'euros ont été quotidiennement échangés, contre 33,8 milliards le trimestre précédent. Les banques françaises ont augmenté leur contribution aux volumes échangés, à 23,4 % (contre 16,5 % au troisième trimestre).

Les volumes traités sur le marché de la pension livrée sur titres français ont progressé par rapport au troisième trimestre, atteignant un volume mensuel moyen de 672 milliards d'euros (contre 634 milliards au trimestre précédent).

Sur le marché des bons du Trésor (BTF), 47,94 milliards d'euros ont été émis par l'agence France Trésor au dernier trimestre, soit un nouveau recul par rapport au volume de 55 milliards émis le trimestre précédent. Cette baisse des émissions brutes s'est, en outre, accompagnée de remboursements importants, aboutissant à une offre nette négative (- 9,2 milliards d'euros au quatrième trimestre). Cette évolution s'inscrit en liaison avec l'amélioration des rentrées fiscales en fin d'année. La demande adressée pour ces titres lors des adjudications s'est stabilisée en moyenne à 3,8 fois le montant adjugé, dans la même proportion qu'au trimestre précédent. Sur le compartiment des bons à moyen terme (BTAN), le Trésor français a émis 9,8 milliards d'euros, en léger recul par rapport au troisième trimestre (9,9 milliards). Aucun remboursement n'a été opéré sur ce segment, conduisant à une offre nette positive de 9,8 milliards d'euros. À titre comparatif, l'offre nette était négative au trimestre précédent (- 7,8 milliards d'euros).

3.5. Le marché des titres de créances négociables

L'encours global des titres de créances négociables ¹ (toutes devises confondues) s'est sensiblement accru au cours du quatrième trimestre 2004, passant de 346 milliards d'euros à 357 milliards (arrêté au 31 décembre).

D'une fin d'année à l'autre, l'encours de certificats de dépôt a augmenté de près de 25 %, celui des billets de trésorerie a progressé légèrement et celui des bons à moyen terme négociables est resté quasiment stable.

Encours (toutes devises confondues)

	(en milliards d'euros)		
	31 décembre 2004	24 septembre 2004	31 décembre 2003
CD	239,0	224,0	195,0
BT	63,8	68,0	61,0
BMTN	54,3	54,0	55,0
Total	357,1	346,0	310,0

Les émissions de certificats de dépôt négociables

Le marché des certificats de dépôt a été le compartiment de marché le plus sollicité au cours du quatrième trimestre.

L'encours global des certificats de dépôt a progressé sans discontinuer, gagnant près de 7 % par rapport à la fin du mois de septembre.

Certificats de dépôt négociables

(en milliards d'euros)



De nouvelles signatures étrangères ont alimenté cette expansion. C'est ainsi que UBS AG a procédé à sa première émission dans le cadre d'un programme de 10 milliards d'euros. Cette arrivée a été suivie de celle de la *Württembergische Hypothekenbank*, établissement de crédit hypothécaire allemand qui a mis en place un programme de 3 milliards d'euros. Enfin, *Nationwide Building Society*, société de droit britannique, a inauguré un programme de 5 milliards d'euros.

Pratiquement aucune tension n'a été constatée sur les taux d'émission à l'occasion du passage de fin d'année.

La répartition des émissions du trimestre par durées initiales a fait de nouveau ressortir la prédominance des certificats de dépôt de 1 à 3 jours (67 % du volume d'émission, chiffre identique à celui relevé lors du trimestre précédent).

Les établissements de crédit sont demeurés les principaux souscripteurs (48 % des émissions, contre 40 % le trimestre précédent). Les entreprises d'assurance, caisses de retraite et mutuelles (21 %), les OPCVM (15 %) et les sociétés industrielles et commerciales (14 %) se sont partagé la presque totalité du volume restant.

¹ Les données statistiques relatives à ce marché sont diffusées par la Banque de France sur plusieurs supports :
– site internet (<http://www.banque-france.fr>)
– *Cahier des titres de créances négociables*

Les émissions de billets de trésorerie

Le marché des billets de trésorerie a enregistré une baisse d'activité au cours de ce dernier trimestre, le volume d'émissions (169 milliards d'euros) ne compensant pas les 174 milliards de tombées.

Alors que leurs besoins de trésorerie sont demeurés limités, les émetteurs non financiers ont peu sollicité le marché à l'approche de la fin d'année. Bolloré Investissement SA est entré sur le marché avec un programme de 300 millions d'euros mis en place au début du mois de novembre, l'émetteur utilisant pour la circonstance les dispositions du décret n° 2004-865 du 24 août dernier, exemptant de notation de programme un émetteur dont des titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de l'Espace économique européen.

Les collectivités locales sont revenues sur le marché des billets de trésorerie, lequel constitue une source de financement attractive. La ville de Levallois a inauguré, à la mi-décembre, un programme de 300 millions d'euros. Dans le même temps, la ville de Lyon a déposé un programme de 150 millions d'euros, qui devrait être activé au début de l'année 2005.

Les émissions de billets de trésorerie destinées au financement des déficits sociaux se sont accrues sensiblement. En fin d'année, la Cades est apparue comme le deuxième émetteur, après *General Electric Capital European Funding*, avec un encours de 4,2 milliards d'euros. De son côté, l'Unedic va prochainement augmenter la taille de son programme, de 1,2 milliard d'euros à 2 milliards.

Les véhicules de titrisation ont continué d'être un compartiment majeur du marché des billets de trésorerie. À fin décembre, ils totalisaient près du tiers de l'encours des billets de trésorerie et les cinq principaux véhicules se classaient parmi les dix premiers émetteurs de billets.

L'ouverture du marché aux émetteurs étrangers s'est poursuivie. Les émetteurs non résidents sont ainsi à l'origine de 38 % de l'encours total des billets de trésorerie à fin décembre (chiffre incluant les véhicules *off-shore*).

Billets de trésorerie

(en milliards d'euros)



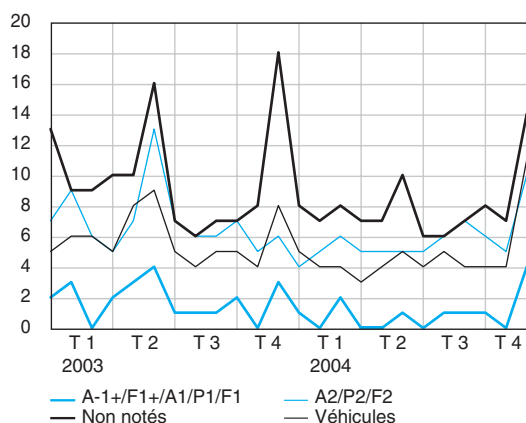
Comme à l'accoutumée, la tranche d'émission de 20 à 40 jours a été la plus sollicitée au cours du trimestre. Elle a concentré environ 40 % du volume d'émission de la période.

De faibles tensions ont été constatées, en liaison avec le passage de fin d'année (un élargissement de 4 à 7 points de base de l'écart entre les taux à l'émission à 1 mois et le *swap* Eonia).

D'une fin de période à l'autre, l'encours de bons à moyen terme négociables a été constant, à 54 milliards d'euros.

Spreads billets de trésorerie – Swaps (maturité 1 mois)

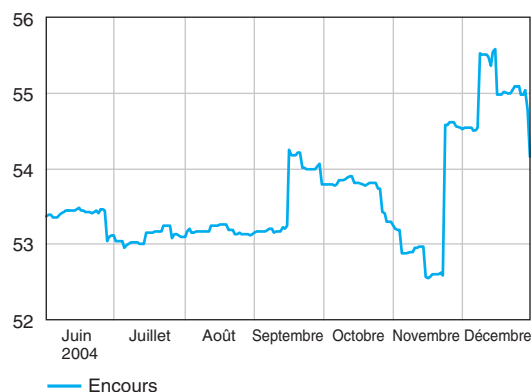
(en points de base)



Le marché est resté très concentré, les deux premiers émetteurs, la Société générale et Entenial, totalisant près de 40 % de l'encours global.

Bons à moyen terme négociables

(en milliards d'euros)



En termes de durée à l'émission, le segment de 3 à 5 ans a été le plus sollicité, à l'image du trimestre précédent (43 %, du montant total, après 40 %), alors que les émissions à plus de 7 ans n'ont représenté que le quart de la production.

Les contreparties ont été très largement bancaires (79 % du montant souscrit), les sociétés industrielles et commerciales contribuant à hauteur de 11 % du total et les entreprises d'assurance, caisses de retraite et mutuelles pour 5 %.

Les émissions à taux variable ou révisable sont restées prépondérantes (61 % du total, dont 47 % pour l'Eonia, contre 73 % au trimestre précédent). Les émissions à taux fixe, en augmentation par rapport au trimestre précédent, ont représenté 27 % du montant de la production (contre moins de 10 %). Enfin, la part des produits structurés a constitué 12 % du montant global d'émission, contre 18 % pour le troisième trimestre.

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

Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros, part en %)

	Décembre 2004		Moyenne année 2004	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	445,69	66,3	394,35	62,1
Pensions à taux fixe	167,42	24,9	132,38	20,9
Pensions à taux variable	278,27	41,4	261,97	41,3
BTAN	167,42	24,9	157,56	24,8
Pensions à taux fixe	51,22	7,6	44,46	7,0
Pensions à taux variable	116,20	17,3	113,09	17,8
BTF	59,30	8,8	82,62	13,0
Pensions à taux fixe	12,29	1,8	17,65	2,8
Pensions à taux variable	47,01	7,0	64,97	10,2
TOTAL	672,41	100	634,53	100
Pensions à taux fixe	230,93	34,3	194,49	30,7
Pensions à taux variable	441,48	65,7	440,03	69,3

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 décembre 2004	30 novembre 2004	Variation
1 mois	2,09	2,05	4
3 mois	2,03	2,06	- 3
6 mois	2,10	2,10	
12 mois	2,22	2,18	4
2 ans	2,49	2,41	8
5 ans	3,07	3,10	- 3

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en décembre 2004		Encours à fin décembre 2004
	Brutes	Nettes	décembre 2004
Titres de créances négociables	540,0	0,8	348,4
Certificats de dépôt négociables	480,5	7,7	231,2
BMTN	2,0	- 0,5	54,4
Billets de trésorerie	57,5	- 6,4	63,0

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

Échéances	27 nov. au 3 déc.	4 au 10 déc.	11 au 17 déc.	18 au 24 déc.	25 au 31 déc. 2004
1 jour	—	2,05	2,14	—	2,15
10 jours	2,08	2,20	2,16	2,19	—
30 jours	2,21	2,23	2,27	2,28	2,28
90 jours	2,21	2,20	2,23	2,24	2,26
180 jours	2,20	2,20	2,26	2,52	2,26

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	27 nov. au 3 déc.	4 au 10 déc.	11 au 17 déc.	18 au 24 déc.	25 au 31 déc. 2004
1 jour	2,05	2,01	2,12	2,11	2,12
10 jours	2,02	2,01	2,12	2,12	2,14
30 jours	2,10	2,16	2,19	2,16	2,14
90 jours	2,20	2,20	2,20	2,19	2,18
180 jours	2,26	2,23	2,23	2,40	2,22

Spreads billets de trésorerie — swaps

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	Octobre 2004	1	6	8	4
	Novembre	0	5	7	4
	Décembre	4	10	14	11
3 mois	Octobre 2004	3	8	17	8
	Novembre	4	8	19	8
	Décembre	5	10	14	9

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

Le mois de décembre se caractérise, d'une part, par une hausse des spreads (de 4 à 7 points de base) à 1 mois et, d'autre part, pour la durée 3 mois par une relative stabilité des prix à l'émission, à l'exception toutefois de ceux des émetteurs non notés qui enregistrent un rétrécissement de 5 points de base.

Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ?

Les prix des logements dans les pays industrialisés ont connu de fortes fluctuations au cours des dernières décennies. En particulier, les hausses récentes dans plusieurs pays ont parfois fait craindre la constitution de bulles immobilières, potentiellement dommageables pour la stabilité financière et l'activité économique.

Le recours à différentes méthodes d'évaluation du niveau d'équilibre des prix immobiliers, en termes de valorisation de prix d'actif ou structurelles, permet de mettre en évidence des facteurs communs à tous les pays industrialisés, qui ont sous-tendu la hausse des prix immobiliers à la fin des années quatre-vingt-dix. En particulier, la baisse des taux d'intérêt depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix et le dynamisme du revenu des ménages à la fin des années quatre-vingt-dix ont joué un rôle prépondérant dans les évolutions récentes. Cependant, la poursuite de cette hausse, au même rythme que depuis le début des années deux mille, serait non soutenable dans plusieurs pays.

Le rôle apparemment prédominant, parmi les déterminants traditionnels des prix des logements, des taux d'intérêt à court et à long termes invite à s'intéresser de plus près à l'impact des mutations du système financier au cours des années 1980-1990. Une interaction étroite entre les prix immobiliers, les variables financières et les conditions d'octroi de crédit est ainsi mise en évidence. En particulier, s'il semble que la bulle observée à la fin des années quatre-vingt peut être liée à la libéralisation financière qui l'a précédée, la situation apparaît plus complexe depuis les années quatre-vingt-dix.

Rémy LECAT

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service d'Études sur les économies étrangères

Jean-Stéphane MÉSONNIER

Direction des Études économiques et de la Recherche

Service d'Études sur les politiques monétaire et financière

NB : Nous remercions Béatrice Saes-Escorbiac du service d'Études sur les politiques monétaire et financière pour son aide précieuse à la constitution de la base de données utilisée dans la partie économétrique de cette étude.

Depuis 1970, la croissance des prix immobiliers dans les pays industrialisés a été en moyenne largement supérieure à celle des prix à la consommation ¹. La progression moyenne a été toutefois particulièrement forte depuis le milieu des années quatre-vingt-dix (cf. tableau 1). En termes nominaux, les prix des logements ont plus que doublé entre 1995 et 2003 dans une demi-douzaine de pays et cru de plus de 50 % dans une demi-douzaine d'autres. En termes réels, c'est-à-dire corrigée de la progression des prix à la consommation, la progression s'établit à plus de 50 % dans près d'une dizaine de pays. Déjà forte à la fin de la décennie quatre-vingt-dix, la croissance annuelle des prix réels des logements s'est accélérée au début de la décennie deux mille, faisant naître des interrogations sur les niveaux de prix immobiliers atteints dans plusieurs pays, dont la France (cf., par exemple, Moëc, 2004).

Le fait que le logement constitue une part substantielle du patrimoine des ménages et l'importance de l'encours du crédit au logement dans les pays industrialisés ² font que la situation sur le marché du logement, en particulier la dynamique des prix, intéresse au premier chef les banques centrales, du point de vue tant de la stabilité monétaire que de la stabilité financière.

Du point de vue de la stabilité monétaire, les fluctuations des prix des logements ont des conséquences importantes pour l'activité et donc pour les perspectives d'évolution des prix à la consommation. En effet, une hausse des prix des logements affecte directement la hausse des prix à la consommation *via* celle des loyers, qui entrent dans la composition de l'indice des prix à la consommation (IPC). Elle contribue aussi à accélérer l'activité *via* l'investissement logement, la hausse de la valeur des logements stimulant l'activité de construction et de rénovation, et la consommation des ménages *via* des effets de richesse (cf. Case et al., 2001, et, plus récemment, Catte et al., 2004, et Odonnat et Rieu, 2003). L'importance de ces effets de richesse est toutefois susceptible de varier d'un pays à l'autre en fonction, notamment, de la proportion de ménages propriétaires de leur logement ³. Du point de vue de la stabilité financière, les biens immobiliers constituant une des principales garanties prises par les établissements de crédit, une baisse de leur prix, associée à une fragilisation de la situation des ménages, peut faire peser un risque sur la stabilité du système bancaire aux conséquences macroéconomiques importantes ⁴.

¹ Les pays considérés dans cette étude sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Japon, les Pays-Bas, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse. Ces dix-neuf pays industrialisés représentent plus de la moitié du PIB mondial. L'indice de prix du logement n'étant disponible pour l'Autriche que de 1987 à 2000, ce pays est exclu des calculs effectués sur une période plus large. Les séries d'indices de prix des logements utilisées pour les autres pays ont été reprises d'une base de données que Claudio Borio de la Banque des règlements internationaux (BRI) nous a aimablement communiquée.

² En 2003, l'endettement hypothécaire des ménages représentait 73 % de leur revenu disponible annuel au Canada, 77 % en Allemagne, 84 % aux États-Unis et 102 % au Royaume-Uni. En France, l'endettement à long terme (qui contient également des crédits longs pour l'achat de biens durables hors logement) ne représentait comparativement que 60 % du revenu (source : OCDE, *Perspectives économiques*).

³ Dans l'Europe à quinze pays, cette proportion varie, par exemple, de 53 % aux Pays-Bas à 85 % en Espagne (BCE, 2003).

⁴ Cf., par exemple, Bordo et Jeanne (2002). Les épisodes passés de forte augmentation des prix immobiliers ont été suivis de périodes de baisse de ces prix dans onze des dix-neuf pays étudiés sur la période 1970-2003.

Les décisions de politique monétaire ont elles-mêmes un impact sur les prix des logements. Les modifications de taux directeurs influencent l'investissement logement des ménages *via* le canal des taux d'intérêt. En outre, la transmission de la politique monétaire à l'activité est éventuellement amplifiée par le « canal du bilan » : une hausse du prix des logements — qui, du fait de l'existence d'imperfections sur le marché du crédit, sont fréquemment apportés en garantie des emprunts — réduit la « prime de financement externe » exigée par les banques ⁵. La politique monétaire affecte aussi la situation des ménages *via* un « effet revenu » qui varie selon leur position financière nette et les modalités financières de leurs placements et de leur endettement (taux fixes ou variables, possibilités de renégociations). Enfin, dans un certain nombre de pays, les ménages peuvent tirer facilement parti d'une hausse du prix de leur logement (apporté en garantie) pour obtenir une augmentation du montant de leur crédit hypothécaire et affecter les liquidités ainsi « extraites » de leur patrimoine immobilier à des dépenses de consommation ⁶.

Après avoir dégagé quelques faits stylisés concernant les évolutions des prix des logements dans les pays industrialisés au cours des trente dernières années, nous passerons en revue les facteurs susceptibles d'expliquer l'origine du dynamisme récent des prix immobiliers, en accordant une attention particulière à l'impact des mutations du système de crédit au logement. Nous compléterons cette synthèse en proposant une analyse économétrique sur données de panel des déterminants de la croissance des prix des logements dans les pays industrialisés depuis le milieu des années quatre-vingt.

1. Une progression rapide des prix des logements au cours de la dernière décennie

Depuis 1970, les prix des logements dans les pays industrialisés, exprimés en termes réels, ont progressé à un rythme proche de 2 % en moyenne. L'intégration commerciale et financière croissante au cours des dernières décennies, en favorisant une diffusion plus large et plus rapide des chocs affectant l'activité, le revenu des ménages et les taux d'intérêt dans certains pays — notamment les États-Unis — aux autres pays développés, a significativement contribué à une corrélation plus forte des cycles immobiliers nationaux. Cette corrélation accrue est, notamment, sensible dans la réduction progressive de la dispersion des évolutions de prix réels des logements entre pays (5,7 points en moyenne en 2001-2003, contre près de 9 points dans les années soixante-dix) ⁷.

⁵ Cf. Clerc (2001) et Clerc et Pfister (2002) pour une présentation du canal large du crédit ou canal du bilan et Aoki et al. (2001) pour une application du mécanisme d'accélérateur financier au marché du logement au Royaume-Uni

⁶ Cf. Mésonnier (2004b) pour une revue des questions posées par le phénomène d'extraction hypothécaire (en anglais *mortgage equity withdrawal*)

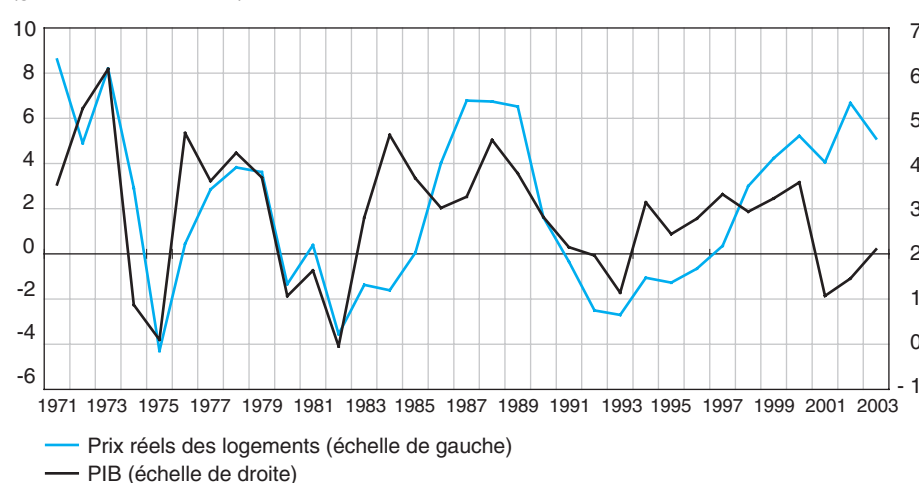
⁷ Le recours à des techniques statistiques plus sophistiquées (en l'occurrence un modèle à facteurs dynamiques inobservables) permet au Fonds monétaire international (FMI) (2004) d'estimer que les évolutions globales expliquent 40 % de la variance totale des prix de l'immobilier dans les pays industrialisés au cours des deux dernières décennies.

Les prix des logements dans les pays industrialisés de l'OCDE ont connu d'importantes fluctuations d'ensemble au cours de ces trois décennies, quatre phases d'expansion (1970-1974 ; 1977-1979 ; 1986-1989 et 1997-2003) étant suivies de trois phases de repli (1975, 1980-1984, 1991-1996). Leur volatilité s'est toutefois réduite sur la période : elle est passée de 7,8 % par an en 1980 à 7,0 % en 1990 et 4,7 % en 2000 ⁸.

Graphique 1

Évolution du PIB en volume et des prix réels des logements dans les pays industrialisés

(glissement annuel en %)



NB : Moyennes de 19 pays industrialisés pondérés par le PIB exprimé en parité de pouvoir d'achat

Sources : BRI, OCDE, Banque mondiale, calculs Banque de France.

La spécificité de la période récente tient à la longueur de la phase d'expansion au niveau agrégé (six ans en 2003) et au décalage entre l'accélération des prix immobiliers depuis 2001 et le repli de la conjoncture mondiale, alors que la corrélation entre évolution des prix et croissance du PIB avait été élevée jusque là (cf. graphique 1). Le boum actuel des prix des logements surprend aussi par son extension géographique. L'application d'une méthode statistique de détection des épisodes d'expansion et de krach conduit ainsi à estimer que les prix immobiliers ont connu une phase d'expansion exceptionnellement forte au cours de la période 1995-2003 dans la moitié des pays de notre échantillon (cf tableau 3 en annexe). En termes réels, les précédents pics ont été dépassés dans une dizaine de pays, dont l'Australie, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, les Pays-Bas et le Royaume-Uni.

⁸ Moyenne des volatilités nationales des taux de croissance annuels des prix, calculées sur une fenêtre glissante de dix ans

La progression moyenne au cours des dernières années masque toutefois une certaine diversité de situations selon les pays ⁹, qui subsiste en dépit de la tendance à une corrélation accrue. Sur la période la plus récente, la croissance des prix des logements a été particulièrement vive au Royaume-Uni, en Espagne, en Irlande, en Australie, ainsi que, jusqu'en 2000, aux Pays-Bas. Elle a été rapide, bien que moins forte, en France et aux États-Unis. Par contre, les prix réels des logements ont décliné en Allemagne et au Japon, les autres pays se situant dans une position intermédiaire (cf. tableau 1).

Tableau 1
Évolution récente des prix des logements dans les pays industrialisés

	Taux de croissance annuel moyen (prix réels)		
	Moyenne 1971-2003	Moyenne 1995-2003	Moyenne 1998-2003
Allemagne	0,1	- 1,2	- 0,8
Australie	2,8	5,9	8,8
Belgique	2,2	3,3	3,9
Canada	2,0	1,3	3,1
Danemark	1,0	4,7	3,3
Espagne	3,7	5,8	9,4
États-Unis	1,7	3,4	4,6
Finlande	0,9	4,0	3,7
France	1,8	3,9	7,5
Irlande	3,3	8,8	8,9
Italie	1,8	0,7	4,3
Japon	0,9	- 2,4	- 2,7
Norvège	1,6	5,7	5,2
Nouvelle-Zélande	0,5	1,4	1,0
Pays-Bas	2,7	6,9	7,2
Royaume-Uni	3,8	7,3	10,4
Suède	0,3	4,6	6,6
Suisse	0,1	- 1,1	1,1

Sources : BRI, OCDE, calculs Banque de France

Mi-2004, les prix continuent de progresser à un rythme jugé désormais peu soutenable dans plusieurs pays, dont la France (cf. Moëc, 2004), alors que le ralentissement est très net aux Pays-Bas depuis la fin de 2001, qu'un retournement semble avoir eu lieu en Australie au premier semestre 2004 (cf. Banque centrale d'Australie, 2004) et qu'il ne peut être écarté au Royaume-Uni où les transactions et certains indices de prix ont commencé à fléchir à l'automne 2004.

⁹ Il convient de rappeler que l'hétérogénéité des données de prix des logements disponibles rend les comparaisons entre pays difficiles ; ces dernières doivent donc être effectuées avec prudence. Ainsi, d'un pays à l'autre, les séries de prix des logements peuvent différer par leur source (institut national de statistique, fédération d'agents immobiliers, notaires), leur couverture géographique (territoire national ou principales villes), leur objet (maisons, appartements, neuf et/ou ancien), leur expression (prix au m² ou indice) et leur méthodologie (prix hédoniques, indices de ventes répétées, prix médian d'un échantillon de transactions, etc.). Pour une discussion de ces problèmes limitée aux pays européens, cf. BCE (2003)

2. Le rôle croissant des facteurs financiers

Les ménages font généralement l'acquisition d'un logement pour l'occuper et bénéficier de services de logement, mais aussi pour se constituer un patrimoine : la nature économique d'un bien immobilier est donc double. On peut aussi constater que les logements sont recherchés par des investisseurs, ménages ou sociétés, en comparant le rendement de cet actif particulier à celui d'autres actifs. La prise en compte de cette dualité du logement conduit à considérer deux orientations théoriques pour évaluer le niveau des prix des logements dans un pays donné : l'approche en termes de prix d'actif, qui privilégie l'aspect patrimonial et met en œuvre une pure logique d'arbitrage, et l'utilisation de modèles « structurels », qui intègrent les deux dimensions de rendement relatif de l'actif immobilier et d'utilité tirée du logement et mettent l'accent sur les déterminants de l'offre et de la demande de logements (cf. encadré).

Les principales approches de la valorisation des logements

La forte croissance des prix des logements dans plusieurs pays industrialisés au cours des dernières années invite à se demander si ces prix sont toujours en ligne avec les facteurs économiques fondamentaux ou bien si les logements sont actuellement surévalués par rapport à un niveau d'équilibre. Deux approches sont généralement mobilisées pour tenter de répondre à cette question : on peut soit considérer le logement comme un actif rapportant un revenu, à l'instar d'une action rapportant un flux de dividendes, soit construire un modèle structurel mettant en relation offre de logements et demande de services de logements.

Le prix du logement comme prix d'actif

Dans le cadre de la première approche, on fait une analogie entre un investissement dans l'immobilier et un investissement boursier (cf., par exemple, Weeken, 2004). Le logement est alors considéré comme un placement dont la valeur dépend du flux de revenus futurs anticipés (les loyers, analogues aux dividendes versés), actualisés à un taux qui intègre une prime de risque spécifique à un tel actif. En supposant que cette prime de risque k ainsi que le taux sans risque r^f qui composent ce taux d'actualisation R sont constants sur la durée de détention de l'actif, on peut écrire le prix d'équilibre de l'actif Ph_t^* à l'instant t en fonction des flux de revenus D_{t+j} comme :

$$Ph_t^* = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{D_{t+j}}{(1+R)^j}$$

Si, en outre, les revenus sont supposés croître à un taux constant g , l'équation précédente se simplifie :

$$Ph_t^* = \frac{D_t(1+g)}{(R-g)} = \frac{D_t(1+g)}{(r^f + k - g)}$$

Dans une étude publiée récemment par la Banque d'Angleterre, Weeken (2004) régresse le PER des logements britanniques sur le taux d'intérêt à long terme, assimilé au taux sans risque, et les flux de revenus locatifs non réinvestis. Il conclut que le résidu de l'équation, qui contient les fluctuations inobservables de la prime de risque, explique une part substantielle de la hausse des prix des logements britanniques par rapport aux loyers, aux côtés de la baisse des taux. Toutefois, le niveau estimé de la prime de risque ne paraît pas excessivement faible par rapport à celui de la fin des années quatre-vingt lors de la précédente bulle immobilière au Royaume-Uni. En conclusion, si le taux de croissance des prix des logements est perçu très clairement comme non soutenable, le niveau des prix, quant à lui, peut être jugé au début de 2004 plus proche de son niveau d'équilibre qu'il ne l'était à la fin des années quatre-vingt à la veille du dernier krach immobilier britannique. Pour la France, Moëc (2004) calcule la prime de risque sur l'investissement

immobilier et conclut qu'elle se situe à un niveau relativement élevé par rapport au niveau qu'elle pouvait avoir au plus fort de la bulle précédente, en 1990-1991. La rémunération exigée du risque semble toutefois se dégrader depuis 2000.

Cette approche séduit par sa simplicité, mais présente certaines limites (cf. Weeken, 2004, pour un exposé détaillé). Outre les problèmes pratiques de comparabilité des séries disponibles de loyers et de prix des logements ou d'indisponibilité éventuelle de séries en niveau, il convient de relever que les caractéristiques particulières du marché du logement — possibilité d'arbitrage limitée, indivisibilité de l'actif, substituabilité imparfaite de la location et de l'acquisition — ne permettent pas une convergence rapide vers le prix d'équilibre P^h .

Les modèles structurels

Les approches structurelles déterminent le prix du logement à partir d'équations d'offre et de demande de logement ou bien comme la solution du problème d'optimisation du choix de consommation de services de logement d'un agent représentatif¹. Dans le cadre de ces approches, on pose traditionnellement une équation de demande et une équation d'offre de logement. Les équations représentent souvent l'équilibre de « long terme » et peuvent être complétées, pour les besoins de l'estimation empirique, par une dynamique de court terme dans un cadre de modèle à correction d'erreur (cf., par exemple, McCarthy et Peach, 2004). L'offre est généralement décrite à l'aide de la Formation brute de capital fixe (FBCF) logement des ménages, des prix des terrains et des coûts de construction, mais elle peut être également influencée par le niveau des taux d'intérêt, dans la mesure où la construction nécessite un recours à l'emprunt. Le prix d'équilibre des logements est alors le prix qui permet à la demande de logements de s'ajuster au stock d'habitations, compte tenu de variables déterminant théoriquement la demande de logement comme, notamment, le revenu permanent des ménages et le coût d'usage du capital immobilier. Cette dernière variable représente le coût de la détention d'un logement pour un ménage représentatif qui s'est endetté pour acheter, compte tenu des distorsions fiscales, de la valorisation future anticipée et de la dépréciation (coût des réparations requises) du logement, soit par exemple :

$$u_t = P_t[(1 - \tau_t^y)(i_t + \tau_t^h) + \delta_t - E(\pi_t^h)]$$

Où u_t représente le coût d'usage et P_t le prix du logement. Le premier terme entre crochets désigne le taux d'intérêt du prêt au logement (i_t), corrigé de l'impact des taxes foncières (τ_t^h) et de l'impôt sur le revenu (τ_t^y , si les remboursements de prêts sont déductibles), le deuxième terme le taux de dépréciation du capital immobilier (δ_t) et le troisième l'appréciation future anticipée du prix du logement ($E(\pi_t^h)$).

En pratique, l'équation d'offre de logement, considérée comme relativement inerte à court ou moyen terme (voire à plus long terme si le rôle du foncier est prédominant), est souvent omise et seule une forme réduite de l'équation de demande de logement est utilisée. Le prix des logements s'exprime alors comme l'argument d'une équation de demande de logement inversée. Il est mis en relation avec le revenu des ménages ou d'autres mesures approchées de leur revenu permanent, des variables décrivant les conditions financières et/ou fiscales auxquelles les acquéreurs-emprunteurs font face, le nombre de ménages, etc.

Parmi les déterminants standards des modèles structurels des prix des logements, la diminution tendancielle des taux d'intérêt fournit une des pistes les plus pertinentes pour expliquer les évolutions récentes, compte tenu de leur niveau historiquement bas, à court comme à long termes, dans la première moitié de cette décennie. Les études empiriques disponibles confirment cette intuition (cf. graphique 2). McCarthy et Peach (2004) estiment ainsi, sur la base d'un modèle structurel incorporant une dynamique de long terme, que les prix du logement aux États-Unis ne sont pas actuellement surévalués, en raison du recul du coût d'usage du logement lié à la baisse des taux d'intérêt. Ayuso et Restoy (2003) développent un modèle des prix de l'immobilier comme prix d'actif dans le cadre d'une optimisation intertemporelle entre consommation et services de logement. Ils concluent que, si le modèle permet d'expliquer la première phase de hausse des prix de l'immobilier (1997-2000), en revanche, les prix immobiliers en 2002 seraient surévalués de 20 % en Espagne et au Royaume-Uni, contre 7 % aux États-Unis.

¹ Cette approche a été introduite par Poterba (1984).

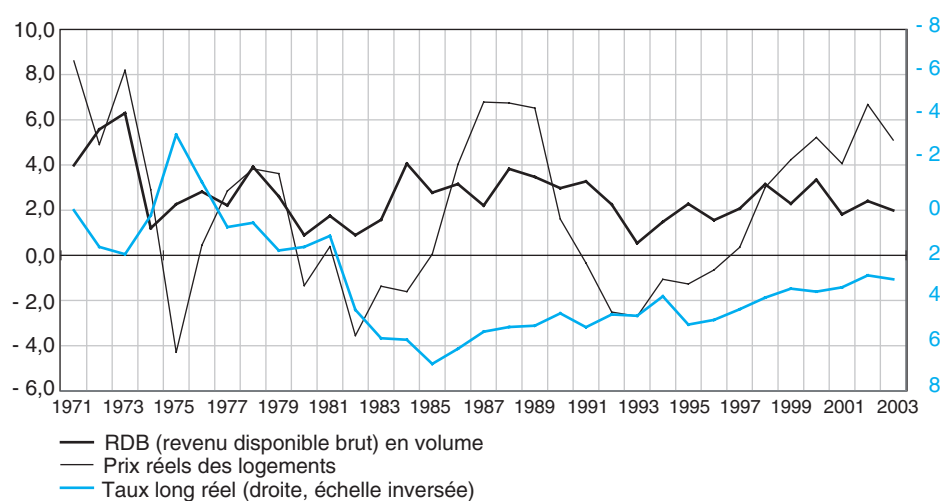
L'offre et la demande de logements évoluent en effet au cours du temps en fonction de nombreux facteurs, structurels et conjoncturels. Toutefois, une des caractéristiques de l'offre de logement est son inertie, liée à l'absence d'espace disponible (notamment en centre ville), à la nécessité d'obtenir une autorisation administrative pour construire et aux délais de construction¹⁰. Les prix immobiliers réagissent donc fortement à court terme aux variations de la demande de logement, qui est moins rigide que l'offre.

L'interaction étroite entre prix des logements et volume du crédit immobilier suggère un rôle important des facteurs financiers — contraintes de crédit et taux d'intérêt — dans la dynamique des prix du logement. Et ce d'autant plus que le comportement d'offre des banques semble avoir été significativement modifié par les évolutions de la réglementation du secteur financier qui ont marqué les deux dernières décennies. Une estimation économétrique réalisée sur un panel de pays industrialisés confirme enfin le rôle de la baisse tendancielle des taux d'intérêt dans les années quatre-vingt-dix et autorise l'hypothèse d'un effet d'offre de crédit.

Graphique 2

Évolution du revenu disponible brut des ménages en volume, des taux d'intérêt à long terme et des prix réels des logements

(glissement annuel en % ; taux d'intérêt en niveau)



NB : Moyennes des 19 pays industrialisés pondérés par le PIB exprimé en parité de pouvoir d'achat

Sources : OCDE, BRI, Banque mondiale, calculs Banque de France

¹⁰ L'élasticité de l'offre de logement aux prix immobiliers est ainsi faible, en particulier au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et au Danemark (Catte, Girouard, Price et André, 2004).

2.1. L'interaction entre prix des logements et crédit immobilier

La plupart des ménages doivent s'endetter pour acquérir un logement. Les conditions de crédit, qui dépendent à la fois de la réglementation en vigueur (réglementation prudentielle, protection des consommateurs, etc.), de la politique monétaire pour le niveau des taux d'intérêt et de la politique commerciale des banques dans un contexte concurrentiel et conjoncturel donné, jouent donc intuitivement un rôle déterminant dans la demande de logements et, par conséquent, l'évolution des prix immobiliers.

D'un point de vue théorique, la littérature souligne l'existence de non-linéarités liées aux conditions d'octroi du crédit au logement. Le dépassement ou le déplacement de certains seuils peut alors être à l'origine d'une dynamique déstabilisatrice des prix. Ainsi, Ortalo-Magné et Rady (2001) construisent un modèle à générations imbriquées et agents hétérogènes, avec accumulation de richesse au cours de l'existence et contraintes de crédit, qui met en évidence le rôle déstabilisateur d'une baisse des exigences en matière d'apport personnel — ou, de manière équivalente, de hausse du montant du prêt rapporté à la valeur du logement acquis à crédit (*loan to value ratio*). Une diminution durable de la part d'apport personnel exigée des banques est analogue à une hausse du revenu permanent et engendre, dans le modèle, un changement de régime au terme d'une période de transition marquée par un surajustement des prix. Les jeunes ménages déjà propriétaires d'un premier logement voient leur capacité d'achat d'un autre logement de qualité supérieure augmenter et accélèrent leurs transactions à mesure que les prix des logements augmentent, accroissant leur apport personnel pour un second achat.

L'hypothèse de surajustement des prix des logements à des chocs de revenus en présence de contraintes de crédit semble corroborée par certains travaux empiriques, notamment par Lamont et Stein (1997). Cette dernière étude, portant sur un échantillon de zones métropolitaines américaines, montre également que la réaction des prix réels des logements aux chocs de revenus est significativement plus forte dans les villes où les ménages bénéficient d'un levier d'endettement plus important — *i.e.* sont davantage endettés par rapport à leur patrimoine immobilier. Enfin, Muellbauer et Murphy (1997) suggèrent que les coûts de transaction associés à l'achat d'un logement, qui peuvent être pour partie associés à l'obtention d'un crédit bancaire, créent un effet de seuil. Lorsque l'appréciation des prix courants et anticipés des logements est suffisante, le revenu anticipé tiré d'un logement est tel que ce seuil est dépassé et qu'un nombre croissant de ménages s'engage dans une transaction immobilière.

En retour, les prix des logements affectent à la fois la demande et l'offre de crédit bancaire par les ménages. Côté demande, une hausse des prix des logements plus rapide que celle des ressources disponibles augmente mécaniquement le solde à financer par emprunt. Côté offre, les fluctuations des prix des logements, fréquemment apportés en garantie par les ménages qui sollicitent un crédit au logement, influent sur la disponibilité du crédit bancaire : une valeur plus élevée de la garantie réduit le risque moral dans la relation entre le prêteur et l'emprunteur et incite la banque à prêter davantage. En outre, l'anticipation d'une hausse de la valeur de la garantie peut conduire les banques à sous-estimer leur prise de risque

et, éventuellement, à afficher un comportement de « myopie face au désastre » d'autant plus prononcé que le dernier krach immobilier s'éloigne dans le temps. Empiriquement, Hofmann (2001) ¹¹ suggère l'existence d'une relation de long terme positive entre le crédit réel au secteur privé et les prix de l'immobilier dans la plupart des pays : l'étude des fonctions de réponse met clairement en évidence une interaction dynamique entre les deux variables ¹².

2.2. L'impact de la réglementation

Par ailleurs, dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, plusieurs évolutions sont susceptibles d'avoir déplacé les contraintes de crédit et pesé sur la prime de financement externe, en liaison avec la mutation des contraintes réglementaires : l'évolution de la concurrence dans le secteur bancaire, la diminution des coûts de transaction et l'assouplissement des conditionnalités demandées par les banques. Ces évolutions semblent avoir joué un rôle significatif dans l'accélération des prix des logements au cours de certains épisodes de booms des deux dernières décennies dans les pays industrialisés.

Le mouvement de libéralisation du système financier des pays industrialisés, qui a eu lieu dans les années quatre-vingt, a consisté principalement en une levée de l'encadrement du crédit, des contraintes pesant sur la fixation des taux d'intérêt débiteurs et une remise en cause de la spécialisation éventuelle des établissements de crédit (cf. tableau 3 en annexe). La libéralisation du système financier a eu pour conséquence un accroissement de la concurrence dans le secteur bancaire, faisant pression sur les taux débiteurs et favorisant l'innovation financière. Elle a pu également aboutir à des phénomènes de course aux parts de marchés, s'accompagnant d'une expansion du crédit, mais aussi d'une augmentation du niveau d'exposition aux risques des banques, puis d'une hausse transitoire des taux débiteurs pour couvrir des pertes supplémentaires (Northcott, 2004). En effet, des études empiriques reliant concurrence dans le secteur bancaire et niveau des taux d'intérêt débiteurs concluent à un lien positif entre concentration et niveau des taux pour les prêts (Corvoisier et Gropp, 2002, sur des pays européens), qui peut être mis en cause si des variables réglementaires (barrières à l'entrée) sont introduites (Demirgüç-Kunt, Laeven, Levine, 2003, sur 72 pays) ¹³. Ce renchérissement des prêts a pu contribuer à la fragilisation des emprunteurs au cours de certains épisodes de booms du crédit au logement, comme dans les pays scandinaves dans la seconde moitié des années quatre-vingt.

¹¹ Sur la base d'une modélisation VECM (modèle vectoriel à correction d'erreur) appliquée à seize pays

¹² De même, un rapport récent de la BCE (2003) relève que, même si les fluctuations des prix des logements ne fournissent probablement pas l'explication principale de l'évolution de l'endettement hypothécaire des ménages dans les pays de l'UE, l'interaction positive entre prix des logements et crédit hypothécaire semble avoir nettement contribué aux booms concomitants de l'immobilier et du crédit au Danemark, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni à la fin des années quatre-vingt-dix.

¹³ Au cours des années quatre-vingt-dix, le phénomène de concentration bancaire s'est traduit par une diminution du nombre d'établissements de crédit, qui est passé de 12 370 en 1990 à 8 130 aux États-Unis, de 1 981 à 1 067 en France et de 3 913 à 2 370 en Allemagne (source : OCDE).

Dans un certain nombre de pays, les mesures de déréglementation du système financier ont fréquemment été suivies d'épisodes de boums du crédit et de forte croissance des prix réels des logements (cf. tableau 3 en annexe). L'impact de la libéralisation financière sur la dynamique des prix immobiliers a été particulièrement sensible dans le cas des pays d'Europe du Nord, de la France et du Royaume-Uni à la fin des années quatre-vingt. Le boum du crédit au logement dans ces pays peut d'ailleurs être attribué tant aux mesures de libéralisation elles-mêmes qu'à l'accumulation d'un excès substantiel de demande de crédit au cours des années précédentes, du fait d'un rationnement sensible par les banques (cf. de Greef et de Haas, 2000) ¹⁴.

Dans les années quatre-vingt-dix, la réglementation prudentielle a évolué avec la mise en place de ratios financiers. Au niveau international, un ratio de solvabilité, rapportant les fonds propres réglementaires aux actifs pondérés, est entré en vigueur en 1993. L'impact *a priori* restrictif de ce ratio sur l'accroissement des actifs a néanmoins pu être contrebalancé pour ce qui est des crédits immobiliers par la pondération favorable des crédits garantis par une hypothèque sur un logement (50 %). Dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, la réglementation prudentielle a de nouveau évolué en incitant les banques à mieux prendre en compte et évaluer leur propre risque.

Enfin, le développement dans les années quatre-vingt-dix de nouvelles techniques financières de gestion des crédits, en particulier la titrisation, a permis de faciliter le financement des crédits immobiliers.

Plusieurs études empiriques ont mis en évidence l'impact de la déréglementation du crédit hypothécaire et du comportement d'offre des banques sur les prix immobiliers. Pour le Royaume-Uni, Muellbauer et Murphy (1997) suggèrent par exemple, sur la base de tests de rupture, que les taux d'intérêt et les anticipations de revenu sont ainsi devenues des déterminants plus importants des prix réels des logements après les mesures de déréglementation financière des années quatre-vingt. Une étude récente de la Banque des règlements internationaux (Tsatsaronis et Zhu, 2004), conduite sur dix-sept pays industrialisés ¹⁵ de 1970 à 2003, montre enfin l'importance des pratiques bancaires (crédits majoritairement à taux fixes ou à taux variables, exigences en termes d'apport personnel, méthode d'évaluation du bien immobilier pris en garantie) et des caractéristiques spécifiques du marché hypothécaire (titrisations, possibilité d'extraction de liquidités du patrimoine immobilier) dans la réaction des prix immobiliers aux chocs sur les taux d'intérêt, le PIB ou le volume du crédit bancaire. L'impact des taux d'intérêt à court terme — plus directement contrôlés par les banques centrales — a été ainsi plus fort dans les pays où les prêts hypothécaires sont majoritairement à taux variables, mais aussi où les pratiques commerciales des banques ont été plus agressives.

¹⁴ Bien entendu, il a fallu la conjonction de plusieurs autres facteurs pour déclencher et entretenir un cycle de boums et de krachs des prix des logements, comme une hausse des anticipations de revenu des ménages, une hausse de la pression démographique, comme au Royaume-Uni, ou un régime fiscal permettant la déduction des intérêts débiteurs du revenu imposable, comme dans les pays scandinaves.

¹⁵ Il s'agit des mêmes pays que dans le tableau 3, à l'exception de l'Autriche et de la Nouvelle-Zélande.

2.3. Une estimation économétrique

Une estimation économétrique sur un panel de dix-huit pays industrialisés ¹⁶ de l'OCDE permet d'illustrer le rôle respectif des différents déterminants potentiels des prix des logements.

Les études sur données de panel sont fréquentes dans la littérature sur les prix des logements. La technologie des régressions en panel, qui exploite à la fois la dimension temporelle et la dimension « inter-individuelle » d'une base de données portant sur plusieurs unités observées, permet de pallier la non-disponibilité, dans la plupart des pays, de données de prix des logements sur une durée suffisamment longue et à une fréquence infra-annuelle. À titre illustratif et nonobstant les limites inhérentes à une estimation sur un petit nombre d'individus observés, quelques études récentes recourent également à cette technique pour analyser les fluctuations des prix de l'immobilier résidentiel (FMI, 2004) ou commercial (Davis et Zhu, 2004) dans un ensemble restreint de pays (dix-huit et dix-sept pays, respectivement).

La littérature empirique souligne la présence d'une assez forte persistance des fluctuations des prix des logements, ainsi que d'une tendance au « retour à la moyenne » : lorsque le niveau des prix s'éloigne trop du niveau dicté par les facteurs fondamentaux, en particulier du niveau compatible avec le revenu disponible du ménage moyen, il tend à subir une force de rappel réduisant cet écart (cf. Lamont et Stein, 1999, Abraham et Hendershott, 1994, Muellbauer et Murphy, 1997). Abraham et Hendershott trouvent, par exemple, que ces deux facteurs expliquent environ 40 % de la variance des prix des logements dans une trentaine de villes américaines au cours des années 1977 à 1992. Au plan économétrique, la persistance du taux de croissance des prix immobiliers complique l'estimation. L'estimateur des moindres carrés ordinaires est en effet biaisé et non convergent si la variable dépendante retardée est utilisée comme régresseur. Une solution consiste à estimer l'équation par la méthode des moments généralisés (MMG), telle qu'elle a été appliquée aux données de panel dynamiques par Arellano et Bond (1991). Cette méthode présente également l'avantage de pallier les problèmes posés par l'endogénéité éventuelle de certaines des variables explicatives retenues (ainsi, la relation entre le taux de croissance du prix des logements et celui du crédit n'est pas *a priori* univoque, cf. Hofmann, 2001).

Le taux de croissance des prix réels des logements, une année donnée, est donc expliqué dans notre modèle par le taux de croissance l'année précédente et le ratio du prix des logements au revenu disponible réel par habitant qui joue le rôle de force de rappel. Les autres variables explicatives sont des « fondamentaux » que l'on attend en théorie, comme le taux de croissance du revenu disponible des ménages (par tête), censé représenter les fluctuations du revenu permanent, et le taux de croissance de la population, censé capter l'impact de la démographie sur la demande de logements. À la différence de l'étude du FMI (2004), nous considérons simultanément l'impact des variations du taux d'intérêt réel à court terme et de l'écart entre le taux long et le taux court (ce qui revient à introduire à la fois les taux courts et longs réels), comme variables déterminant la demande de crédit au logement *via* leur impact sur le coût d'usage du capital. La prise en compte des

¹⁶ Les pays considérés sont les mêmes que ceux de la note 2, à l'exception de l'Autriche.

taux d'intérêt à court et long termes s'impose, dans la mesure où coexistent, dans l'échantillon, des pays où les taux des crédits au logement sont majoritairement indexés sur des taux de marché à court terme — comme au Royaume-Uni, en Irlande et en Australie — et des pays où les taux d'intérêt à long terme pourraient mieux refléter le profil du taux d'escompte utilisé pour actualiser le flux de service de logement (Sutton, 2002). Nous introduisons également le taux de croissance du crédit réel au secteur privé comme *proxy* du crédit au logement. Compte tenu des imperfections du marché du crédit, une variable représentant le volume du crédit peut utilement compléter les variables de taux d'intérêt pour décrire l'accès des ménages au financement bancaire. L'introduction du taux de croissance contemporain du cours réel des actions répond au souci de capter, de façon simple, l'impact des fluctuations de la richesse financière des ménages, alors que la prise en compte de taux de croissance passés vise à rendre compte de résultats empiriques signalant un effet retardé des fluctuations boursières sur les prix de l'immobilier dans les pays industrialisés, avec un retard estimé de un à trois ans selon les études et les pays (Borio et McGuire, 2004, Van den End et Kakes, 2002). Enfin, nous incluons dans la liste des déterminants une variable indicatrice de déréglementation du crédit au logement, qui prend la valeur 1 après la date d'application de cette mesure pour chaque pays (cf. tableau 3 en annexe).

Une partie des données est indisponible pour certains pays et certaines années. Afin d'éviter que le nombre de pays utilisés dans la régression ne fluctue trop au cours de la période d'estimation, nous nous limitons aux années 1985-2002. Le tableau 2 ci-dessous présente les résultats de l'estimation pour une spécification de base (colonne 1) et deux alternatives (colonnes 2 et 3). Les résultats sont également rapprochés de ceux de l'étude du FMI déjà citée.

Les signes et les valeurs des coefficients sont généralement conformes aux attentes et, en particulier, comparables à ceux de l'étude du FMI obtenus sur une période d'estimation plus longue. Les termes qui décrivent la dynamique d'ajustement à l'équilibre sont très significatifs, ainsi que les trois variables financières (taux d'intérêt, pente de la courbe des taux et crédit bancaire).

Les taux de croissance du revenu disponible par habitant et de la population totale sortent avec le bon signe et un ordre de grandeur acceptable, mais n'apparaissent pas significatifs. Ce résultat peut s'expliquer, dans la mesure où le revenu courant est une mesure très imparfaite du revenu permanent et où la population totale n'est probablement pas une mesure des effets démographiques aussi pertinente que le nombre de ménages ou la part des jeunes ménages dans la population. En outre, d'un point de vue théorique, il est possible que les fluctuations des revenus des jeunes ménages « primo-accédants », souvent plus volatils que ceux de l'ensemble des ménages, jouent un rôle particulier (Ortalo-Magné et Rady, 2001). Toutefois, le revenu intervient significativement dans notre équation *via* le terme de rappel, ce qui correspond à l'intuition selon laquelle le revenu est un déterminant structurel plutôt que transitoire du niveau des prix des logements (cf. Tsatsaronis et Zhu, 2004).

Enfin, l'impact du cours des actions n'apparaît pas significatif, conformément aux résultats de Sutton (2004) ou de Tsatsaronis et Zhu (2004), qui estiment des modèles VAR pour un nombre plus restreint de pays, pas plus que celui de notre variable de libéralisation financière. Ce dernier résultat dépend toutefois vraisemblablement de la période d'estimation retenue, en très grande partie postérieure aux mesures de déréglementation dans un certain nombre de pays (cf. tableau 3). En conclusion, l'ensemble de ces résultats souligne donc un rôle majeur des évolutions monétaires et financières dans la dynamique des prix des logements depuis le milieu des années quatre-vingt.

Tableau 2

**Déterminants des prix des logements dans les pays industrialisés
(panel de 18 pays de l'OCDE)**

Variable dépendante : prix réel des logements, taux de croissance	M1 (1985-2002) 1	M2 (1985-2002) 2	M3 (1985-2002) 3	FMI (1971-2003) 4
Persistance :				
Prix réels des logements, taux de croissance (retardée)	0,33***	0,39***	0,34***	0,52***
Terme de rappel (ratio prix/revenu par tête retardé)	- 0,15***	- 0,17***	- 0,14***	- 0,14***
Revenu par tête, taux de croissance	0,53	0,49	0,66	0,53***
Population, taux de croissance	7,04	1,04	6,00	1,75***
Taux court réel	- 1,30***	- 1,42***	- 1,48***	- 0,51***
Term spread	- 1,30***	- 1,61***	- 1,20***	—
Crédit réel, taux de croissance	0,52***	0,40***	0,43***	0,11***
Cours réel des actions, taux de croissance	—	0,01	—	—
Cours réel des actions, taux de croissance (retardée)	—	—	0,2	0,033***
Libéralisation (indicatrice)	—	- 0,11	- 1,89	—
Crise bancaire (indicatrice)	—	—	—	- 2,43***
Nombre d'observations	288	288	288	524
Sargan (p-value)	0,25	0,13	0,14	—
Arellano-Bond (p-value)	0,81	0,74	0,80	—

NB : Les symboles ***, **, * désignent un seuil de significativité à 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. Le test de Sargan est le test d'acceptation des restrictions sur-identifiantes, qui valide le choix des variables instrumentales utilisées dans la MMG. Le test d'Arellano et Bond (1991) est un test d'absence d'autocorrélation des différences secondes des résidus. L'estimation par la MMG est effectuée sur l'équation en différence et les variables sont instrumentées par leurs deuxième et éventuellement troisième retards en niveau, sauf pour l'indicatrice de libéralisation qui est instrumentée par elle-même.

Sources : BRI pour les prix des logements, OCDE pour les autres variables

En conclusion, l'analyse des évolutions récentes, quelles que soient les approches retenues, met en évidence le rôle particulier des facteurs financiers, au sens large, dans la hausse des prix des logements. En particulier, une analyse économétrique sur un échantillon de dix-huit pays au cours des années 1985 à 2002 confirme l'impact des taux d'intérêt à court et long termes et accrédite l'hypothèse d'un effet d'offre de crédit bancaire, dans le nouvel environnement qui a peu à peu émergé des mesures de déréglementation du système financier.

Au cours des années quatre-vingt-dix et avec des conséquences variables selon les pays, l'assouplissement de la politique monétaire avec l'achèvement du processus de désinflation entamé au début des années quatre-vingt, la libéralisation du système financier, éventuellement engagée dans les années quatre-vingt, et le renforcement de la concurrence dans le secteur bancaire qui en a résulté ont contribué à accentuer les effets sur les marchés du logement de la hausse des revenus des ménages et de la démographie. Ces évolutions ont pu favoriser l'émergence de déséquilibres macro-financiers, qui ont alimenté en retour le débat toujours d'actualité sur l'opportunité d'une réaction de la politique monétaire aux fluctuations des prix d'actifs en général, des prix immobiliers en particulier ¹⁷.

¹⁷ Sur la question de la relation entre les objectifs de stabilité financière et de stabilité monétaire des banques centrales, cf., par exemple, Mésonnier (2004a)

Annexe

Tableau 3
Mesures de libéralisation du crédit au logement
et épisodes de boums des prix des logements

	Date	Type de mesure	Boums sur les prix réels des logements
Allemagne	1967	Déréglementation des taux d'intérêt	–
Australie	1986	Déréglementation des taux d'intérêt	1987-1990 ; 2000-2003
Autriche	1980	Déréglementation des taux d'intérêt	NA
Belgique	1977	Libéralisation partielle des marchés financiers	1975-1979
Canada	1967	Déréglementation des taux d'intérêt ; levée des limites au financement bancaire	1972-1975 ; 1986-1989
Danemark	1982	Déréglementation des taux d'intérêt ; libéralisation des contrats de prêt immobilier	1983-1986 ; 1996-1998
Espagne	1987	Déréglementation des taux d'intérêt	1985-1991
États-Unis	1984	Déréglementation des taux d'intérêt, suppression totale de la réglementation Q	–
Finlande	1986-1987	Déréglementation des taux d'intérêt ; suppression du contrôle quantitatif du crédit logement	1986-1989 ; 1995-1998
France	1987	Suppression de l'encadrement du crédit	1999-2003
Irlande	1985	Déréglementation des taux d'intérêt	1977-1980 ; 1995-2001
Italie	1988	Suppression définitive du contrôle quantitatif du crédit logement	1972-1976 ; 1979-1981 ; 1987-1991
Japon	1994	Déréglementation complète des taux d'intérêt	1971-1974 ; 1985-1990
Norvège	1985	Déréglementation des taux d'intérêt et levée du contrôle du crédit (1984)	1984-1987 ; 1994-1996 ; 1999-2000
Nouvelle-Zélande	1984	Déréglementation des taux d'intérêt et levée d'éléments de contrôle du crédit	1971-1975
Pays-Bas	1980	Déréglementation des taux d'intérêt	1974-1978 ; 1996-2002
Royaume-Uni	1986	Autorisation donnée aux <i>Building Societies</i> d'étendre leur activité de prêt au logement ; levée de l'encadrement du crédit au logement	1971-1974 ; 1978-1980 ; 1985-1990 ; 1997-2003
Suède	1985	Déréglementation des taux d'intérêt et levée des limites quantitatives du crédit	1987-1990 ; 1998-2001
Suisse	1977	Libéralisation du secteur financier très avancée	1971-1973 ; 1987-1989

Sources : Colonnes 2 et 3 : Debelle (2004), BCE (2003), Girouard et Blöndal (2001), Mehrez et Kaufmann (1999).

Colonne 4 : épisodes de boums sur les prix réels des logements estimés par la méthode statistique de Bordo et Jeanne (2002). L'identification des périodes de boums s'appuie sur la distribution de la croissance des prix réels des logements dans 18 pays au cours de la période 1971-2003. Un boum est identifié au cours des années A – 2 à A si le taux de croissance moyen au cours de ces trois années est situé dans les deux déciles supérieurs de cette distribution.

Bibliographie

Abraham (J. M.), Hendershott (P. H.) (1994) : « *Bubbles in metropolitan housing markets* », *National Bureau of Economic Research (NBER), Document de travail*, n° 4774, juin

Aoki (K.), Proudman (J.), Vlieghe (G.) (2002) : « *House prices, consumption and monetary policy: a financial accelerator approach* », Banque d'Angleterre, *Document de travail*, n°169

Arellano (M.), Bond (S R.) (1991) : « *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations* », *Review of Economic Studies*, vol. 58, pp. 277-297

Ayuso (J.), Restoy (F.) (2003) : « *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach* », Banque d'Espagne, *Document de travail*, n° 0304

BCE (2003) : « *Structural factors in the EU Housing markets* », Francfort-sur-Main, mars 2003

Bordo (M.), Jeanne (O.) (2002) : « *Boom-busts in asset prices, economic instability and monetary policy* », *Centre for Economic Policy Research (CEPR), Papier de discussion*, n° 3398, mai

Borio (C.), McGuire (P.) (2004) : « *Twin peaks in equity and housing prices ?* », *BRI, Revue trimestrielle*, pp. 79-93, mars

Case (K. E.), Quigley (J. M.), Shiller (R. J.) (2001) : « *Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market* », *NBER, Document de travail*, n° 8606, novembre

Catte (P.), Girouard (N.), Price (R.), André (C.) (2004) : « *Housing markets, wealth and the business cycle* », OCDE, Economic Department, *Document de travail*, n° 394

Clerc (L.) (2001) : « *Le cycle du crédit, une revue de la littérature : intermédiation, prime de financement externe et politique monétaire* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 94, pp. 43-62, octobre

Clerc (L.), Pfister (C.) (2002) : « *Les facteurs financiers dans la transmission de la politique monétaire* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 108, pp. 59-79, décembre

Corvoisier (S.), Gropp (R.) (2002) : « *Bank concentration and retail interest rates* », *Journal of Banking and Finance*, 26(11), p. 2155-2189

Davis (E. P.), Zhu (H.) (2004) : « *Bank lending and commercial property cycles: so e cross-country evidence* », *BRI, Document de travail*, n° 150, mars

Debelle (G.) (2004) : « *Macroeconomic implications of rising household debt* », *BRI, Document de travail*, n° 153, juin

Deep (A.), Domanski (D.) (2002) : « *Housing markets and economic growth: lessons from the US refinancing boom* », BRI, *Revue trimestrielle*, pp. 37-45, septembre

De Greef (I. J. M.), De Haas (R. T. A.) (2000) : « *Housing prices, bank lending and monetary policy* », Banque nationale du Danemark, *Document de travail*, septembre

Demirguç-Kunt (A.), Laeven (L.), Levine (R.) (2003) : « *Regulations, market structure and the cost of financial intermediation* », Banque mondiale, *Policy Research, Document de travail*, n° 3030

FMI (2004) : « *What explains the recent run-up in house prices ?* », *World Economic Outlook*, chapitre II, automne

Girouard (N.), Blöndal (S.) (2001) : « *House prices and economic activity* », OCDE, *Document de travail*, n° 279, janvier

Hofmann (B.) (2001) : « *The determinants of private sector credit in industrialised countries : do property prices matter ?* », BRI, *Document de travail*, n° 108, décembre

Lamont (O.), Stein (J.) (1997) : « *Leverage and house price dynamics in US cities* », NBER, *Document de travail*, n° 5961, mars

McCarthy (J.), Peach (R. W.) (2002) : « *Monetary Policy transmission to residential investment* », Système fédéral de réserve, *Economic Policy Review*, pp. 139-58, mai

McCarthy (J.), Peach (R. W.) (2004) : « *Are home prices the next "bubble" ?* », Système fédéral de réserve, *Economic Policy Review*, pp. 1-17, décembre

Mehrez (G.), Kaufmann (D.) (1999) : « *Transparency, liberalization and financial crises* », Banque mondiale, *Document de travail*, août

Mésonnier (J. S.) (2004a) : « *Le paradoxe de la crédibilité en question* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 122, pp. 65-88, février

Mésonnier (J. S.) (2004b) : « *Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ?* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 132, pp. 43-57, décembre

Moëc (G.) (2004) : « *Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 129, pp. 45-58, septembre

Muellbauer (J.), Murphy (A.) (1997) : « *Booms and busts in the UK housing market* », CEPR, *Papier de discussion*, n° 1615

Northcott (C. A.) (2004) : « *Competition in banking* », Banque du Canada, *Document de travail*, n° 2004-24

Odonnat (I.), Rieu (A. M.) (2003) : « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France, 3, p.68-81

Ortalo-Magné (F.), Rady (S.) (2001) : « *Housing market dynamics: on the contribution of income shocks and credit constraints* », CEPR, *Papier de discussion*, n° 3015, octobre

Poterba (J.) (1984) : « *Tax subsidies to owner-occupied housing: an asset market approach* », *Quarterly Journal of Economics*, 98, 4 (novembre), pp. 731-52

Reserve Bank of Australia (2004), *Financial Stability Review*, septembre

Sutton (G. D.) (2002) : « *Explaining changes in house prices* », BRI, *Revue trimestrielle*, septembre 2002

Tsatsaronis (K.), Zhu (H.) (2004) : « *What drives housing prices dynamics: cross country evidence* », BRI, *Revue trimestrielle*, mars

Van den End (J.W.), Kakes (J.) (2002) : « *De sammenhang tussen beurskoersen en huizenprijzen* », Banque nationale de Belgique, *Document de travail*, septembre

Weeken (O.) (2004) : « *Asset pricing and the housing market* », Banque d'Angleterre, *Revue trimestrielle*, printemps

Le premier bilan de la médiation bancaire

Depuis plusieurs années, certains établissements avaient désigné, de leur propre initiative, des médiateurs pour régler les différends avec leur clientèle. La médiation bancaire, qui a été généralisée et rendue obligatoire par une loi du 11 décembre 2001 mise en œuvre à compter de décembre 2002, a pour objectif d'améliorer les relations entre les banques et leurs clients. Désormais, chaque établissement de crédit doit désigner un médiateur indépendant, dont le rôle est de résoudre les litiges susceptibles de survenir avec la clientèle à propos de la gestion des comptes de dépôt, des ventes liées et des ventes avec primes.

L'instance de supervision de ce nouveau dispositif est le Comité de la médiation bancaire, qui est composé de cinq membres et dont le président est le gouverneur de la Banque de France. Les autres membres du Comité sont des personnalités qui représentent les organisations de consommateurs et les établissements de crédit ou sont choisis en raison de leur compétence. Le secrétariat du Comité est assuré par la Banque de France.

Ce Comité est plus particulièrement chargé de préciser les modalités d'exercice de l'activité des médiateurs, en veillant notamment à garantir leur indépendance. Destinataire des comptes rendus d'activité que chaque médiateur doit établir chaque année, il doit également dresser un bilan annuel de la médiation bancaire, qui est aujourd'hui publié pour la première fois au titre de l'exercice 2003.

La préparation de ce bilan, qui a été élaboré à partir des comptes rendus d'activité des médiateurs, mais aussi des résultats d'une enquête menée en 2003 auprès des établissements de crédit sur les modalités de mise en place du dispositif, a d'ores et déjà conduit le Comité à publier une première série de recommandations générales à l'intention des établissements de crédit et des médiateurs.

Sylvie PEYRET
*Direction de la Surveillance des relations
entre les particuliers et la sphère financière*

NB : Le bilan de la médiation bancaire est disponible sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr).

1. Les modalités de mise en place du dispositif de médiation

Même si l'entrée en vigueur des dispositions légales a été différée, pour ce qui concerne la gestion des comptes de dépôt, par la loi de sécurité financière, le dispositif de médiation institué par la loi portant mesures urgentes de réformes à caractère économique et financier (MURCEF) a néanmoins été *de facto* appliqué dans un contexte différent, celui de la « charte relative aux conventions de comptes de dépôt », qui a été signée en janvier 2003 par la Fédération bancaire française et La Poste et qu'elles se sont engagées à faire respecter.

Les résultats de l'enquête menée par le Comité de la médiation bancaire auprès de l'ensemble des établissements de crédit afin de connaître les conditions dans lesquelles s'est mise en place la médiation mettent, tout d'abord, en évidence que la quasi-totalité des établissements qui gèrent des comptes de dépôt ont désigné un médiateur. Les modalités de désignation des médiateurs ne sont toutefois pas uniformes : si 56 % des établissements ont choisi de désigner un médiateur « pour compte propre », la plupart des groupes ayant décidé d'avoir recours à un médiateur unique pour l'ensemble du groupe, 44 % d'entre eux ont choisi de recourir au service de médiation « pour compte commun » mis en place par certains organismes professionnels (Fédération bancaire française et Association française des sociétés financières).

Le *champ de compétence* des médiateurs constitue un indicateur important de la portée que les établissements souhaitent accorder au dispositif de médiation. L'analyse de ce champ de compétence fait ressortir une répartition équilibrée entre « compétence limitée » et « compétence étendue » : 50 % des établissements ont cantonné le champ d'action du médiateur aux domaines précisés par la loi, alors que l'autre moitié a choisi d'étendre, parfois de manière maîtrisée, la compétence du médiateur à des domaines autres que ceux prévus par la loi.

Quant à la *valeur contraignante des avis* du médiateur, il s'avère que très rares sont les cas dans lesquels les établissements s'engagent formellement à suivre, sans restriction, les avis du médiateur. Il faut toutefois nuancer cette constatation par l'examen du suivi des préconisations des médiateurs, présenté dans leurs rapports d'activité, qui fait apparaître que, dans la très grande majorité des cas, ces dernières sont prises en compte par les établissements, même s'ils ne s'y étaient pas préalablement engagés.

L'analyse de l'expérience professionnelle des médiateurs met en évidence un certain nombre de *profils* privilégiés : les médiateurs ont fréquemment été choisis parmi des membres retraités de la fonction publique, d'anciens juges consulaires, des directeurs de banque ou de la Banque de France ayant cessé leur activité professionnelle, mais aussi parmi des personnalités qui possèdent des compétences reconnues dans le domaine de la protection du consommateur, des universitaires ou des juristes. Si cette énumération dénote la volonté des établissements de crédit de faire appel à un médiateur dont l'indépendance sera indiscutable aux yeux de leur clientèle, on relève cependant que quelques établissements très minoritaires ont désigné l'un de leurs salariés ou un salarié d'une société du groupe pour occuper cette fonction. Cette option fait à l'évidence difficulté au regard de l'indépendance du médiateur.

L'un des autres aspects importants de l'exercice de la fonction de médiateur est la *durée du mandat* qui, d'après les informations les plus fréquemment recensées, est d'un an renouvelable ou de deux ans. La loi n'a fixé aucune règle en la matière. Toutefois, une durée relativement longue, de l'ordre de deux ou trois ans, comme l'a recommandé la Commission européenne, apparaît être un élément important pour assurer l'indépendance du médiateur.

Si un mandat long est essentiel au bon exercice de sa mission par le médiateur, les *moyens* mis à la disposition de ce dernier sont également primordiaux. Sur ce point, les situations s'avèrent extrêmement disparates. Très généralement, ce sont les services « clientèle », les services « qualité » ou les services juridiques qui apportent leur soutien logistique au médiateur. S'il convient de souligner l'importance des moyens octroyés en propre par certains établissements à leur médiateur (par exemple, trois cadres supérieurs et un secrétariat ou quinze personnes au total dans certains établissements de grande taille), à l'opposé, d'autres établissements indiquent qu'aucun moyen particulier n'est mis à la disposition de leur médiateur.

Une condition de mise en place de la médiation sur laquelle une attention particulière doit être apportée est la *communication* destinée aux clients. Elle emprunte très généralement le canal des conventions de compte et des relevés de compte (comme précisé par la loi). Toutefois, l'existence d'une mention permanente sur les relevés n'apparaît pas être la règle générale. Il semble que l'information n'a parfois été communiquée qu'à l'occasion de la mise en place du dispositif et qu'elle n'a fait ensuite l'objet que de rappels épisodiques. Par ailleurs, certaines pratiques spécifiques font obstacle à une saisine directe du médiateur : des établissements ont ainsi très clairement mentionné que la saisine du médiateur transite par le service « clientèle » ou le service « qualité ». Ces observations relatives au manque de transparence du dispositif dans certains établissements sont à l'origine de l'une des recommandations formulées par le Comité.

2. Analyse de l'activité et du rôle des médiateurs en 2003

Le *volume global des réclamations* reçues par les médiateurs au titre de l'exercice 2003 apparaît, en première analyse, relativement faible puisqu'il s'élève à 23 143 courriers, tous établissements confondus. Toutefois, ce nombre n'est pas négligeable si l'on tient compte à la fois de la nouveauté du dispositif et des conditions difficiles de sa mise en place, dans un contexte de suspension des dispositions légales se rapportant à l'essentiel du domaine de la médiation. Par ailleurs, l'examen de la répartition du nombre de réclamations par établissements met en évidence des différences notables que les entités concernées expliquent par les délais relativement longs de mise en place du dispositif dans leur établissement.

Les modalités de traitement de ces réclamations font apparaître que 25 % ont été déclarées irrecevables, alors que 60 % ont été renvoyées vers les services « clientèle » ou « qualité », dans la mesure où le médiateur a estimé qu'une intervention de ces derniers devait permettre d'apporter une réponse à la réclamation ; il apparaît en effet que, dans certains cas, aucun véritable litige n'existait. Ce sont donc 15 % des réclamations (soit 3 522) qui ont été estimées « recevables » et ont fait l'objet d'un traitement par le médiateur.

Même s'il est difficile de présenter, à l'occasion de ce premier bilan, une analyse exhaustive des *thèmes abordés*, en raison du caractère parfois disparate des données communiquées, il est toutefois possible de dessiner une tendance et de dresser une liste de ces principaux thèmes, qui sont :

- le fonctionnement des comptes de dépôt,
- la tarification des services,
- la gestion de valeurs mobilières et les placements,
- les crédits,
- les moyens de paiement.

Il ressort très clairement des comptes rendus d'activité que les litiges concernant les ventes groupées et les ventes avec primes, qui font pourtant l'objet de dispositions spécifiques dans la loi MURCEF, sont pratiquement inexistantes.

L'analyse des *délais de réponse* montre que ces derniers se situent dans les normes fixées par la loi, qui laisse au médiateur deux mois pour statuer à compter de sa saisine. La moyenne observée, qui s'élève à 40 jours, se situe nettement en deçà de ce maximum légal.

En ce qui concerne le *contenu de ces réponses*, les décisions prises par les médiateurs font apparaître une légère prépondérance des conclusions défavorables au demandeur : 53 % ont fait l'objet de conclusions défavorables au client, alors que 47 % des dossiers ont fait l'objet de conclusions totalement ou partiellement favorables au client (dont 35 % entièrement favorables et 12 % partiellement favorables). Cette analyse globale doit toutefois être nuancée, car elle recouvre des situations différentes selon les établissements, certains d'entre eux mettant l'accent sur des taux de réponses favorables supérieurs à 60 %, alors que d'autres soulignent un taux d'avis défavorables dépassant la moyenne calculée sur l'ensemble des comptes rendus d'activité.

Le jugement qui se dégage quant à la portée du *rôle du médiateur* s'avère globalement très positif, une grande majorité de comptes rendus soulignant le fait que l'intervention de ce dernier a permis de débloquer des situations tendues et d'aboutir ensuite à une solution, là où les positions respectives étaient figées. Quelques rapports soulignent que, de ce fait, les relations repartent sur un mode normalisé, non conflictuel, une telle situation permettant, *in fine*, à l'établissement de crédit concerné de conserver son client.

Le médiateur joue également un rôle essentiel vis-à-vis des services puisque ses décisions sont signalées comme ayant un effet dit « incitatif » : on observe que le dossier envoyé par le médiateur vers une agence sera généralement réglé relativement vite ; de la même manière, certaines réclamations en suspens depuis un certain temps ont reçu des réponses dès lors que le médiateur s'est trouvé saisi : en effet, ce dernier sait orienter les dossiers vers les services compétents afin de leur assurer le traitement optimal.

Enfin, élément significatif de leur qualité, les avis rendus par le médiateur peuvent servir de référentiel aux services « clientèle » qui en tiennent compte pour le traitement de dossiers ultérieurs.

3. Interventions du Comité de la médiation bancaire

Outre les interventions qu'il a été amené à faire ponctuellement dans le cadre de réponses à des courriers et à l'occasion desquelles il a rappelé quelles attributions lui ont été confiées par le législateur (et, notamment, qu'en aucun cas il ne saurait s'ériger en instance d'appel des positions prises par tel ou tel médiateur), le Comité de la médiation bancaire est intervenu afin d'élargir l'obligation de désignation d'un médiateur à l'ensemble des établissements de crédit, quel que soit leur type de clientèle — particuliers ou entreprises — pour ce qui concerne les litiges relatifs aux ventes groupées et aux ventes avec primes.

À l'occasion de la publication de son premier bilan, le Comité a adressé aux établissements de crédit et aux médiateurs, conformément aux pouvoirs qui lui ont été octroyés par la loi, un certain nombre de recommandations qui visent à :

- assurer l'impartialité du médiateur, qui, notamment, ne doit pas être placé en position de subordination par rapport à l'établissement de crédit qui l'a désigné ;
- garantir la transparence du dispositif, en précisant que les courriers adressés au médiateur doivent lui parvenir directement grâce à la mise à disposition de coordonnées qui lui sont propres, ces coordonnées devant obligatoirement être portées à la connaissance des clients et, en particulier, par une mention sur les relevés de comptes visible et régulièrement rappelée ;
- renforcer l'efficacité de la médiation, ce qui implique que le champ de compétence du médiateur couvre, outre les pratiques de ventes liées et de ventes avec primes, tous les différends relatifs aux comptes de dépôt, même en l'absence de convention de compte signée par le client.

Le texte de ces premières recommandations générales adressées par le Comité aux établissements de crédit et aux médiateurs est intégralement reproduit ci-après.

COMITÉ DE LA MÉDIATION BANCAIRE

Le 18 octobre 2004

**RECOMMANDATIONS AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT
ET À LEURS MÉDIATEURS**

Vu la loi n° 2001-1168 du 11 décembre 2001 ;

Vu le décret n° 2003-193 du 5 mars 2003 ;

Vu la recommandation de la Commission européenne du 30 mars 1998 ;

Après en avoir délibéré,

Le Comité de la médiation bancaire, qui a reçu de la loi la mission de préciser les modalités d'exercice de l'activité des médiateurs, adresse les recommandations suivantes aux établissements de crédit et à leurs médiateurs, en se référant notamment aux principes d'indépendance, de transparence et d'efficacité fixés par la recommandation susvisée de la Commission européenne.

I – Afin que soit assurée l'impartialité de l'action du médiateur, ce dernier ne doit pas être placé sous la subordination de l'établissement de crédit qui l'a désigné ou d'une filiale de cet établissement, ni avoir travaillé pour cet établissement ou une de ses filiales au cours des trois dernières années précédant son entrée en fonction.

Dans le cadre de son activité de médiation, il ne doit recevoir aucun ordre de la part de cet établissement. Tout manquement à cette règle doit être immédiatement signalé par le médiateur au Comité de la médiation bancaire.

II – L'accès du client à la procédure doit être garanti, ce qui implique que les établissements de crédit veillent à ce que les courriers adressés au médiateur lui parviennent directement grâce à la mise à disposition de coordonnées (« boîte aux lettres ») qui lui sont propres et que le client ne soit pas obligé de passer par l'intermédiaire d'un tiers pour présenter sa demande de médiation. Ces coordonnées doivent être obligatoirement portées à la connaissance des clients, notamment par des mentions visibles sur les relevés de compte. Ces mentions doivent faire l'objet de rappels périodiques, étant précisé que l'utilisation à cet effet des relevés de compte n'exclut pas l'utilisation d'autres supports.

Le client peut se faire assister par un conseil de son choix.

III – Le dispositif de médiation institué par la loi s'applique actuellement aux ventes liées et aux ventes avec primes, ce qui doit conduire tout établissement potentiellement concerné, effectuant des opérations de banque avec une clientèle, à désigner un médiateur. Par ailleurs, afin de faciliter et d'améliorer le dialogue entre les établissements et leurs clients, il est souhaitable, comme le prévoit la loi précitée et comme c'est d'ailleurs déjà le cas dans la plupart des établissements, que le champ de compétence des médiateurs couvre tous les différends concernant des comptes de dépôt.

En l'absence de convention de compte écrite avec un client particulier, il est également souhaitable que le médiateur puisse être saisi par celui-ci de tous les litiges entrant dans le champ de la convention de compte formalisée par l'établissement et proposée notamment à ses nouveaux clients ainsi, bien entendu, que de tout différend portant sur une vente liée ou une vente avec primes.

Christian NOYER

Les opérations de pension livrée tripartites

Le marché de la pension livrée (repo dans la dénomination anglo-saxonne) représente un segment important et dynamique du marché monétaire de la zone euro. Le recours aux opérations de repo permet aux banques commerciales de se financer, ou de placer leurs excédents de trésorerie, sur le marché interbancaire en minimisant le risque de crédit. L'apport de garanties par la contrepartie emprunteuse, sous la forme le plus souvent de titres d'État dont la propriété est effectivement transférée au prêteur pendant la durée de l'opération, offre une sécurité très grande et limite, de ce fait, le risque de crédit à celui correspondant aux actifs sous-jacents. Les opérations de repo constituent un standard très répandu, notamment pour les opérations de fourniture de liquidité des banques centrales dans l'Eurosystème. Comme l'ont montré les enquêtes sur le marché monétaire publiées par l'Eurosystème depuis 1999, le segment interbancaire du repo connaît une croissance régulière de ses volumes, ainsi qu'une extension des opérations entre banques des différents pays de la zone euro.

Les opérations de repo tripartites, qui ne constituent pour le moment qu'une fraction limitée du volume des opérations de repo, se caractérisent par le fait qu'elles font intervenir une partie tierce, l'agent tripartite qui a la charge de la gestion des garanties.

On ne saurait, pour autant, réduire les opérations tripartites à ces modalités spécifiques de gestion des garanties. Par rapport au marché du repo bilatéral, les opérations tripartites offrent des possibilités d'utilisation d'un éventail beaucoup plus large de titres sous-jacents comme garanties. Par rapport aux opérations en blanc, elles permettent d'optimiser le coût de financement des banques sur le marché interbancaire, tout en réduisant les besoins en capital grâce à l'optimisation du risque de crédit. Du point de vue de l'organisation des back-offices, les opérations tripartites permettent également des économies d'échelle importantes, dans un contexte de complexité persistante des opérations de règlement-livraison de titres au niveau européen et d'industrialisation de l'activité de conservation. À ce titre, les opérations de repo tripartites constituent une alternative de choix aux opérations traditionnelles de trésorerie interbancaire, qu'il s'agisse des dépôts en blanc ou des opérations de pension livrée bilatérales. Elles apportent également de nouvelles opportunités en matière de gestion des opérations de trésorerie aux institutions non bancaires, comme les Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et autres institutions financières.

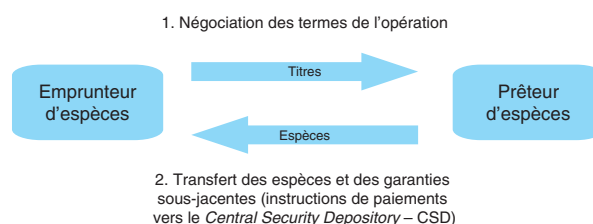
L'objet de cet article est de présenter les modalités de fonctionnement du marché du repo tripartite, la structure et les caractéristiques de ce marché et, enfin, ses principaux facteurs de développement et ses perspectives d'évolution.

Alexandre CHAILLOUX
*Direction des Opérations de marché
Service de Suivi et d'Animation des marchés*

NB : Cet article a bénéficié de la contribution de plusieurs praticiens du marché du repo tripartite. Nous tenons à remercier, tout particulièrement, Cyril Louchtchay d'Ixis-CIB pour sa collaboration.

1. Le repo tripartite : principales modalités de fonctionnement du marché

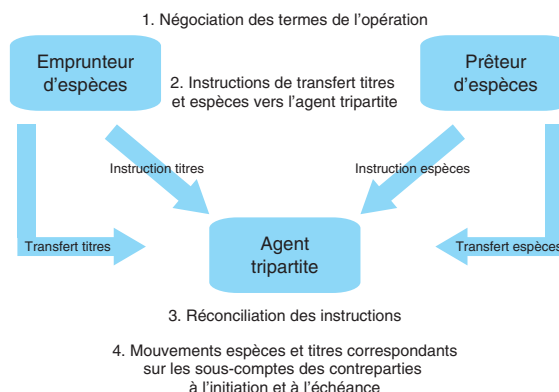
Les opérations de pension livrée bilatérales consistent en un échange de liquidités contre garanties titres entre deux contreparties. L'emprunteur d'espèces fournit au prêteur des garanties, dont la propriété est contractuellement et matériellement transférée au prêteur durant la durée de l'opération.



Les conditions afférentes à cette mise en garantie de titres sont précisées par un contrat juridique. Les contrats les plus utilisés sont les contrats cadre Association française des banques (AFB), les conventions *Public Securities Association/International Securities Market Association* (PSA/ISMA) (*Global Master Repurchase Agreement* – GMRA), ainsi que le nouvel accord européen *European Master Agreement* (EMA). Ces conventions précisent, en particulier, les modalités de transfert définitif de la propriété des garanties en cas de manquement par le débiteur à ses obligations de remboursement, ainsi que les dispositions afférentes au maintien de la valeur de marché des garanties à hauteur des espèces prêtées, grâce à des mesures de contrôle des risques, telles que les appels de marge, les décotes ou « *haircuts* » appliquées à la valeur des titres, ainsi que les marges initiales éventuelles.

Les opérations tripartites font intervenir une partie tierce : l'agent tripartite. Ce dernier peut être une institution fournissant des services de règlement-livraison, telles les grandes centrales de compensation (*clearing*) comme Clearstream ou Euroclear Bank, ou une banque commerciale spécialisée dans les opérations de conservation. Dans ce schéma, les deux banques contreparties à l'opération s'engagent sur les différents termes de l'opération, à savoir la maturité de l'opération, le taux d'intérêt sur les espèces, ainsi que sur la nature générale du collatéral (et non pas le détail des titres remis en garantie comme dans le cas des opérations bilatérales) (étape 1). Une fois l'opération conclue, les deux contreparties envoient des instructions à l'agent, pour que celui-ci procède, à la date de valeur de l'opération, simultanément aux mouvements espèces et mouvements titres sur les comptes, dans les livres de la centrale ou de l'agent, sur lesquels les garanties sont conservées (étape 2).

Le contrat de gestion des garanties (*Triparty Service Agreement* – TRSA) donne délégation à l'agent pour procéder à ces mouvements pour le compte des contreparties à l'opération et définit l'ensemble de ses obligations. Il précise également les modalités selon lesquelles l'agent doit assurer les mesures de contrôle des risques pour le compte des contreparties et donne la définition des paniers de garanties homogènes qui seront acceptés par le prêteur et l'emprunteur d'espèces.



Dans ce schéma, les caractéristiques ligne par ligne des garanties ne sont pas stipulées par les deux contreparties au moment de la conclusion de l'opération, mais sont sélectionnées par l'agent de règlement lui-même à partir des « paniers » de titres homogènes, définis par les deux contreparties.

Au moment de la négociation, les deux contreparties s'accorderont seulement sur le type de panier sous-jacent utilisé. Traiter en tripartite requiert donc que le prêteur et l'emprunteur soient l'un et l'autre signataires d'un accord de gestion des garanties avec le même agent tripartite.

L'agent tripartite assume un nombre important de tâches permettant le dénouement efficient des opérations. *En amont de l'opération*, l'agent doit définir avec les contreparties les paniers de titres éligibles aux opérations. Ces paniers de titres ne présentent pas nécessairement des caractéristiques standards et peuvent être individualisés pour chaque client. Ils peuvent également être construits pour refléter des exigences en matière de diversification et de limitation des risques : ainsi, un prêteur d'espèces pourra imposer de ne recevoir que des paniers comprenant au moins 20 émetteurs individuels différents, ou 100 lignes différentes, ou prohibant certains secteurs, types d'émetteurs ou types de titres (obligations convertibles, par exemple).

Les paniers de garanties peuvent être constitués par l'agent tripartite en fonction de critères spécifiques (notation, concentration, règles de substitution) fournis par les banques participant au marché. En principe, le nombre de paniers potentiels est donc très important. En pratique, une certaine forme de standardisation est apparue. Par ordre décroissant en termes de qualité de crédit, les principaux paniers de garanties présentent les caractéristiques suivantes.

- Le premier type de panier rassemble en général les émetteurs souverains (de AAA à AA+), ainsi que les émetteurs supranationaux ;
- les paniers de second rang, outre les titres éligibles au premier panier, contiennent des titres offrant des notations AAA, comme certaines titrisations de première qualité (obligations foncières), ainsi que des titrisations de notation inférieure, des obligations bancaires, ainsi que des titres émis par des entreprises de notation supérieure à BBB-. Ces paniers peuvent être caractérisés par la notion d'« *investment-grade* » ;

- les autres paniers possibles sont ceux contenant des titres de notation inférieure à BBB–, voire ceux acceptant des émetteurs dits « *high-yield* ».

Les premiers paniers ne sont en général constitués que d'obligations classiques. Les autres types de titres, tels que les certificats de dépôt, les billets de trésorerie, les obligations convertibles ainsi que les titres de dette subordonnée, sont en général acceptés dans les paniers de qualité de crédit inférieure. On notera que les actions sont parfois utilisées dans ces paniers, à des fins de rehaussement de rendement sur l'opération de prêt d'espèces. Les règles de diversification tendent également à être renforcées pour les paniers de deuxième catégorie. On notera qu'au-delà de la tendance à la standardisation observée sur les paniers de « première qualité », la possibilité de façonner des paniers en fonction de critères très divers est largement utilisée par les contreparties.

Une fois ces catégories établies, l'agent devra tenir l'inventaire en temps réel des différents stocks de garantie pour lesquels il a reçu une délégation et mettre à jour en permanence le regroupement des titres par catégories homogènes.

Au moment de l'initialisation de l'opération, les clients de l'agent tripartite disposent ainsi, en temps réel, de données exhaustives sur leur stock de garanties et sur les montants de titres disponibles par panier. L'agent, lors d'une opération, vérifie que les instructions reçues de l'emprunteur et du prêteur sont concordantes (« *matching* »), avant de procéder aux mouvements titres et espèces correspondants à l'opération sur les comptes de ses clients ou affiliés. La coïncidence des deux mouvements assure la sécurité de l'opération (règlement contre livraison). Le montant des garanties fait l'objet d'une valorisation en temps réel par l'agent, ce qui lui permet d'ajuster, au moment exact de la saisie de l'opération, la valeur de marché des garanties au montant d'espèces empruntées ou prêtées (étapes 3 et 4).

Pendant la durée de vie de l'opération, l'agent met en œuvre des mesures de contrôle des risques. Le montant des garanties est ajusté une ou plusieurs fois par jour en fonction de la modification de la valeur des marchés des titres (appels de marges). Les algorithmes de valorisation utilisés par les agents permettent de calculer une valeur de marché pour chacune des lignes utilisées. Pour les titres les plus courants, des prix de marché peuvent être utilisés en direct. Pour les titres moins traités, des modalités de valorisation théorique permettent de dériver des prix sur les bases de ceux observés sur des actifs ayant des caractéristiques proches. Ces valorisations théoriques tiennent compte de l'ensemble des variables sous-jacentes au prix (risque de taux, risque de crédit, risque de change en cas de « *cross-currency repo* »). Des appels de marge en titres, activés lors du franchissement d'un seuil de déclenchement défini par le prêteur (et possibles dès le premier euro), sont ainsi effectués plusieurs fois par jour de manière automatique.

Dans le cas où le contrat de repo tripartite signé entre les contreparties inclut une possibilité de substitution, l'apporteur de garanties (l'emprunteur de liquidités) peut remplacer un titre par un autre titre appartenant à la même catégorie. Dans ce cas, l'agent tripartite gère également directement les substitutions de collatéral, sans intervention du bénéficiaire des garanties.

À l'échéance de l'opération, l'agent restitue les titres et les espèces aux deux parties.

2. Les caractéristiques actuelles et la structure du marché du repo tripartite en zone euro

2.1. Caractéristiques principales du marché du repo tripartite en zone euro

L'enquête publiée chaque année par la Banque centrale européenne (BCE) sur le marché monétaire de l'euro a généralement fait apparaître une forte croissance des opérations de pension livrée (plus de 25 % d'augmentation du volume brut traité chaque année ¹, toutes maturités confondues).

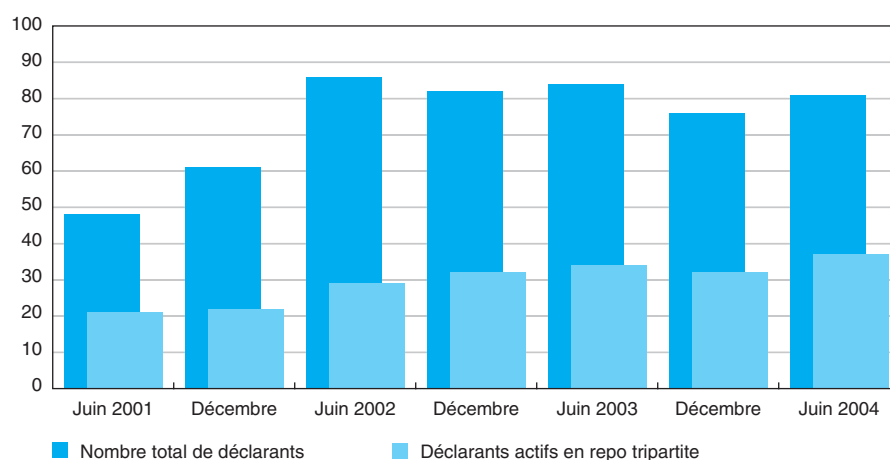
Le sondage réalisé deux fois par an depuis juin 2001 par l'*European Repo Council* (ERC), en liaison avec l'ISMA, a permis, tout en confirmant en général ces tendances du marché du repo, d'attester le dynamisme récent du segment du tripartite. Les données de ce rapport sont produites sur la base d'un questionnaire soumis à 81 banques situées en zone euro et sur la place de Londres.

	(en milliards d'euros)			
	Juin 2001	Juin 2002	Juin 2003	Juin 2004
Encours brut de repo	2 157	3 305	4 050	4 561
Croissance (en %)		53,2	22,5	12,6
Encours brut en tripartite		208	251	497
% de repo tripartite		6,30	6,20	10,90

NB : Encours brut (prêts + emprunts), toutes maturités, déclarés par les participants au sondage ERC.
La question relative aux opérations tripartites n'est posée que depuis juin 2002.

Le sondage de l'ERC fait apparaître une croissance des encours bruts des opérations de repo, tous segments confondus (bilatérales et tripartites), de 12,6 % entre juin 2003 et juin 2004 (montant total des encours d'opérations rapportées à cette date de 4,5 trillions d'euros). Les opérations tripartites constituent 10,9 % de l'ensemble des encours déclarés et ressortent en forte hausse d'une année à l'autre (passant de 6,20 % des encours à 10,90 %).

Nombre de banques actives sur le marché de la pension livrée tripartite



Sources : ERC, ISMA

¹ Chiffre de transactions moyennes quotidiennes, calculé chaque année sur la base de l'ensemble des transactions effectuées par 78 banques déclarantes au deuxième trimestre de l'année

Plus d'un tiers des déclarants au sondage ERC rapportent une activité de repo tripartite. Parmi ceux-ci, la moitié des banques représentent environ 84 % des volumes traités sur l'ensemble du marché, ce qui suggère que cette activité est surtout présente dans les institutions assurant les volumes les plus importants sur le marché de la pension livrée, tous segments confondus.

Le sondage établit que 38,4 % des opérations tripartites sont effectuées avec des contreparties « domestiques » (résidentes en zone euro), alors que 60,8 % ont été effectuées avec des contreparties hors de la zone euro. Les opérations tripartites sont effectuées majoritairement en euros (59,8 %), ensuite en dollars (28,1 %), puis en livres sterling (11,6 %). Une large majorité des opérations tripartites est effectuée en « *cross-currency repo* » (60,5 %). La plus large part des opérations tripartites est effectuée pour des durées fixes (87,4 %).

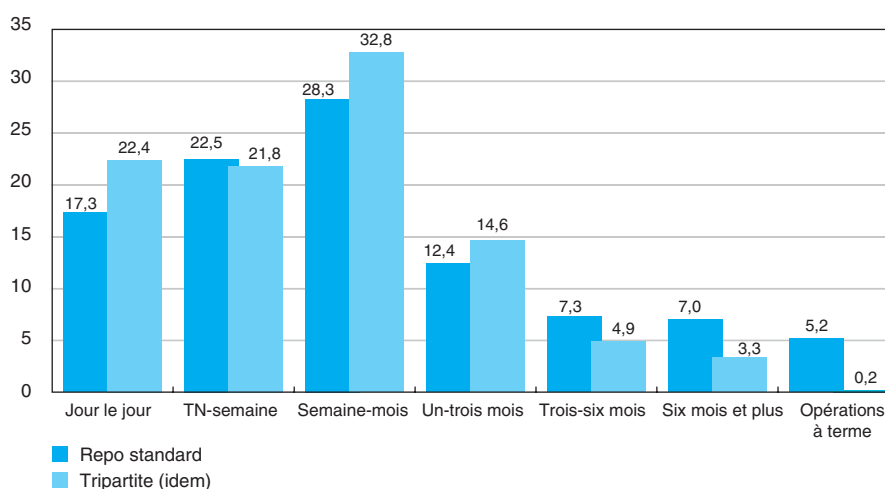
L'analyse des encours par maturités montre que la durée des opérations de pension livrée tripartite ne se distingue pas sensiblement de celle des opérations bilatérales. Trois quarts des opérations (76,8 %) sont effectuées pour des durées égales ou inférieures à un mois.

Le segment des opérations comprises entre une semaine et un mois domine largement, avec 32,8 % des opérations. Cette répartition par maturités des opérations suggère que le repo tripartite constitue un instrument de refinancement à court terme, ou d'investissement sur des durées très courtes, plutôt qu'un outil de prise de position sur la courbe monétaire à plus long terme.

En termes de nature des garanties sous-jacentes aux opérations, les titres d'État (et quasi-État) ne représentent que 36,3 % des encours.

Encours par maturités des opérations tripartites et des pensions livrées bilatérales

(en % du total des encours)

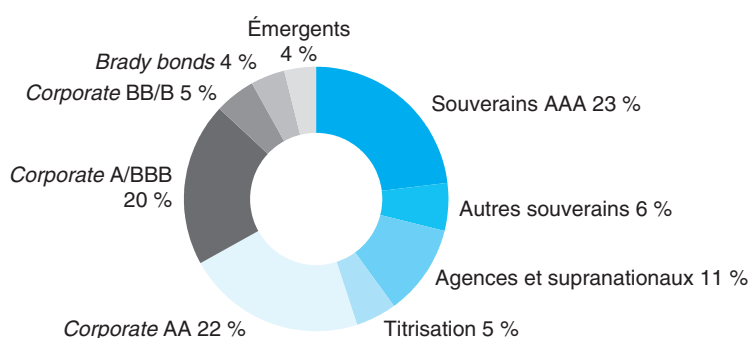


Sources : ERC, ISMA

Les autres types de garanties sous-jacentes sont, par ordre d'importance, des titres de dette non souveraine émis en Allemagne pour 27,2 %, des titres américains (11,1 %), des titres émis au Royaume-Uni (8,6 %), puis des titres émis dans différents pays d'Europe continentale (France : 8,2 %, Pays-Bas : 7,7 % ; Italie : 5,5 %). L'importance de la part des titres allemands non souverains reflète la prédominance des titres hypothécaires allemands (« *Pfandbriefe* »).

Les données émanant d'autres enquêtes (*global custodian survey* ²) illustrent également la diversité des garanties sous-jacentes en termes de notation. S'agissant des obligations privées, on note un relatif équilibre entre les émetteurs les mieux notés et les moins bien notés. Les titres émis par les émetteurs les plus risqués (*high-yield*, obligations *Brady*, titres émis par des pays émergents) prennent une part notable du total, puisqu'ils représentent 13 % des collatéraux sous-jacents aux opérations tripartites. Les agences et les véhicules de titrisation constituent 16 % des garanties gagées.

Nature des garanties sous-jacentes aux opérations de pension livrée tripartites



Outre les segments évoqués ci-dessus, il faut mentionner le segment du repo action qui constitue une portion très importante des opérations effectuées en tripartite. L'enquête *global custodian survey* montre que plus de 65 % des utilisateurs de contrats tripartites y ont recours pour le refinancement de portefeuilles actions. Les opérations de repo action ont des caractéristiques très particulières qui les différencient substantiellement des opérations de pension livrée contre obligations (mesures de contrôle des risques adaptées au profil plus volatil de ces actifs).

2.2. La structure du marché : segmentation forte entre emprunteurs d'espèces (« *cash takers* ») et prêteurs d'espèces (« *cash givers* »)

La structure du marché du repo tripartite en zone euro fait apparaître une segmentation forte entre les emprunteurs d'espèces et les prêteurs d'espèces. Peu de participants de marché se situent en effet simultanément des deux côtés du marché. Cette segmentation correspond, de fait, à une typologie bien précise des acteurs et de leurs caractéristiques, en termes d'activité sous-jacente et de structure de bilan.

² Cette enquête, effectuée tous les ans auprès des praticiens du marché du repo tripartite par le magazine trimestriel *Global Custodian*, est un questionnaire qualitatif de grande ampleur (trente questions) portant sur les modalités techniques des opérations tripartites, sous les angles financier, juridique, technique et organisationnel.

Les *emprunteurs d'espèces* regroupent principalement des filiales continentales et londoniennes de banques américaines spécialisées dans les activités de marché (« *broker-dealers* »). En effet, la faiblesse de leurs ressources naturelles en euros (pas ou peu de dépôts liés à une activité de banque de détail), leurs conditions de notation (souvent inférieures à celles des banques européennes généralistes) et l'importance de leurs stocks de titres (liée à leurs activités en matière d'émission/syndication ou d'intermédiation sur le marché de la dette libellée en euros) justifient la mise en œuvre d'opérations de refinancement collatéralisées. Ces établissements sont ainsi en permanence emprunteurs d'espèces sur le marché du repo sous forme d'opérations bilatérales (pour les titres d'État) ou tripartites (pour toutes les autres garanties). Les opérations sur le marché du repo tripartite leur permettent d'optimiser leur coût de financement, le taux d'emprunt prenant en compte la qualité de la garantie sous-jacente plutôt que le *rating* de l'emprunteur. Elles leur permettent également de limiter leurs dépenses de *back-office*, tout en bénéficiant d'un service sophistiqué en termes de mesure de contrôle des risques et de gestion des collatéraux.

Les *prêteurs d'espèces* constituent un groupe plus hétérogène, regroupant des banques centrales et certains organismes supranationaux, des banques commerciales disposant d'une structure de bilan différente des « *broker-dealers* » et notamment d'excédents de liquidité structurels et, dans certains cas, des entreprises non financières. L'attrait du repo tripartite pour les banques centrales est lié à une gestion très prudente du risque de crédit et à la volonté de maximiser les encours d'opérations « collatéralisables ». S'agissant des banques commerciales classiques disposant d'excédents de liquidité récurrents, le repo tripartite permet de réduire la consommation de risque de crédit tout en prêtant ces espèces à des taux plus favorables que ceux perçus dans le cadre des opérations de pension livrée bilatérales sur titres, en particulier lorsque les paniers de garantie acceptés contiennent des titres de qualité de crédit plus faible.

Les fonds mutuels et OPCVM, en général perçus comme appartenant au côté « prêteur d'espèces » du marché (du fait de leur position nette prêteuse de liquidités), sont en fait susceptibles de se situer des deux côtés. L'utilisation du repo au sens large est en général requise par les fonds pour la gestion de leurs liquidités, car les OPCVM ont des contraintes fortes en termes de risque de crédit sur leurs opérations de prêts.

Les opérations tripartites peuvent, en outre, être utilisées par ces fonds lorsqu'ils doivent faire face à des rachats importants à court terme et ne souhaitent pas liquider leurs positions stratégiques. Dans ce cas de figure, elles leur permettent d'obtenir un financement contre une gamme de titres beaucoup plus large que dans le cadre des repo bilatéraux, et notamment de mobiliser un nombre important de petites lignes, qui, prises isolément, ne permettent pas un accès facile au marché.

Outre cette segmentation forte, on notera que la structure du marché se caractérise également par une forte concentration : en effet, le nombre d'emprunteurs d'espèces est assez réduit, alors que le nombre de prêteurs d'espèces est beaucoup plus important (21 % d'emprunteurs d'espèces et 64,4 % de prêteurs d'espèces parmi les répondants au sondage *global custodian survey*).

Un nombre limité d'établissements bancaires travaillent simultanément les deux cotés du marché (position en liquidité nette proche de l'équilibre). Ce type d'activités, moins liée au financement pur, est certainement appelé à se développer, dans la mesure où les opérations tripartites peuvent servir, lorsqu'elles sont combinées à des opérations de repo bilatérales ou de prêt de titres, à des opérations d'arbitrage intéressantes. En effet, les opérations tripartites, en élargissant la gamme des titres reçus, accroissent potentiellement les opportunités des arbitragistes en matière de prêts de titres.

Ces stratégies d'arbitrages consistent en l'exploitation de la valeur individuelle des garanties reçues au sein des paniers de garanties. Le mode de constitution des paniers de titres peut, en effet, donner lieu à une hétérogénéité résiduelle des garanties. Ceux-ci sont constitués en « poupée russe » : les paniers de qualité inférieure peuvent recevoir des titres appartenant aux paniers de qualité de crédit supérieure. Cette « inefficience » constatée dans la formation des paniers résulte de l'hétérogénéité des profils des utilisateurs des opérations tripartites. Certains emprunteurs d'espèces peuvent, en effet, être indifférents à court terme au mélange de la qualité des garanties qu'ils détiennent, soit parce qu'ils ne participent pas au marché du prêt de titres bilatéral et ne disposent pas d'informations sur les prix de prêt et d'emprunt de titres ligne par ligne, soit parce que la trop grande dispersion de leur portefeuille de garantie requiert de travailler par « grandes masses ». Cette présence de titres de valeurs supérieures à la qualité « moyenne » du panier constitue une opportunité de gain sans risque pour l'arbitragiste. Les teneurs de marché mettent à profit ces inefficiences en sortant certains titres de leurs paniers pour les réutiliser ligne par ligne sur le segment du prêt de titre bilatéral (cette faculté de réutilisation des garanties n'est, toutefois, pas standard et doit être stipulée par le contractant ; il s'agit de l'option dite de « re-lending » ou « re-hypothecation »). Ces stratégies d'arbitrage de valeur relative (« repo match books », « General collateral versus specials », « borrow pledge »)³ contribuent à assurer l'efficience des prix sur le marché du repo en général. Ces activités d'arbitrage demeurent néanmoins anecdotiques en proportion des volumes traités.

3. Les facteurs propices au développement du repo tripartite

Le segment des opérations tripartites a connu un développement important et une croissance à deux chiffres sur les années les plus récentes. Bien que représentant encore une part limitée des opérations de repo en zone euro, ce segment semble appelé, comme aux États-Unis, à prendre une part plus significative du volume des opérations collatéralisées, et cela pour les raisons suivantes.

³ L'activité de « repo match books » désigne l'activité d'arbitrage généralisée sur les garanties reçues via les opérations de repo, les opérations de « General collateral versus specials » consistent en la combinaison d'un emprunt en vrac (qu'il s'agisse de repo tripartite ou bilatéral) et d'une opération bilatérale de prêt de titre, les opérations de « borrow pledge » sont des opérations de prêts de titres contre titres sans contrepartie espèce (seule la marge correspondant à la rémunération du prêt est échangée en espèces).

3.1. La réticence croissante à supporter le risque de crédit

Les opérations tripartites comme les opérations bilatérales bénéficient de la tendance récente en faveur de la collatéralisation des expositions résultant des opérations interbancaires, qu'elles proviennent d'opération de trésorerie ou d'opérations sur les produits dérivés. La tendance structurelle de hausse des volumes sur les marchés de capitaux, observable également sur le compartiment du marché monétaire, s'est accompagnée d'une réticence croissante des banques commerciales à supporter le risque de crédit sur leurs opérations interbancaires. Ce phénomène, qui avait facilité la naissance et les premiers développements du marché du repo, s'est amplifié dans le sillage de l'affaire LTCM et l'explosion des *spreads* de crédit lui ayant fait suite en 1998. La montée en puissance des modèles de contrôle des risques de crédit, le coût croissant en capital réglementaire des opérations non collatéralisées et la tendance à la détérioration du *rating* des banques commerciales en Europe continentale ont également concouru à renforcer l'attrait des opérations collatéralisées en général.

Dans un contexte de croissance forte de l'activité sur le marché monétaire, la demande pour les opérations collatéralisées a progressivement excédé les possibilités offertes par les encours de titres d'État disponibles au bilan des banques. Cette situation a favorisé la recherche de solutions basées sur des *pools* de collatéraux alternatifs, dont les caractéristiques (taille modique des lignes individuelles, hétérogénéité de la qualité de crédit, difficulté de valorisation) avaient jusqu'à présent empêché leur utilisation dans le cadre des opérations de pension livrée bilatérales classiques. L'automatisation des procédures de gestion des stocks de titres par les agents (notamment s'agissant des centrales de règlement-livraison) a permis d'élargir très sensiblement les possibilités, notamment à travers la mobilisation des multitudes de petites lignes de titres (« queues de position » interbancaires), dont le refinancement était inenvisageable sur le marché du repo bilatéral, ou la mobilisation de titres spécifiques (convertibles, créances hypothécaires, titres très peu traités sur le marché secondaire souffrant de problèmes de valorisation).

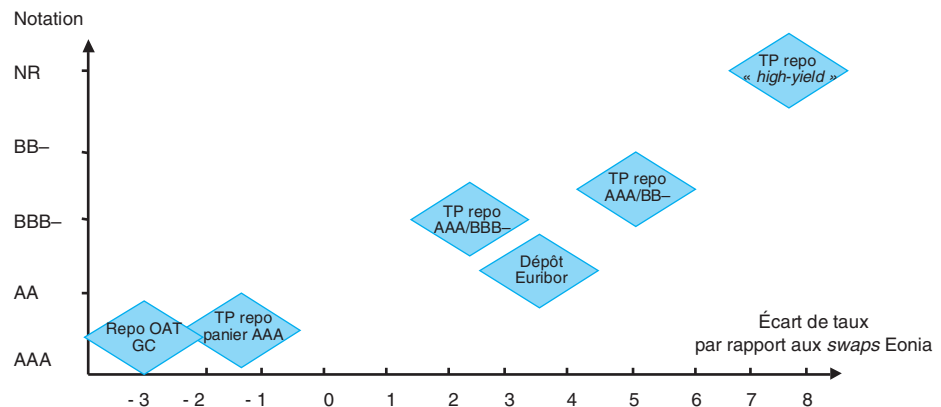
Enfin, le développement du « *cross-currency repo* » a été favorisé par les opérations tripartites. Il consiste à obtenir un financement dans une devise, tout en constituant des garanties libellées dans une devise tierce, et permet ainsi de gérer un stock de garanties sans considération de la devise de référence, ce qui procure un élément de flexibilité supplémentaire très apprécié par les trésoriers de banque. Du côté du prêteur d'espèces, l'acceptation de collatéraux libellés en devises n'entraîne pas de risque supplémentaire d'évolution de la valeur de marché de la garantie, dans la mesure où les appels de marge mis en oeuvre par l'agent tiennent compte du risque de change.

3.2. L'optimisation du coût de financement permise par les opérations tripartites

L'autre conséquence de cette différenciation entre la qualité de crédit de l'émetteur et celle de l'opération de financement sous-jacente est la faculté pour les participants de marché dont les bilans présentent des stocks de titres importants d'optimiser

leurs coûts de financement. Les emprunteurs récurrents (« *brokers dealers* ») présentent des notations généralement inférieures à celles des banques européennes généralistes continentales, qui ne leur permettent pas, de ce fait, de lever des ressources sur le marché monétaire à des conditions satisfaisantes pour financer leurs activités de marché, et notamment leurs inventaires importants de titres. L'utilisation des opérations tripartites leur permet ainsi d'éviter de payer le surcoût lié à leur notation. Ainsi, une banque se finançant à Euribor + 6 points de base sur le marché des dépôts interbancaires pour ses activités sur titres (s'il s'agit de titres notés de AAA à BB-) pourra réduire son coût de financement à Euribor + 2 en empruntant des espèces par le biais d'opérations tripartites.

Les différents types de paniers traités sur le marché du repo tripartite donnent lieu, en effet, à des différences dans les niveaux de taux traités sur la jambe espèce de l'opération.



Le graphique ci-dessus décrit les écarts de taux constatés fin 2004 sur la jambe espèces des différents types d'opérations de repo pour une opération de maturité 1 mois. Les opérations tripartites s'inscrivent dans un différentiel de rendement d'environ 10 points de base entre le panier le mieux noté et le panier le moins bien noté. Cet écart évolue en fonction de la tendance générale sur le marché du crédit. Il a connu ainsi un resserrement net depuis 2002, où il se situait alors entre 15 et 20 points de base.

Les niveaux de taux traités sont en général fonction de trois variables : la durée de l'opération, la nature du panier sous-jacent traité et, enfin, la qualité de crédit de la contrepartie emprunteuse. On observe, s'agissant de ce dernier élément, que la collatéralisation de l'opération n'a pas totalement annulé l'impact de la qualité de crédit de la contrepartie emprunteuse sur le taux traité. Ceci est dû au fait que, comme les opérations de repo bilatérales, les opérations tripartites continuent à s'imputer sur les lignes de crédit, même pour les opérations collatéralisées, la notation de la contrepartie continuant d'être prise en considération par les contrôleurs du risque de crédit au sein des établissements de crédit. Pour cette raison, les banques à faible *rating* continuent de payer quelques points de base supplémentaires sur leurs opérations de financement tripartites, notamment sur les maturités les plus longues.

3.3. La modernisation de la gestion des garanties dans un environnement complexe (industrialisation des *backs-offices*)

Un des facteurs de développement du repo tripartite est la tendance actuelle à l'industrialisation des activités de *back-office* en matière d'opérations sur titres. Cette tendance résulte de deux mouvements clés : celui de l'internationalisation des portefeuilles titres et de la concentration graduelle des activités de conservation.

L'*internationalisation des portefeuilles*, ainsi que le phénomène corrélatif d'accroissement du nombre d'opérations transfrontalières, ont complexifié l'activité des *back-offices* bancaires. La configuration des systèmes de règlement-livraison de titres n'a que peu évolué depuis l'avènement de l'euro et demeure largement fragmentée : à côté des grandes centrales de règlement-livraison internationales (ICSD), existent une vingtaine de systèmes de règlement-livraison domestiques. La mise à niveau des *back-offices* bancaires qu'appelle l'intensification des opérations de gestion des garanties exige des investissements importants en infrastructure et en formation. Dans un contexte de faiblesse des marges d'intermédiation et de volatilités des revenus liées aux activités de marché, la simplification des opérations de gestion des garanties offerte par le repo tripartite constitue une alternative à la mise en place de capacités sophistiquées de gestion de ces opérations en *back-office*, notamment pour les banques de petite taille.

À ce mouvement d'internationalisation des portefeuilles, s'ajoute celui de *concentration de l'activité en matière de conservation*. Les banques commerciales cherchent, en général, à optimiser les coûts afférents à ces activités. Cette optimisation, qui peut être obtenue par le biais de l'externalisation partielle ou totale de celles-ci, tend à concentrer l'activité de conservation sur un nombre décroissant d'intervenants offrant des services de « *global custody* », ou vers les centrales fournissant des services de gestion des garanties. Certains types de participants du marché, comme les « *brokers dealers* », recourent massivement à cette externalisation. Par ailleurs, certaines modalités concrètes afférentes aux opérations tripartites tendent à renforcer encore l'attractivité de cette solution. Ainsi les frais perçus par les agents tripartites ne sont payés que par les emprunteurs d'espèces : cela signifie que les prêteurs ne paient aucun frais de conservation sur les titres dont ils deviennent propriétaires pendant la durée du repo. Ce mode de tarification est donc très incitatif pour les établissements prêteurs qui bénéficient d'une gestion externalisée et gratuite.

La barrière constituée par le niveau élevé des coûts d'entrée pour mettre en place une activité efficiente de gestion des garanties explique que la fourniture de service d'agent tripartite ne soit proposée que par un nombre très limité d'acteurs de type « *global custodians* » ou centrales de règlement-livraison internationales.

4. Les perspectives pour le marché des opérations de repo tripartites en zone euro

Les tendances actuelles laissent à penser que le potentiel de développement des opérations tripartites est important. La stabilité relative du stock de titres publics en Europe continentale, liée à l'observation des critères de Maastricht, devrait renforcer l'utilisation des autres types de garanties pour les opérations de refinancement des banques et, ce faisant, diminuer la part des titres « dormants » sur les bilans des banques et intermédiaires financiers. Les évolutions prudentielles et comptables actuelles devraient logiquement contribuer à catalyser cette dynamique. Ainsi, l'accord de Bâle II, en renforçant l'attrait des opérations collatéralisées par le biais d'une prise en compte plus fine du risque de crédit tel que mesuré par les notations des agences de *rating*, devrait renforcer l'incitation à utiliser des garanties autres que les titres souverains. L'ensemble de ces facteurs, à l'horizon de quelques années, devrait faire de l'activité de gestion des garanties un secteur important et spécifique dans la production de services bancaires. L'ampleur des coûts d'entrée pourrait en effet justifier, pour les établissements de taille intermédiaire, l'externalisation d'une activité de plus en plus spécifique. Dans un tel contexte, les opérations de repo tripartites pourraient devenir un standard de marché et dépasser le volume des opérations bilatérales « classiques ».

Un tel développement du marché du repo tripartite devrait être un puissant facteur d'uniformisation d'un marché du repo paneuropéen, en favorisant le décloisonnement de marchés encore domestiques, du fait de l'hétérogénéité persistante des dettes souveraines et de leurs modalités de règlement-livraison. Par ce biais, le marché du repo européen pourrait, à terme, atteindre un degré d'uniformisation et de standardisation proche de celui du compartiment des prêts en blanc.

Cette montée en régime de l'activité de gestion du collatéral est, par ailleurs, susceptible de renforcer la concentration des services connexes à la conservation des titres sur un nombre très limité d'acteurs (« *global custodians* » et centrales dépositaires internationales).

Modernisation du régime juridique français de la titrisation

Au cours des derniers mois, une importante réforme du régime juridique français en matière de titrisation a été entreprise, dans le prolongement des changements introduits dans ce domaine par la loi de sécurité financière d'août 2003. Les travaux menés par les autorités en vue d'aménager le régime des fonds communs de créances (FCC) ont ainsi abouti, en novembre 2004, à la publication d'un décret très attendu par la place financière de Paris.

Avec ce nouveau dispositif législatif et réglementaire, les opérateurs français (entreprises, banques, sociétés de gestion, sociétés d'assurance) ont désormais la possibilité de mettre en œuvre des mécanismes de cessions de créances, de titres ou de risques particulièrement sophistiqués, et ce, dans un environnement juridique sécurisé. En outre, les FCC voient leur champ d'intervention sensiblement élargi, tant en ce qui concerne leur spectre d'investissement que du point de vue des titres qu'ils sont autorisés à émettre. Enfin, on peut s'attendre à ce que l'utilisation des fonds communs de créances pour des opérations de titrisation synthétique (transfert des risques de crédit sans cession de créances) se développe rapidement.

Christian NÉSI
*Direction pour la coordination de la stabilité financière
Service des Relations avec la Place*

1. La réforme du régime des fonds communs de créances

Depuis la loi du 23 décembre 1988 qui en a été l'acte fondateur, le marché français de la titrisation s'est fortement développé. Il apparaissait, à bien des égards, comme un marché précurseur à cette époque en Europe continentale.

Au fil de ces dernières années, celui-ci a toutefois perdu de son avance, les autres pays entreprenant des réformes majeures en la matière. Dans ce contexte et compte tenu d'une complexification croissante des opérations de titrisation, il était devenu nécessaire d'adapter le cadre législatif français pour répondre à une exigence forte des opérateurs du marché et des investisseurs. Tel a été l'objet de plusieurs dispositions de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, modifiant de manière très substantielle plusieurs articles du Code monétaire et financier, et de son décret d'application, pris en Conseil d'État en date du 24 novembre 2004 et relatif aux FCC¹. L'ensemble des principales dispositions de la loi et du décret fera l'objet des développements ci-dessous.

Les opérations de titrisation sont des mécanismes financiers par lesquels un créancier cède des créances dont il est propriétaire à une entité *ad hoc* — en France, il s'agit d'un fonds commun de créances (FCC) constitué à l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'un dépositaire (cf. schéma) — qui en finance l'acquisition en émettant des titres. Ces techniques ont été mises en œuvre, à l'origine, pour refinancer des crédits hypothécaires, des créances bancaires à court terme, puis des créances commerciales appartenant à des entités non bancaires. Aujourd'hui, de nombreuses opérations visent à titriser des risques de crédit, sans que, pour autant, soient transférés les actifs — créances, instruments financiers, etc. — susceptibles de générer ces risques. Ces montages dits de « titrisation synthétique » doivent reposer sur une base réglementaire adéquate et solide. La réforme qui vient d'être adoptée, après plusieurs mois de travaux préparatoires conduits avec la Place, répond pour une part à cet objectif, mais, d'une manière plus générale, elle vise à rendre le cadre juridique français de la titrisation à la fois plus flexible et plus sécurisé.

2. Une plus grande flexibilité du cadre juridique

Il convient de noter, tout d'abord, que les parts émises par les fonds communs de créances en représentation des actifs qu'ils acquièrent sont des parts de copropriété, c'est-à-dire des instruments qui, tout en étant assimilables à des valeurs mobilières, ne relèvent ni de la catégorie des titres de capital ni de celle des titres de créance. Cette ambiguïté juridique a été à l'origine d'une certaine circonspection des investisseurs étrangers à l'égard des FCC français, dans la mesure où ceux-ci n'étaient pas, jusqu'à présent, autorisés à émettre d'autres types de titres. C'est pour cette raison que de nombreux programmes de titrisation, au fil des ans, ont conduit les FCC français à se refinancer auprès de véhicules domiciliés à l'étranger (« *special purpose vehicle* »), émetteurs quant à eux de véritables titres

¹ Cf. décret *Journal officiel* n° 275 du 26/11/04

de créance. Ces montages se retrouvent dans les programmes d'émission de billets de trésorerie émanant de plusieurs structures de titrisation, qui occupent une part importante du marché des titres de créances négociables français.

Afin de fournir une alternative à ces mécanismes lourds et à plusieurs étages, sources de complexité et de coût inutile, la loi de sécurité financière et le décret d'application autorisent désormais les FCC à émettre directement, en sus des parts, des titres de créance — obligations ou billets de trésorerie. La forme juridique des fonds en tant que copropriété ayant été maintenue, il devra être émis au passif du fonds au minimum deux parts (chacune devant avoir une valeur nominale minimale de 150 euros), le reste des engagements pouvant être représenté par des titres de créance et/ou des emprunts. S'agissant de l'émission éventuelle de billets de trésorerie, celle-ci sera surveillée par la Banque de France dans les conditions de droit commun du marché des titres de créances négociables. Il convient de noter que le décret ne préjuge pas du régime juridique applicable aux obligations susceptibles d'être émises, dans la mesure où le régime du Code de commerce ne trouve pas à s'appliquer, le FCC n'ayant pas la personnalité morale. Dans ces conditions, c'est le règlement du fonds qui fixera les modalités d'émission de cette catégorie de titres. De même, c'est la société de gestion du fonds qui devra s'assurer du respect de l'intérêt des porteurs de titres de créance, en cas de réémission de parts, de titres, d'emprunts, d'acquisition de nouvelles créances ou de cession de celles-ci.

Les titres de créance émis pourront relever indifféremment du droit français ou d'un droit étranger et le règlement du fonds aura à préciser l'ordre d'affectation des sommes perçues entre les différentes catégories de parts, titres de créance et emprunts, les parts devant, par nature, n'être remboursées qu'après désintéressement des porteurs de titres de créance.

Le deuxième élément de flexibilité réside dans le large spectre d'investissement qui s'ouvre désormais au FCC : *sa mission peut être d'acquérir des créances* ou des titres de créance (cela va des créances résultant d'un acte déjà intervenu ou à intervenir, y compris des créances immobilisées, douteuses ou litigieuses, jusqu'à la souscription à l'émission d'emprunts obligataires) *ou bien de supporter des risques de crédit* par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme. Il est important de noter que le règlement du fonds, document essentiel destiné aux investisseurs, devra toujours définir la stratégie de gestion de ce dernier.

Les créances acquises par les FCC seront donc matérialisées ou non par des titres. Le fonds pourra aussi détenir des liquidités au titre de la gestion de sa trésorerie. La palette des placements est ainsi élargie par rapport au régime antérieur, mais les opérations devront se limiter aux besoins courants liés à la stratégie de gestion : dépôts en banque, bons du Trésor, titres de créance admis aux négociations d'un marché réglementé, titres de créances négociables, parts d'organisme de placement collectif (OPC). Pourront également être détenus, à titre exceptionnel, des actifs transférés soit au titre des sûretés attachées aux créances que le fonds aura acquises, soit au titre des garanties obtenues comme instrument de couverture d'actif sous-jacent, soit au titre de la garantie des positions prises sur des contrats constituant des instruments financiers à terme.

L'un des principaux changements introduits par la loi et le décret est d'ouvrir aux FCC les opérations de titrisation synthétique. Sur ce point, le décret précise les règles applicables pour l'utilisation, à cet effet, d'instruments financiers à terme (contrats financiers à terme, contrats à terme sur taux d'intérêt, contrats d'échange, contrats d'option d'achat ou de vente, dérivés de crédit, etc.). En particulier, ces contrats ne pourront être conclus qu'avec des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurance ou de réassurance, de droit français ou étranger relevant de la zone OCDE, et pourront donner lieu soit à la livraison des créances, soit à un règlement en espèces, soit au transfert de parts de fonds communs de créances. *Ces contrats n'auront plus seulement pour objectif de couvrir le fonds comme c'était le cas jusqu'à maintenant, mais aussi de « réaliser la stratégie de gestion du fonds », donc de l'exposer à des risques de crédit.*

Une règle (limite) d'engagement du FCC a cependant été posée : la perte nette maximale du fonds est limitée à la valeur de son actif. Ses modalités d'application devront être précisées par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Le fonds pourra aussi procéder, désormais, à des *opérations d'acquisition et de cession temporaire de titres et céder des créances avant qu'elles ne soient échues ou déchues de leur terme*, et ce, afin de lui permettre de mettre en œuvre une gestion dynamique de ses actifs. Cette dernière possibilité est cependant strictement encadrée : la cession des créances en cours de vie, par le fonds, n'est autorisée que dans un certain nombre de cas (liquidation du fonds, survenance d'un événement de crédit supporté par le fonds, règlement d'une opération à terme, baisse du pourcentage de détention des créances au dessous d'un certain seuil). En tout état de cause, le règlement du fonds précisera, là encore, les règles de cession et s'engagera à maintenir le niveau de sécurité offert aux porteurs de parts ou de créances.

S'agissant des opérations de pension, elles seront admises pour toutes les catégories de titres de créance ou parts d'OPC éligibles au fonds, mais elles seront à prendre en compte pour l'application de la règle plafonnant les engagements (cf. ci-dessus).

Concernant la *couverture des risques* supportés par le FCC, les nouveaux textes n'apportent pas de modifications majeures : la couverture sera obtenue par l'émission de parts ou de titres de créance spécifiques supportant un risque plus important que ceux détenus par les autres créanciers des FCC (destinés aux seuls investisseurs qualifiés)², par le surdimensionnement³, l'obtention de prêts subordonnés ou de garantie auprès d'établissements de crédit, d'entreprises d'investissement, d'entreprises d'assurances, de réassurance, ou auprès du cédant, ou enfin par la conclusion de contrats sur instruments financiers à terme (par exemple, *swap* « garanties premières pertes »). Le règlement du fonds précisera les règles relatives à ces opérations de couverture.

Il va de soi que toutes les nouvelles facultés offertes aux FCC exigeront des sociétés de gestion qui les gèrent une organisation adaptée en termes d'analyse des risques

² Lesquels, moyennant un surcroît de rémunération, acceptent de supporter davantage de risques que les autres porteurs.

³ Surplus d'actif par rapport aux titres émis

et de contrôle. Cette gestion pourra être déléguée, sous le contrôle de l'Autorité des marchés financiers, à des entités spécialement habilitées à cet effet et qui seront des sociétés de gestion de portefeuille dotées d'un programme d'activité spécifique ou des établissements de crédit agréés pour la gestion de portefeuille pour compte de tiers. Mais, en tout état de cause, en cas de délégation, la société de gestion du FCC devra disposer de moyens suffisants pour contrôler les actes de gestion de l'entité délégataire.

Ce nouveau dispositif législatif et réglementaire offre de nouvelles opportunités pour l'industrie française de la titrisation. Élaboré par les autorités en étroite concertation avec les professionnels, le dispositif qui vient d'être adopté se situe désormais au niveau des meilleurs standards internationaux et, dans l'esprit, se rapproche des régimes appliqués aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Au-delà des aménagements qui élargissent le champ d'intervention des FCC pour les placer à un niveau de souplesse comparable à celui observé à l'étranger, le nouveau régime apporte des améliorations sensibles en termes de sécurité juridique.

3. Un dispositif mieux sécurisé

La loi de sécurité financière de 2003 permet de sécuriser le fonctionnement du fonds commun de créances en créant, au profit de ce dernier, un compte à affectation spéciale appelé à recevoir le produit du recouvrement des créances acquises. Ce mécanisme protège le fonds en isolant bien les sommes recouvrées. Ces sommes ne peuvent être recherchées par les créanciers du cédant dès lors qu'elles ont été inscrites à ce compte, même en cas de procédure de redressement ou de liquidation judiciaires ouverte à l'encontre dudit cédant. Le teneur de ce compte (tout établissement de crédit originaire de l'OCDE) sera tenu d'informer les tiers du caractère spécialement affecté du compte, de ne pas le fusionner avec un autre compte, de se conformer aux seules instructions de la société de gestion pour les opérations de débit. L'existence de ce compte à affectation spéciale sera un élément très important dans l'appréciation qu'auront les agences de notation et les investisseurs vis-à-vis des mécanismes de titrisation.

S'il appartient toujours à l'établissement dépositaire, cofondateur du fonds, de conserver la trésorerie, les bordereaux de cession des créances acquises et de s'assurer de la régularité des décisions de la société de gestion, la conservation des contrats et autres supports relatifs aux créances et aux sûretés qui lui sont attachées pourra être assurée par le cédant ou l'organisme chargé du recouvrement. Celui-ci devra mettre en place des procédures de conservation documentées et un contrôle interne régulier et indépendant portant sur le respect de ces procédures. Dans ce nouveau régime de la conservation — qui est une composante cruciale de la chaîne de titrisation —, une convention devra être passée entre le cédant-recouvreur, le dépositaire et la société de gestion, aux termes de laquelle, d'une part, le dépositaire devra s'assurer de la mise en place des procédures citées plus haut et, d'autre part, la société de gestion et le dépositaire pourront demander au cédant qu'il leur remette dans les meilleurs délais les originaux des contrats et supports déjà mentionnés.

Au plan du droit, il convient de relever l'intérêt d'un nouvel aménagement des règles de conflit de lois instaurées par la loi de sécurité financière : ces règles simplifient la question de l'opposabilité aux tiers concernant les cessions de créances émises par des débiteurs étrangers dans le cadre d'opérations de titrisation portant sur des actifs situés dans différents pays.

On notera, par ailleurs, que la « *compartimentation* » — *séparation en différents compartiments* ⁴ — *des fonds communs de créances* est notablement renforcée ; la loi et le décret précisent bien que les actifs d'un compartiment déterminé ne répondent que des dettes, engagements et obligations, et ne bénéficient que des créances rattachées à ce compartiment. Ainsi, chaque compartiment se comporte comme un fonds commun de créances à part entière.

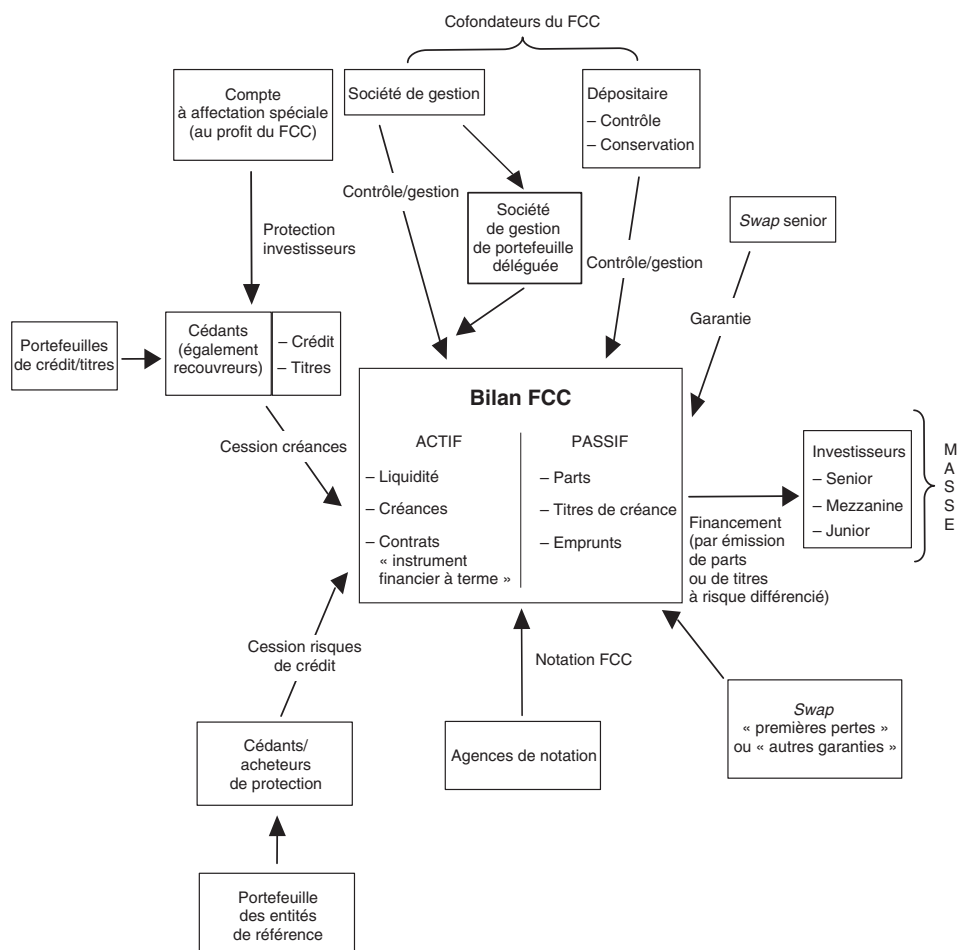
S'agissant des obligations d'information, le nouveau texte reconduit la disposition qui figurait dans le précédent décret, selon laquelle les informations nécessaires à *l'élaboration des statistiques monétaires* sont communiquées à la Banque de France par la société de gestion du fonds commun de créances.

Cette réforme d'envergure du régime des fonds communs de créances devrait permettre d'améliorer significativement l'attractivité du marché français de la titrisation dont les encours, s'agissant tout au moins des émissions placées auprès du public, ont eu tendance à stagner ces dernières années (18 milliards d'euros à fin 2003, pour un encours global en Europe estimé à quelque 260 milliards). Selon l'avis des professionnels, les opérations de titrisation, en général, et les opérations de titrisation synthétique, en particulier, devraient largement se développer sur le marché français à l'appui de ce dispositif rénové.

⁴ Cf. loi 99-532 du 25 juin 1999 relative à l'épargne et à la sécurité financière (art. 82)

Titrisation – Fonds communs de créances

Les acteurs – Les fonctions – Les composantes clefs



Le coût du crédit aux entreprises

Valérie TALLARITA
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

Éléments méthodologiques

L'enquête sur le coût du crédit aux entreprises est réalisée chaque premier mois du trimestre auprès d'un échantillon de guichets d'établissements bancaires ayant leur activité en métropole.

L'enquête prend en compte les crédits nouveaux accordés aux sociétés non financières ainsi qu'aux entrepreneurs individuels lorsque l'usage du prêt est professionnel. Lorsqu'un établissement bancaire ne finance qu'une partie d'un crédit, le montant du crédit est recalculé pour correspondre au total du financement reçu par l'entreprise ou l'entrepreneur individuel.

Au sein d'une catégorie de crédits, pour une tranche de montant considérée, le taux moyen est calculé suivant une moyenne simple des taux d'intérêt effectifs de chaque opération. Le taux moyen toutes tranches confondues est issu d'une moyenne des taux par tranche pondérée par le cumul des montants de chaque tranche.

L'enquête actuelle exploite 21 774 déclarations portant sur le mois d'octobre 2004.

En octobre, les taux débiteurs appliqués sur les crédits nouvellement accordés aux entreprises ont enregistré des évolutions contrastées suivant les catégories de crédits et les tranches de montants considérés.

Tous montants confondus, les taux d'escompte sur les crédits nouvellement accordés ont augmenté entre juillet et octobre. Toutefois, les taux pratiqués pour les tranches de montants les plus faibles ont enregistré une baisse, tandis que le taux de la tranche de montant la plus élevée a progressé de 26 points de base. Sur un an, les taux sont en recul de 34 points de base en moyenne. Pour les deux tranches les plus basses, cette baisse s'établit à, respectivement, 170 et 94 points de base.

Les taux sur les découverts sont en hausse de 44 points de base d'un trimestre à l'autre. Cette hausse concerne l'ensemble des tranches de montants, à l'exception des crédits compris entre 304 898 et 1 524 490 euros pour lesquels le taux évolue peu. À un an d'intervalle, les taux demeurent stables dans l'ensemble, mais ils enregistrent une progression de 82 points de base pour les crédits d'un montant inférieur à 15 245 euros.

Les taux débiteurs appliqués aux autres crédits à court terme ont diminué de 22 points de base par rapport au trimestre précédent et de 41 points de base par rapport à l'année précédente. Cette diminution touche particulièrement les montants empruntés les plus élevés. En revanche, les taux pratiqués pour les quatre premières tranches de montants les plus faibles sont globalement peu modifiés, à l'exception du taux des crédits inférieurs ou égaux à 15 245 euros.

Les taux pratiqués pour les crédits à moyen et long termes sont restés stables par rapport au mois de juillet. À un an d'intervalle, les taux ont diminué de 64 points de base. Cette baisse est plus marquée sur les deux tranches de montants les plus élevées (c'est-à-dire supérieures à 304 898 euros).

Sur la même période, le taux de l'emprunt phare à 10 ans enregistre un recul de 29 points de base, tandis que le taux euribor à 3 mois est resté quasiment stable.

Taux observés

Données à fin octobre 2004

(en %)

	Liaison coût – montant du crédit						
Catégories de crédit en euros	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	Taux moyen
Escompte							
Taux observé	4,51	5,19	5,26	4,43	3,68	(2,90)	3,79
Écart type	1,42	2,15	2,15	1,83	1,34	(1,54)	.
1 ^{er} décile	3,14	2,82	3,02	2,85	2,67		.
9 ^e décile	7,10	8,20	8,20	8,20	5,16		.
Découvert							
Taux observé	9,13	7,43	6,38	4,82	3,99	3,74	4,14
Écart type	1,79	2,54	2,70	2,47	1,21	1,12	.
1 ^{er} décile	6,30	3,72	3,55	2,85	2,55	2,34	.
9 ^e décile	11,27	11,27	11,27	8,96	5,05	5,05	.
Autres court terme							
Taux observé	4,73	4,80	4,54	3,92	3,10	2,88	2,91
Écart type	1,34	1,50	1,35	1,25	0,80	0,81	.
1 ^{er} décile	3,52	3,35	3,25	2,72	2,19	2,09	.
9 ^e décile	6,17	7,73	6,60	5,27	4,13	4,08	.
Moyen et long termes							
Taux observé	4,27	4,21	4,15	4,06	3,82	3,43	3,46
Écart type	0,58	0,61	0,59	0,55	0,59	0,89	.
1 ^{er} décile	3,55	3,45	3,40	3,30	3,00	2,34	.
9 ^e décile	5,10	5,01	5,00	4,80	4,60	4,82	.

NB : Les taux issus de moins de trente observations sont entre parenthèses et les quantiles ne sont pas affichés.

(en %)

	Liaison coût – montant du crédit						
Catégories de crédit en euros	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	Taux moyen
Escompte							
4 ^e trimestre 2003	6,21	6,13	(5,31)	4,37	(3,68)	ns	4,13
1 ^{er} trimestre 2004	5,79	5,98	5,49	4,71	3,64	(3,92)	4,18
2 ^e trimestre 2004	5,27	5,63	5,37	4,58	3,60	(2,93)	3,68
3 ^e trimestre 2004	4,72	5,41	5,45	4,38	3,74	(2,64)	3,63
4 ^e trimestre 2004	4,51	5,19	5,26	4,43	3,68	(2,90)	3,79
Trim./Trim. – 1	- 0,21	- 0,22	- 0,19	0,05	- 0,06	0,26	0,16
Découvert							
4 ^e trimestre 2003	8,31	7,31	6,01	(4,87)	3,82	ns	4,12
1 ^{er} trimestre 2004	8,63	7,52	5,96	5,11	2,10	(2,65)	3,53
2 ^e trimestre 2004	8,15	7,28	5,53	4,29	(3,24)	(3,24)	3,90
3 ^e trimestre 2004	8,57	7,13	5,83	4,23	3,91	(3,18)	3,70
4 ^e trimestre 2004	9,13	7,43	6,38	4,82	3,99	3,74	4,14
Trim./Trim. – 1	0,56	0,30	0,55	0,59	0,08	0,56	0,44
Autres court terme							
4 ^e trimestre 2003	5,00	4,88	(4,35)	(3,61)	(3,54)	(3,06)	3,32
1 ^{er} trimestre 2004	4,97	5,19	4,63	3,96	3,23	3,14	3,17
2 ^e trimestre 2004	4,74	4,87	4,45	3,86	3,18	3,19	3,21
3 ^e trimestre 2004	4,56	4,74	4,55	3,97	3,32	3,10	3,13
4 ^e trimestre 2004	4,73	4,80	4,54	3,92	3,10	2,88	2,91
Trim./Trim. – 1	0,17	0,06	- 0,01	- 0,05	- 0,22	- 0,22	- 0,22
Moyen et long termes							
4 ^e trimestre 2003	4,34	4,30	4,20	4,13	4,17	(3,97)	4,10
1 ^{er} trimestre 2004	4,50	4,40	4,39	4,24	3,90	3,35	3,42
2 ^e trimestre 2004	3,86	4,12	4,20	4,09	3,88	3,39	3,45
3 ^e trimestre 2004	4,30	4,20	4,15	4,05	3,79	3,42	3,45
4 ^e trimestre 2004	4,27	4,21	4,15	4,06	3,82	3,43	3,46
Trim./Trim. – 1	- 0,03	0,01	0,00	0,01	0,03	0,01	0,01

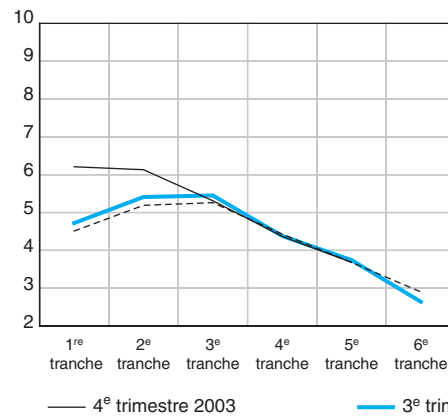
NB : Les taux issus de moins de trente observations sont entre parenthèses. Les taux issus de moins de huit observations sont non significatifs (ns).

Source : Banque de France

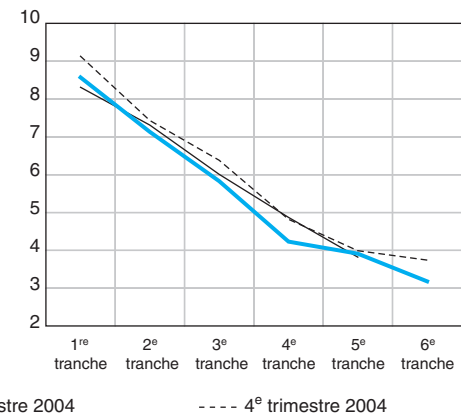
Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en pourcentage)

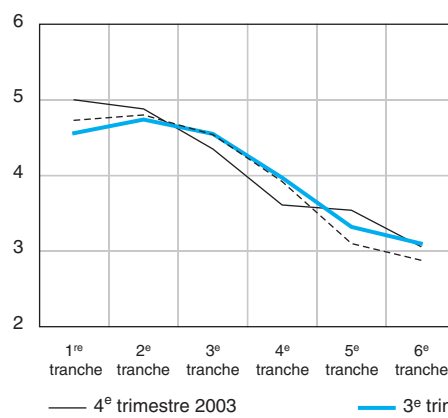
Escompte



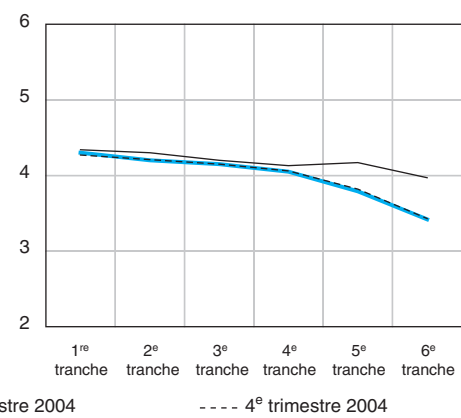
Découvert



Autres court terme



Crédits à moyen et long termes



1^{re} tranche : ≤ 15 245 euros
 2^e tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros
 3^e tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros
 4^e tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros
 5^e tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros
 6^e tranche : > 1 524 490 euros

Statistiques

Sommaire

	Tableau n°	Page
Environnement international		
Croissance du produit intérieur brut	1	S1
Prix à la consommation	2	S2
Taux de chômage	3	S3
Compétitivité de l'économie française	4	S4
Taux d'intérêt des marchés interbancaires	5	S5
Données de référence nationales		
Tableau de bord de l'économie française	6	S6
Réserves obligatoires – Assiettes – Réserves exigées, réserves constituées –		
Facteurs de liquidité bancaire	7	S7
Balance des paiements : compte de transactions courantes		
et compte de capital	8	S8
Balance des paiements : compte financier	9	S9
Placements et financements de l'économie nationale		
Méthodologie (tableaux 10 à 23)		S11
Bilan de la Banque de France	10	S12
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France	11	S13
Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)	12	S14
Engagements monétaires des IFM	13	S15
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM		
résidant en France	14	S15
Dépôts à vue	15	S16
Comptes sur livret	16	S16
Dépôts à terme	17	S17
Crédits des institutions financières monétaires	18	S18
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	19	S19
Crédits des établissements de crédit aux ménages	20	S19
Endettement des sociétés non financières sur les marchés	21	S20
Endettement des administrations publiques sur les marchés	22	S20
Endettement intérieur total (EIT)	23	S21
Rémunération des dépôts	24	S23
Coût du crédit	25	S23
Taux des crédits et seuils de l'usure	26	S24
Émissions obligataires de l'État	27	S25
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus)	28	S26
Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises	29	S28
Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises	30	S28
Titres de créances négociables hors bons du Trésor	31	S29
Détention par les non-résidents de titres français :		
actions cotées, obligations, bons du Trésor	32	S30
Émissions de bons du Trésor	33	S31
Titres d'OPCVM	34	S32
Systèmes de paiement		
Systèmes de paiement de montant élevé en euros	35	S33

NB : Depuis le Bulletin d'août 2003, le tableau statistique reprenant les situations hebdomadaires de la Banque de France n'est plus publié, conformément aux dispositions de l'article 76 de la loi 2003-706 du 01/08/2003 (JO du 02/08/2003).

Tableau 1
Croissance du produit intérieur brut

(en %)

	En moyenne annuelle			En variation trimestrielle						En glissement annuel					
	2001	2002	2003	2003	2004			2003			2004				
				T2	T3	T4	T1	T2	T3	T2	T3	T4	T1	T2	T3
France	2,1	1,1	0,6	- 0,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,0	- 0,3	0,5	1,3	1,8	2,9	1,9
Allemagne	0,8	0,1	- 0,1	- 0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1	- 0,7	- 0,3	0,2	1,5	1,9	1,3
Autriche	0,8	1,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,5	0,8	0,8	0,5	0,8	1,1	1,3	1,8	2,5
Belgique	0,9	0,9	1,3	0,1	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,9	1,0	1,7	2,2	2,9	2,9
Espagne	2,8	2,2	2,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	2,5	2,6	2,8	2,7	2,6	2,6
Finlande	1,0	2,3	2,1	0,8	0,6	0,3	1,1	0,8	1,1	2,1	2,3	1,6	2,8	2,7	3,3
Grèce	4,3	3,6	4,5	- 0,5	1,9	- 0,3	2,9	- 0,6	1,8	4,0	4,6	4,5	4,0	3,9	3,8
Irlande	6,0	6,1	3,7	2,2	- 2,4	5,4	0,9	0,3	- 0,3	5,3	0,5	5,1	6,1	4,1	5,8
Italie	1,7	0,4	0,4	- 0,1	0,4	0,0	0,5	0,4	0,4	0,2	0,4	0,1	0,8	1,3	1,3
Luxembourg	1,5	2,5	2,9												
Pays-Bas	1,4	0,6	- 0,9	- 0,7	0,2	0,5	0,8	- 0,1	0,3	- 1,4	- 1,4	- 0,5	0,8	1,4	1,5
Portugal	1,7	0,4	- 1,2	- 0,1	- 0,2	- 0,2	1,1	1,2	- 1,2	- 2,2	- 1,0	- 0,1	0,5	1,8	0,8
Zone euro	1,6	0,9	0,5	- 0,2	0,5	0,4	0,7	0,5	0,3	0,1	0,4	0,8	1,4	2,1	1,8
Chypre	4,0	2,0	2,0	0,3	1,2	1,5	0,4	0,9	0,7	1,2	1,9	3,1	3,6	4,1	
Danemark	1,6	1,0	0,4	- 0,4	0,7	0,6	0,8	0,3	0,1	- 0,2	0,4	1,4	1,7	2,4	1,9
Estonie	6,4	7,2	5,1	2,6	1,8	1,3	1,2	1,3	1,9	3,5	5,2	6,2	6,8	5,9	6,1
Hongrie	3,8	3,5	3,0	0,8	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	2,6	3,0	3,8	4,3	4,2	3,7
Lettonie	8,0	6,4	7,5							6,2	7,3	7,5	8,8	7,7	9,1
Lituanie	6,4	6,8	9,7	1,5	2,6	2,0	0,5	2,1	1,5	8,0	9,3	11,5	7,1	7,3	5,8
Malte	- 2,4	2,6	- 0,3							- 1,0	- 1,6	2,9	2,1	- 1,6	1,4
Pologne	1,0	1,3								3,8	3,9				
Royaume-Uni	2,3	1,8	2,2	0,4	0,9	1,0	0,7	0,9	0,5	2,1	2,0	2,7	3,0	3,5	3,1
Slovaquie	3,8	4,6	4,5							4,0	4,5	5,2	5,4	5,5	5,3
Slovénie	2,7	3,3	2,5	0,7	1,0	0,5				2,3	2,6	2,9	3,9	4,7	4,9
Suède	1,2	2,0	1,6	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0	0,9	1,1	1,6	2,2	2,7	3,4	3,7
République tchèque	2,6	1,5	3,7	0,8	0,7	0,7				3,7	4,0	4,0	3,5	3,9	3,6
Union européenne	1,7	1,1	0,9	0,0	0,6	0,5	0,7	0,6	0,3	0,5	0,8	1,2	1,8	2,4	2,1
États-Unis	0,8	1,9	3,0	1,0	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	2,3	3,5	4,4	5,0	4,8	4,0
Japon	0,2	- 0,3	1,3	0,8	0,6	0,9	1,7	- 0,1	0,1	1,0	1,0	2,0	4,0	3,1	2,5

NB : Pour l'Allemagne, les variations trimestrielles du PIB sont exprimées en données cvs-cjo tandis que les variations annuelles sont en données brutes. Pour la France, l'Autriche, l'Espagne et les Pays-Bas, les variations annuelles et trimestrielles sont en données cvs-cjo. Pour le Luxembourg, Chypre, la Lettonie, Malte, la Pologne, la Slovaquie, les données sont brutes. Pour les autres pays et les ensembles européens, il s'agit de données cvs.

Sources : OCDE, Eurostat, données nationales

Réalisé le 11 janvier 2005
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 2
Prix à la consommation

(variations sur douze mois en %, données brutes)

	2003		2004											
	Déc.	Moyenne	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.
France	2,4	2,2	2,2	1,9	1,9	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5	2,2	2,3	2,2	
Allemagne	1,1	1,0	1,2	0,8	1,1	1,7	2,1	1,9	2,0	2,1	1,9	2,2	2,0	2,2
Autriche	1,3	1,3	1,2	1,5	1,5	1,5	2,1	2,3	2,1	2,2	1,8	2,4	2,4	
Belgique	1,7	1,5	1,4	1,2	1,0	1,7	2,4	2,0	2,1	2,0	1,8	2,7	2,3	1,9
Espagne	2,7	3,1	2,3	2,2	2,2	2,7	3,4	3,5	3,3	3,3	3,2	3,6	3,5	
Finlande	1,2	1,3	0,8	0,4	- 0,4	- 0,4	- 0,1	- 0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,2	
Grèce	3,1	3,4	3,1	2,6	2,9	3,1	3,1	3,0	3,1	2,8	2,9	3,3	3,2	
Irlande	2,9	4,0	2,3	2,2	1,8	1,7	2,1	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,8	
Italie	2,5	2,8	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3	2,4	2,2	2,4	2,1	2,1	2,0	
Luxembourg	2,4	2,5	2,3	2,4	2,0	2,7	3,4	3,8	3,8	3,6	3,1	4,1	4,0	3,5
Pays-Bas	1,6	2,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,7	1,5	1,2	1,2	1,1	1,5	1,5	1,2
Portugal	2,3	3,3	2,2	2,1	2,2	2,4	2,4	3,7	2,9	2,4	2,1	2,4	2,6	
Zone euro	2,0	2,1	1,9	1,6	1,7	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,3
Chypre	2,2	4,0	1,6	1,4	0,1	0,1	1,2	2,4	2,9	2,8	1,8	2,0	2,6	
Danemark	1,2	2,0	1,0	0,7	0,4	0,5	1,1	0,9	1,1	0,9	0,9	1,6	1,0	
Estonie	1,2	1,4	0,6	0,6	0,7	1,5	3,7	4,4	4,0	3,9	3,8	4,0	4,4	4,8
Hongrie	5,6	4,7	6,7	7,0	6,6	7,0	7,8	7,5	7,2	7,2	6,7	6,4	5,7	
Lettonie	3,5	2,9	4,0	4,3	4,7	5,0	6,1	6,1	6,7	7,8	7,7	7,2	7,2	
Lituanie	- 1,3	- 1,1	- 1,2	- 1,2	- 0,9	- 0,7	1,0	1,0	1,8	2,2	3,0	3,1	2,9	
Malte	2,4	1,9	2,8	2,5	2,1	3,6	3,1	3,2	3,1	2,5	3,2	2,7	1,9	
Pologne	1,6	0,7	1,8	1,8	1,8	2,3	3,5	4,3	4,7	4,9	4,7	4,6	4,5	
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,4	1,3	1,1	1,2	1,5	1,6	1,4	1,3	1,1	1,2	1,5	
Slovaquie	9,3	8,5	8,2	8,4	7,9	7,8	8,2	8,1	8,3	7,0	6,4	6,3	6,0	
Slovénie	4,7	5,7	4,0	3,6	3,5	3,6	3,9	3,9	3,7	3,7	3,4	3,4	3,8	3,3
Suède	1,8	2,3	1,3	0,2	0,4	1,1	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,1	
République tchèque	1,0	- 0,1	2,0	2,0	2,1	2,0	2,6	2,7	3,1	3,2	2,8	3,1	2,6	2,5
Union européenne	1,9	1,9	1,9	1,6	1,7	2,0	2,4	2,4	2,3	2,3	2,1	2,3	2,2	
États-Unis	1,9	2,3	1,9	1,7	1,7	2,3	3,1	3,3	3,0	2,7	2,5	3,2	3,5	
Japon	- 0,4	- 0,3	- 0,3	0,0	- 0,1	- 0,4	- 0,5	0,0	- 0,1	- 0,2	0,0	0,5	0,8	

NB : Indices harmonisés pour les pays de l'Union européenne

Sources : Eurostat, données nationales

Réalisé le 11 janvier 2005
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

(en % de la population active, données cvs)

	2003		2004											
	Déc.	Moyenne	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.
France	9,9	9,7	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	
Allemagne	10,5	10,5	10,2	10,3	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	10,6	10,7	10,7	10,8	10,8
Autriche	4,5	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Belgique	7,8	7,9	7,8	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0
Espagne	11,2	11,3	11,1	11,1	11,1	11,0	10,9	10,9	10,7	10,7	10,6	10,6	10,5	
Finlande	9,0	9,0	8,9	8,8	9,0	9,3	9,1	8,7	9,1	9,0	8,1	8,6	8,7	
Grèce	9,8	9,7	10,7	10,7	10,7									
Irlande	4,4	4,6	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,5	4,5	4,4	4,3	
Italie	8,2	8,4			8,2			8,1			8,1			
Luxembourg (a)	4,1	3,7	4,5	4,4	4,2	4,2	3,9	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3	4,5	
Pays-Bas	3,7	3,3	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	
Portugal	6,3	6,2	6,2	6,2	6,4	6,5	6,5	6,7	6,8	6,8	6,8	6,7	6,7	
Zone euro	8,9	8,9	9,0	9,0	9,0	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	
Chypre	4,8	4,5	5,0	5,0	5,0	4,7	4,5	4,8	4,9	5,0	5,1	5,1	5,2	5,5
Danemark	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,2	6,3	6,2	6,3	6,2	
Estonie	10,0	10,2	9,9	9,8	9,8	9,7	9,6	9,5	9,3	9,1	8,8	8,5	8,4	
Hongrie	5,8	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,7	5,8	5,8	5,9	6,0	6,1	
Lettonie	10,0	10,4	9,9	9,9	9,9	9,8	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	
Lituanie	12,0	12,7	11,7	11,6	11,4	11,2	11,1	11,1	10,9	10,6	10,3	10,0	9,6	9,4
Malte	7,8	8,0	7,7	7,7	7,6	7,5	7,4	7,4	7,3	7,0	7,0	7,0		
Pologne	19,1	19,2	19,1	19,1	19,1	19,0	18,9	18,9	18,8	18,7	18,6	18,5	18,4	
Royaume-Uni	2,9	3,0	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	
Slovaquie	18,1	17,5	18,3	18,4	18,5	18,6	18,5	18,3	18,1	17,9	17,8	17,6	17,3	
Slovénie	6,2	6,5	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	5,8	
Suède	6,0	5,6	6,1	6,4	6,3	6,3	6,6	6,4	6,3	6,2	6,6	6,2	6,4	
République tchèque	8,2	7,8	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	
Union européenne	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,0	9,0	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	
États-Unis	5,7	6,0	5,7	5,6	5,7	5,5	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,4	5,4
Japon	4,9	5,3	5,0	5,0	4,7	4,7	4,6	4,6	4,9	4,8	4,6	4,7	4,5	

(a) Données brutes

Sources : Eurostat (pour les agrégats zone euro et Union européenne), données nationales

Réalisé le 11 janvier 2005
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 4

Compétitivité de l'économie française

Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)

		Vis-à-vis de la zone euro		Vis-à-vis de l'Union européenne		Vis-à-vis de 56 partenaires (a)	
		Nominal	Réel	Nominal	Réel	Nominal	Réel
2000	Décembre	100,0	98,8	98,2	97,0	93,7	91,8
2001	Décembre	100,0	97,9	98,4	96,4	95,4	92,5
2002	Décembre	100,0	97,8	98,8	96,8	99,9	96,4
2003	Décembre	100,0	98,4	100,4	98,9	105,5	102,1
2004	Décembre	100,0	98,5	100,0	98,7	107,2	103,5
2002	Décembre	100,0	97,8	98,8	96,8	99,9	96,4
2003	Janvier	100,0	98,3	99,2	97,7	101,2	97,8
	Février	100,0	98,4	99,5	98,2	101,9	98,6
	Mars	100,0	98,4	99,9	98,4	102,2	98,9
	Avril	100,0	98,0	100,0	98,2	102,3	98,7
	Mai	100,0	98,1	100,5	98,7	104,3	100,6
	Juin	100,0	98,2	100,3	98,7	104,4	100,8
	Juillet	100,0	98,3	100,3	98,8	103,6	100,1
	Août	100,0	98,2	100,3	98,7	103,0	99,5
	Septembre	100,0	98,4	100,2	98,8	102,9	99,7
	Octobre	100,0	98,6	100,2	98,9	104,0	100,7
	Novembre	100,0	98,7	100,2	98,9	103,9	100,8
	Décembre	100,0	98,4	100,4	98,9	105,5	102,1
2004	Janvier	100,0	98,8	100,3	99,2	106,0	102,7
	Février	100,0	98,9	100,0	99,0	106,0	102,7
	Mars	100,0	98,8	99,8	98,8	105,0	101,8
	Avril	100,0	98,5	99,7	98,4	104,1	100,8
	Mai	100,0	98,6	99,8	98,6	104,7	101,4
	Juin	100,0	98,7	99,6	98,5	104,7	101,4
	Juillet	100,0	98,7	99,6	98,5	105,0	101,6
	Août	100,0	98,6	99,6	98,5	104,9	101,4
	Septembre	100,0	98,6	99,8	98,6	105,1	101,6
	Octobre	100,0	98,6	100,0	98,8	105,7	102,2
	Novembre	100,0	98,7	100,1	99,0	106,5	103,0
	Décembre	100,0	98,5	100,0	98,7	107,2	103,5

(a) Union européenne (25 pays, Pologne, Hongrie), États-Unis, Suisse, Japon, Canada, Corée du Sud, Chine, Turquie, Maroc, Taiwan, Hong-Kong, Norvège, Brésil, Australie, Indonésie, Inde, Argentine, Israël, Thaïlande, Singapour, Afrique du Sud, Malaisie, Mexique, Chili, Philippines, Pakistan, Venezuela, Colombie, Nouvelle-Zélande, Algérie, Russie, Croatie, Bulgarie, Roumanie

NB : Une hausse de l'indice nominal correspond à une valorisation de la monnaie et une baisse de l'indice, en termes réels, traduit des gains de compétitivité.

Jusqu'en décembre 1998, les indicateurs de compétitivité sont calculés à partir des moyennes pondérées des taux de change bilatéraux du franc. À partir de janvier 1999, ils retracent les évolutions de l'euro vis-à-vis des devises des pays partenaires de la France. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, sont établies sur la base des échanges commerciaux de produits manufacturés de 1995 à 1997 entre la France et ses 56 principaux partenaires et prennent en compte les effets exercés sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Les déflateurs utilisés sont les indices harmonisés des prix à la consommation.

Les indicateurs de compétitivité de l'économie française sont calculés par rapport à plusieurs groupes de pays, notamment vis-à-vis de l'ensemble des autres pays de l'Union européenne (représentée par l'Union européenne à 25, la Pologne et la Hongrie, ces deux pays représentant plus de 60 % du PIB des dix pays accédants) et de 56 partenaires (cf. ci-dessus).

Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Thomson Financial

Calculs : Banque de France

Réalisé le 11 janvier 2004
DGEI – DEER – Tél. 01 42 92 34 73

Tableau 5
Taux d'intérêt des marchés interbancaires

	(en %)											
	Juillet 2004		Août 2004		Septembre 2004		Octobre 2004		Novembre 2004		Décembre 2004	
	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.	Fin de mois	Moy. mens.
Euro												
Au jour le jour	2,010	2,042	2,060	2,013	2,060	2,033	2,070	2,088	2,040	2,078	2,110	2,082
À 1 mois	2,060	2,059	2,055	2,058	2,065	2,060	2,075	2,069	2,135	2,086	2,105	2,146
À 3 mois	2,105	2,100	2,095	2,095	2,125	2,097	2,135	2,125	2,145	2,149	2,145	2,146
À 6 mois	2,165	2,170	2,135	2,138	2,185	2,176	2,175	2,167	2,175	2,195	2,195	2,182
À 1 an	2,355	2,343	2,245	2,269	2,355	2,354	2,275	2,293	2,255	2,302	2,345	2,275
Dollar												
Au jour le jour	1,350	1,278	1,570	1,448	1,880	1,605	1,860	1,776	2,100	1,953	2,300	2,172
À 1 mois	1,490	1,378	1,630	1,555	1,800	1,748	1,965	1,871	2,265	2,105	2,340	2,352
À 3 mois	1,660	1,587	1,780	1,702	1,990	1,878	2,140	2,059	2,370	2,279	2,530	2,465
À 6 mois	1,960	1,867	1,960	1,915	2,170	2,050	2,300	2,200	2,595	2,469	2,760	2,687
À 1 an	2,370	2,290	2,270	2,259	2,450	2,317	2,530	2,450	2,945	2,770	3,070	3,000
Livre sterling												
Au jour le jour	4,375	4,447	4,970	4,684	4,640	4,722	4,590	4,710	4,720	4,753	4,625	4,785
À 1 mois	4,750	4,601	4,800	4,781	4,790	4,787	4,775	4,759	4,750	4,750	4,810	4,774
À 3 mois	4,890	4,806	4,910	4,902	4,870	4,881	4,835	4,840	4,760	4,810	4,850	4,807
À 6 mois	5,085	4,972	5,025	5,039	4,940	4,976	4,885	4,898	4,810	4,862	4,860	4,829
À 1 an	5,410	5,219	5,210	5,207	5,000	5,110	4,965	4,966	4,830	4,929	4,840	4,856
Yen												
Au jour le jour	- 0,020	- 0,021	0,002	- 0,001	0,035	0,003	0,000	- 0,020	- 0,025	- 0,023	- 0,025	- 0,026
À 1 mois	- 0,045	- 0,050	- 0,010	- 0,029	- 0,035	- 0,031	- 0,025	- 0,024	- 0,050	- 0,021	- 0,025	- 0,063
À 3 mois	- 0,025	- 0,030	- 0,015	- 0,020	- 0,035	- 0,028	- 0,015	- 0,035	- 0,015	- 0,012	- 0,015	- 0,021
À 6 mois	- 0,015	- 0,017	0,015	0,010	- 0,025	- 0,015	- 0,015	- 0,026	- 0,015	- 0,015	0,015	- 0,002
À 1 an	0,015	0,035	0,035	0,047	0,015	0,021	0,015	0,057	0,060	0,028	0,015	0,042
Franc suisse												
Au jour le jour	0,200	0,260	0,240	0,237	0,580	0,300	0,550	0,533	0,550	0,494	0,520	0,598
À 1 mois	0,360	0,373	0,380	0,359	0,555	0,489	0,600	0,580	0,630	0,601	0,610	0,666
À 3 mois	0,505	0,476	0,570	0,514	0,650	0,638	0,680	0,681	0,725	0,719	0,680	0,721
À 6 mois	0,735	0,699	0,660	0,655	0,790	0,762	0,770	0,762	0,850	0,840	0,810	0,806
À 1 an	1,015	0,990	0,910	0,881	1,020	0,982	0,890	0,920	0,985	0,993	0,980	0,983

NB : Les taux d'intérêt des euromonnaies publiés jusqu'au numéro 126 (juin 2004) du Bulletin sont remplacés, à partir du numéro 127 (juillet 2004), par les taux d'intérêt intérieurs interbancaires des principales devises.

Source : Banque de France

Réalisé le 3 janvier 2005
 DGO – DOM – MOPM – Tél. 01 42 92 27 67

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Janvier 2004	Février 2004	Mars 2004	Avril 2004	Mai 2004	Juin 2004	Juillet 2004	Août 2004	Sept. 2004	Oct. 2004	Nov. 2004	Déc. 2004
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	6,6	8,1	10,1	8,0	7,1	6,9	7,3	6,1	6,7	9,1		
Comptes sur livret	8,8	8,0	7,2	6,7	6,4	6,1	5,8	6,3	6,7	7,0		
Titres d'OPCVM monétaires	5,9	7,6	7,8	7,4	4,0	4,8	6,6	7,1	7,1	7,7		
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	6,4	6,3	4,4	5,3	6,2	6,3	6,7	7,0	7,5	7,8		
Endettement intérieur total	6,3	5,4	4,9	4,8	4,6	5,4	5,5	6,0	5,5	5,4		
Taux d'intérêt (en %)												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,09	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17
Emprunt phare 10 ans (moy. mens.)	4,20	4,14	3,98	4,19	4,34	4,39	4,27	4,11	4,09	3,98	3,86	3,64
Livret A (fin de mois)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Cours de change (moyenne mensuelle, données BCE)												
EUR/USD	1,2613	1,2646	1,2262	1,1985	1,2007	1,2138	1,2266	1,2176	1,2218	1,2490	1,2991	1,3408
EUR/JPY	134,13	134,78	133,13	129,08	134,48	132,86	134,08	134,54	134,51	135,97	136,09	139,14
EUR/GBP	0,6921	0,6769	0,6712	0,6653	0,6716	0,6643	0,6658	0,6694	0,6813	0,6914	0,6986	0,6950
Indices des prix à la consommation (base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	0,0	0,5	0,4	0,3	0,4	0,0	- 0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	
Glissement annuel	2,0	1,8	1,7	2,1	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,1	2,0	
Indices de la production industrielle (base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Variation mensuelle	- 0,5	1,1	0,5	- 0,5	0,5	0,7	- 0,4	- 2,1	3,2	- 0,7		
Glissement annuel	- 0,3	0,7	1,5	0,9	3,6	3,8	2,4	0,4	2,9	1,4		
Demandeurs d'emploi (cvs, en %)												
Variation mensuelle	- 1,0	- 0,1	0,1	0,3	0,8	0,1	- 0,5	0,5	- 0,3	- 0,1		
Glissement annuel	4,2	3,2	2,3	2,4	2,9	2,1	2,0	2,2	0,5	0,2		
Taux de chômage (définition BIT)	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	27,09	26,81	27,31	28,02	28,52	28,97	29,61	29,77	29,96	31,42		
Exportations FAB	27,88	27,09	27,84	27,72	28,07	28,30	28,84	27,86	29,26	29,35		
Solde mensuel	0,80	0,28	0,53	- 0,30	- 0,45	- 0,67	- 0,77	- 1,91	- 0,70	- 2,07		
Solde cumulé sur 12 mois	0,80	1,07	1,60	1,30	0,86	0,19	- 0,58	- 2,49	- 3,19	- 5,26		
Transactions courantes (en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	2,32	0,31	- 0,25	- 3,04	- 1,74	0,83	- 1,17	- 0,47	0,75	- 3,38		
Solde cumulé sur 12 mois	4,06	4,01	2,50	4,23	1,69	0,31	- 0,59	- 2,37	- 3,02	- 3,38		

(a) Ces évolutions sont corrigées des variations ne résultant pas de transactions effectives (reclassements, changements de périmètre du secteur des IFM, passages en pertes, fluctuations de taux de change et autres effets de valorisation).

Sources : Fédération bancaire française, INSEE, ministère du Travail, direction des Douanes, direction du Trésor, Banque de France

	T4 2001	T1 2002	T2	T3	T4	T1 2003	T2	T3	T4	T1 2004	T2	T3
Produit intérieur brut total (prix de 1995, cvs/cjo)												
Variation trimestrielle en %	- 0,7	0,9	0,5	0,3	- 0,2	0,2	- 0,5	1,0	0,6	0,7	0,6	0,1
Taux de salaire horaire de base des ouvriers												
Variation trimestrielle en %	0,5	1,4	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	1,0	0,3	0,9	0,6	1,1

Sources : INSEE, ministère du Travail

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7
Réserves obligatoires
Assiettes

Assiettes

(en milliards d'euros, données en fin de période)

Base arrêtée fin du mois de :		Assiette de réserves		dont exigibilités auxquelles s'applique le taux de réserve de 2 %				dont exigibilités auxquelles s'applique le taux de réserve de 0 %			
				Dépôts		Autres (a)		Dépôts		Autres (b)	
				(à vue, à terme d'une durée ≤ 2 ans avec préavis)				(d'une durée > 2 ans avec préavis)			
				Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France
2004	Janvier	11 691,2	1 969,4	6 328,2	1 047,2	428,0	174,5	1 461,4	116,4	3 743,6	631,3
	Février	11 775,2	1 993,9	6 315,9	1 056,5	431,3	175,2	1 470,0	117,1	3 558,0	645,1
	Mars	11 926,7	1 984,8	6 404,7	1 058,6	442,5	175,4	1 483,2	125,9	3 596,3	624,9
	Avril	12 088,2	2 059,3	6 474,0	1 096,2	451,3	182,3	1 492,1	127,6	3 670,8	653,2
	Mai	12 141,3	2 057,6	6 506,8	1 095,1	442,3	174,9	1 499,1	130,6	3 693,1	657,0
	Juin	12 148,5	2 048,3	6 524,1	1 093,9	439,1	179,4	1 515,1	135,4	3 670,2	639,6
	Juillet	12 182,0	2 065,3	6 517,4	1 090,4	442,6	185,0	1 527,7	137,8	3 694,3	652,1
	Août	12 167,6	2 073,1	6 470,3	1 087,4	446,4	184,9	1 531,1	138,8	3 719,7	662,0
	Septembre	12 209,6	2 028,7	6 488,0	1 068,3	435,3	178,2	1 535,3	138,1	3 751,1	644,1

(a) Titres de créances d'une durée ≤ 2 ans avec préavis + instruments du marché monétaire

(b) Titres en pension + titres de créances d'une durée > 2 ans

Réserves exigées, réserves constituées

(montants en milliards d'euros, taux en %)

Période de constitution prenant fin le :	Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Insuffisances		Taux de rémunération
	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	
2004	6 avril	134,6	24,4	135,3	24,5	0,7	0,1	0,0	2,00
	11 mai	134,4	24,6	135,0	24,7	0,6	0,1	0,0	2,00
	8 juin	136,4	24,6	137,1	24,7	0,7	0,1	0,0	2,00
	6 juillet	138,0	25,5	138,8	25,6	0,8	0,1	0,0	2,00
	10 août	138,5	25,4	139,1	25,5	0,6	0,1	0,0	2,01
	7 septembre	138,7	25,4	139,3	25,5	0,6	0,1	0,0	2,02
	11 octobre	138,7	25,5	139,3	25,6	0,6	0,1	0,0	2,02
	8 novembre	137,8	25,4	138,4	25,5	0,7	0,1	0,0	2,03
	7 décembre	137,9	24,9		25,0		0,1	0,0	2,05

Facteurs de liquidité bancaire (encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période constitution prenant fin le :	Billets en circulation	Réserves nettes de change	Dépôts des administrations publiques	Divers	Total (a)	Concours (net)	Avoirs
	(A)	(B)	(C)	(D)	(T)	(E)	(F)
Zone euro							
2003							
	23 novembre	399,4	321,8	43,4	- 2,2	- 118,8	131,8
	23 décembre	416,1	320,1	57,0	- 4,5	- 148,5	132,6
2004							
	23 janvier	427,6	309,2	37,0	- 11,2	- 144,2	133,6
	9 mars	418,0	303,3	48,6	- 21,1	- 142,2	134,1
	6 avril	425,3	301,4	51,5	- 25,7	- 149,7	135,3
	11 mai	436,4	310,7	46,0	- 18,9	- 152,8	135,0
	8 juin	442,5	311,3	52,2	- 21,2	- 162,2	137,1
	6 juillet	449,1	308,2	65,0	- 24,1	- 181,8	138,8
	10 août	460,9	300,8	61,1	- 31,8	- 189,4	139,1
	7 septembre	462,8	299,4	56,3	- 32,4	- 187,3	139,3
	11 octobre	465,1	298,8	58,2	- 32,1	- 192,4	139,3
	8 novembre	469,7	298,3	55,1	- 32,1	- 194,4	138,4
Dont France							
2003							
	23 novembre	76,3	57,0	0,2	- 33,5	14,0	23,3
	23 décembre	78,1	57,0	0,1	- 31,2	10,0	23,4
2004							
	23 janvier	81,8	56,4	0,2	- 39,5	13,9	23,6
	9 mars	79,9	56,2	0,1	- 35,7	11,9	23,8
	6 avril	80,5	55,5	0,1	- 32,1	7,0	24,5
	11 mai	82,6	57,2	0,2	- 35,1	9,5	24,7
	8 juin	84,4	57,3	0,2	- 35,6	8,3	24,7
	6 juillet	85,4	56,6	0,1	- 41,0	12,1	25,6
	10 août	87,9	56,1	0,1	- 43,6	11,7	25,5
	7 septembre	88,6	56,8	0,1	- 41,8	9,9	25,6
	11 octobre	88,5	56,7	0,2	- 42,3	10,3	25,6
	8 novembre	89,7	56,8	0,1	- 47,2	14,2	25,6
	7 décembre	90,6	56,6	0,2	- 45,2	11,0	24,9

(a) Les montants affectés d'un signe « - » ont un effet restrictif sur la liquidité, les autres ont un effet expansif.

NB : $T = B - A - C - D$; $F = T + E$

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 10 décembre 2004
 DOM – Service de la Mise en œuvre de la politique monétaire – Tél. 01 42 92 24 54

Tableau 8

Balance des paiements : compte de transactions courantes et compte de capital

Compte de transactions courantes : données brutes

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	15 366	4 841	- 469	752	- 3 382	34	3 168	- 5 803
Biens	7 964	1 568	- 2 424	- 1 229	- 779	- 1 496	753	- 4 479
Recettes	325 574	319 401	21 732	29 853	30 762	30 136	291 504	311 601
Dépenses	317 610	317 833	24 156	31 082	31 541	31 632	290 751	316 080
<i>Marchandises générales</i>	<i>7 906</i>	<i>2 124</i>	<i>- 2 278</i>	<i>- 1 112</i>	<i>- 746</i>	<i>- 1 455</i>	<i>1 102</i>	<i>- 4 223</i>
dont : Données douanières FAB-FAB	7 626	891	- 2 691	- 1 228	- 846	- 1 455	- 272	- 5 810
Total des corrections	280	1 233	413	116	100	0	1 374	1 587
Services	18 169	13 044	1 450	762	1 194	984	11 686	8 388
Recettes	91 028	87 658	8 072	7 276	7 535	6 689	79 979	80 165
Dépenses	72 859	74 614	6 622	6 514	6 341	5 705	68 293	71 777
<i>Voyages</i>	<i>13 610</i>	<i>11 636</i>	<i>778</i>	<i>868</i>	<i>1 144</i>	<i>719</i>	<i>10 607</i>	<i>9 270</i>
dont : Recettes	34 190	32 349	3 219	3 013	2 872	2 342	29 920	30 386
Dépenses	20 580	20 713	2 441	2 145	1 728	1 623	19 313	21 116
Total « Biens et services »	26 133	14 612	- 974	- 467	415	- 512	12 439	3 909
Revenus	4 229	6 920	2 155	3 010	- 2 163	1 984	5 211	5 544
Rémunération des salariés	8 804	8 157	712	706	722	718	7 471	7 674
Revenus des investissements	- 4 575	- 1 237	1 443	2 304	- 2 885	1 266	- 2 260	- 2 130
dont : <i>Directs</i>	<i>5 266</i>	<i>11 421</i>	<i>344</i>	<i>1 926</i>	<i>1 202</i>	<i>1 277</i>	<i>9 687</i>	<i>10 886</i>
<i>De portefeuille</i>	<i>- 7 876</i>	<i>- 12 157</i>	<i>1 375</i>	<i>614</i>	<i>- 4 063</i>	<i>199</i>	<i>- 12 004</i>	<i>- 11 068</i>
<i>Autres</i>	<i>- 1 965</i>	<i>- 501</i>	<i>- 276</i>	<i>- 236</i>	<i>- 24</i>	<i>- 210</i>	<i>57</i>	<i>- 1 948</i>
Transferts courants	- 14 996	- 16 691	- 1 650	- 1 791	- 1 634	- 1 438	- 14 482	- 15 256

Compte de capital : données brutes

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
Compte de capital	- 186	- 7 671	57	422	34	264	- 7 675	1 509
Transferts en capital	- 75	- 7 627	86	- 18	53	261	- 7 641	933
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 111	- 44	- 29	440	- 19	3	- 34	576

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

	<i>(en millions d'euros)</i>							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	15 709	4 455	- 1 367	- 19	- 1 204	- 302	4 454	- 3 957
Biens	7 967	1 470	- 1 529	- 1 080	- 1 687	- 940	882	- 3 959
Marchandises générales	8 136	2 255	- 1 789	- 1 047	- 1 774	- 632	1 574	- 4 592
Services (hors voyages)	18 315	12 960	1 073	980	980	1 058	11 958	8 647
Revenus	4 684	6 847	584	1 652	1 097	778	6 970	7 421
Transferts courants	- 15 257	- 16 821	- 1 495	- 1 572	- 1 594	- 1 199	- 15 357	- 16 067

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2005
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9
Balance des paiements : compte financier

	(en millions d'euros)							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	- 561	- 9 124	- 3 175	- 2 025	- 5 522	- 1 073	- 10 037	- 26 097
Français à l'étranger	- 52 526	- 50 751	2 631	- 5 322	- 7 668	- 1 553	- 43 462	- 44 865
Capital social	- 41 172	- 7 369	- 139	- 1 025	- 3 074	- 947	- 4 481	- 21 287
Bénéfices réinvestis	9 564	- 3 984	- 531	- 531	- 531	- 531	- 3 652	- 5 244
Autres opérations	- 20 918	- 39 398	3 301	- 3 766	- 4 063	- 75	- 35 329	- 18 334
Étrangers en France	51 965	41 627	- 5 806	3 297	2 146	480	33 425	18 768
Capital social	36 020	16 573	- 6 733	1 201	404	556	9 159	3 766
Bénéfices réinvestis	- 4 812	120	215	215	215	215	110	1 750
Autres opérations	20 757	24 934	712	1 881	1 527	- 291	24 156	13 252
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	- 20 166	- 9 256	- 3 278	34 851	- 20 006	- 19 792	5 941	- 51 675
Avoirs – Titres étrangers	- 92 502	- 130 670	- 3 733	27 832	- 32 151	- 31 775	- 118 877	- 148 664
Actions et titres d'OPCVM	- 18 191	- 26 498	- 1 670	13 235	- 9 510	- 13 028	- 21 773	- 37 509
Obligations et assimilés	- 60 036	- 78 018	- 1 613	- 107	- 20 122	- 7 724	- 69 916	- 106 735
Instruments du marché monétaire	- 14 275	- 26 154	- 450	14 704	- 2 519	- 11 023	- 27 188	- 4 420
Engagements – Titres français	72 336	121 414	455	7 019	12 145	11 983	124 818	96 989
Actions et titres d'OPCVM	- 4 830	14 292	- 2 643	939	2 434	- 5 069	15 135	814
Obligations et assimilés	76 279	102 573	- 1 116	7 328	7 756	16 831	101 752	66 834
dont : OAT	19 168	22 967	- 656	3 498	- 3 072	5 597	22 169	24 243
BTAN	6 830	7 288	120	758	1 638	4 759	7 179	15 226
Instruments du marché monétaire	887	4 549	4 214	- 1 248	1 955	221	7 931	29 341
dont : BTF	11 509	10 228	3 129	932	- 912	- 292	11 966	5 365
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	37 507	40 483	2 593	5 188	- 2 346	10 064	41 314	44 834
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	5 507	- 6 068	963	1 614	- 614	1 480	- 4 504	6 870
AUTRES INVESTISSEMENTS	- 9 584	24 220	12 810	- 27 524	14 972	41 957	16 094	104 735
Avoirs	- 35 227	- 18 050	- 2 497	7 556	- 28 590	- 13 919	- 38 760	- 80 861
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 975	- 597	1 418	87	- 196	- 91	282	- 2 052
Prêts	- 34 223	- 17 420	- 3 915	7 469	- 28 394	- 13 828	- 39 012	- 78 807
Banque de France	- 4 327	746	3 181	- 4 761	- 3 631	8 085	10 937	18 390
Administrations publiques	1 007	- 2 349	53	- 2 939	2 982	- 1 853	- 473	975
Institutions financières monétaires (d)	- 32 689	- 5 980	- 7 036	19 163	- 28 623	- 12 374	- 36 180	- 92 093
Autres secteurs (e)	1 786	- 9 837	- 113	- 3 994	878	- 7 686	- 13 296	- 6 079
Autres avoirs	- 29	- 33	0	0	0	0	- 30	- 2
Engagements	25 643	42 270	15 307	- 35 080	43 562	55 876	54 854	185 596
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 078	- 2 996	909	1 513	583	652	- 3 649	6 481
Prêts	27 721	45 266	14 398	- 36 593	42 979	55 224	58 503	179 115
Banque de France	- 1 291	1 813	63	- 138	1 408	1 219	1 001	1 453
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	- 1 291	1 813	63	- 138	1 408	1 219	1 001	1 453
Administrations publiques	165	- 502	257	201	- 1 000	73	- 471	- 1 009
Institutions financières monétaires (d)	29 570	37 051	14 387	- 36 648	41 622	46 936	51 366	166 876
Autres secteurs (e)	- 723	6 904	- 309	- 8	949	6 996	6 607	11 795

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

(d) Hors Banque de France – cf. répartition long terme/court terme dans le tableau complémentaire ci-après

(e) Autres secteurs (entreprises, ménages, assurances...)

Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2005
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Tableau 9 (suite)

Balance des paiements : compte financier (suite)

	(en millions d'euros)							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
Avoirs de réserve	4 201	- 2 171	906	- 197	- 1 177	- 443	- 2 403	- 3 913
Or	0	0	0	7	80	252	0	339
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 91	- 69	- 14	- 2	- 1	- 13	- 68	- 61
Position de réserve au FMI	- 603	- 1 087	132	253	- 6	13	- 1 538	592
Devises étrangères	4 895	- 1 015	788	- 455	- 1 250	- 695	- 797	- 4 783
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	- 20 603	- 2 399	8 226	6 719	- 12 347	22 129	5 091	29 920

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

NB : Depuis janvier 1999, les avoirs de réserve (bruts), conformément à la définition statistique retenue par l'Eurosystème, n'incluent plus les avoirs en devises sur des résidents de la zone euro.

Tableau complémentaire : avoirs et engagements des institutions financières monétaires

	(en millions d'euros)							
	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Août 2004 (b)	Septembre 2004 (b)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	11 mois 2003 (b)	11 mois 2004 (c)
Total	- 3 119	31 071	7 351	- 17 485	12 999	34 562	15 186	74 783
Avoirs	- 32 689	- 5 980	- 7 036	19 163	- 28 623	- 12 374	- 36 180	- 92 093
Long terme	- 11 958	- 25 611	- 4 155	1 368	- 211	196	- 27 102	- 8 647
Euros	- 9 598	- 17 979	- 1 516	345	- 645	525	- 19 141	- 5 432
Devises	- 2 360	- 7 632	- 2 639	1 023	434	- 329	- 7 961	- 3 215
Court terme	- 20 731	19 631	- 2 881	17 795	- 28 412	- 12 570	- 9 078	- 83 446
Euros	- 33 626	25 970	- 5 799	20 394	- 20 960	- 10 464	- 1 368	- 59 576
Devises	12 895	- 6 339	2 918	- 2 599	- 7 452	- 2 106	- 7 710	- 23 870
Engagements	29 570	37 051	14 387	- 36 648	41 622	46 936	51 366	166 876
Long terme	23 725	38 976	- 284	- 1 016	5 414	- 526	31 787	17 945
Euros	14 690	13 681	- 612	- 435	2 331	775	12 284	7 902
Devises	9 035	25 295	328	- 581	3 083	- 1 301	19 503	10 043
Court terme	5 845	- 1 925	14 671	- 35 632	36 208	47 462	19 579	148 931
Euros	29 323	- 1 694	14 882	- 22 518	22 212	20 818	23 430	77 825
Devises	- 23 478	- 231	- 211	- 13 114	13 996	26 644	- 3 851	71 106

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2005
Direction de la Balance des paiements – ADMINFO – Tél. 01 42 92 51 85

Méthodologie (tableaux 10 à 25)

Définitions

1. Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

2. Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire et toutes les institutions financières résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers.

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

3. Instruments financiers

Les *dépôts à terme* comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les *dépôts avec un préavis inférieur ou égal à trois mois* recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne-logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les *pensions* représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les *titres autres que des actions ou titres de créance* sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les *instruments du marché monétaire* correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de monétaires tous les actifs financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + instruments du marché monétaire + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale sont incluses dans M3.

Les *crédits* incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « *toutes devises* ».

L'*endettement intérieur total* (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

Tableau 10
Bilan de la Banque de France

	(encours de fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003	Novembre 2004
ACTIF						
Territoire national	33,4	20,4	19,7	20,3	16,4	24,7
<i>Crédits</i>	30,7	17,7	17,0	15,3	11,5	19,0
IFM	29,0	16,4	16,1	14,5	11,1	18,5
Administration centrale	1,4	1,0	0,6	0,5	0,2	0,2
Secteur privé	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Titres autres que des actions</i>	2,7	2,7	2,7	5,1	4,9	5,8
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	2,7	5,1	4,9	5,8
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Actions et autres participations</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	14,3	29,2	33,8	22,6	32,5	15,5
Reste du monde	34,5	29,7	21,0	19,6	18,3	22,8
Avoirs en or	28,5	30,6	31,8	32,1	32,1	32,6
Non ventilés par zones géographiques (a)	18,2	19,1	48,2	57,4	59,6	71,3
TOTAL	128,9	129,1	154,6	152,0	158,9	166,9

(a) Y compris l'ajustement lié au nouveau mode de comptabilisation des billets au passif du bilan de la Banque de France depuis janvier 2002

	(encours de fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003	Novembre 2004
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	30,9	32,8	36,2	26,3	28,8	23,9
IFM	28,1	29,5	34,6	25,4	27,8	23,3
Administration centrale	2,0	2,5	0,8	0,1	0,3	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – Reste du monde	1,1	3,7	1,8	3,2	3,8	7,1
Non ventilés par zones géographiques	97,0	92,6	116,6	122,5	126,3	136,0
<i>Billets et pièces en circulation (a)</i>	49,2	34,6	74,2	79,1	85,0	93,0
<i>Titres de créance émis</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Instruments du marché monétaire</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Capital et réserves</i>	38,2	42,5	38,4	37,5	35,5	36,1
<i>Autres</i>	9,6	15,6	4,0	6,0	5,8	6,9
TOTAL	128,9	129,1	154,6	152,0	158,9	166,9

(a) Depuis janvier 2002, les billets en circulation font l'objet d'un traitement statistique qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Les billets en euros en circulation sont désormais émis légalement à hauteur de 8 % par la Banque centrale européenne, le solde étant réparti entre les différents pays de la zone au prorata de la part détenue par chaque banque centrale nationale dans le capital de la BCE.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 11

Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France

	(encours de fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003	Novembre 2004
ACTIF						
Territoire national	2 560,7	2 753,7	2 875,2	3 002,6	2 999,4	3 124,6
Crédits	2 003,4	2 127,7	2 209,0	2 256,9	2 265,7	2 323,0
IFM	837,2	906,3	951,7	950,8	947,8	940,1
APU	121,0	118,3	126,8	130,0	142,0	132,1
Secteur privé	1 045,1	1 103,2	1 130,5	1 176,1	1 175,9	1 250,7
Titres autres que des actions	368,9	407,0	416,4	442,1	431,2	458,2
IFM ≤ 2 ans	73,5	96,6	116,2	131,7	129,8	156,2
> 2 ans	63,3	54,2	52,1	48,2	49,8	49,8
APU	147,2	151,3	152,4	162,4	157,5	159,9
Secteur privé	84,9	104,9	95,7	99,7	94,2	92,3
Titres d'OPCVM monétaires	22,1	35,5	58,4	67,3	63,7	73,0
Actions et autres participations	166,3	183,5	191,4	236,3	238,8	270,5
Autres États de la zone euro	313,5	349,4	408,6	491,9	465,9	566,7
Reste du monde	467,9	507,0	513,3	524,9	502,8	628,9
Non ventilés par zones géographiques	394,5	440,2	364,6	384,8	379,1	461,7
TOTAL	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 404,2	4 347,1	4 781,9
	(encours de fin de période en milliards d'euros)					
	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003	Novembre 2004
PASSIF						
Dépôts – Territoire national	1 754,8	1 838,8	1 920,9	2 025,7	2 047,7	2 078,9
IFM	847,4	868,0	927,0	946,2	933,2	946,5
Administration centrale	5,6	4,4	11,7	30,8	39,0	30,4
Autres secteurs	901,7	966,4	982,2	1 048,7	1 075,5	1 102,0
Dépôts à vue	264,9	300,3	290,9	322,8	344,1	342,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	56,2	63,6	60,4	52,9	49,6	49,9
> 2 ans	279,8	277,5	283,3	292,2	299,3	297,6
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	274,3	294,3	319,9	343,5	351,8	369,0
Pensions	26,5	30,7	27,7	37,2	30,7	43,6
Dépôts – Autres États de la zone euro	161,2	173,7	195,4	212,3	201,8	263,0
IFM	139,0	149,4	170,8	182,9	173,6	224,0
Autres secteurs	22,2	24,2	24,5	29,4	28,2	39,0
Dépôts – Reste du monde	410,7	450,3	437,3	447,5	429,9	525,4
Non ventilés par zones géographiques	1 410,0	1 587,7	1 608,1	1 718,7	1 667,8	1 914,6
Titres de créances émis ≤ 2 ans	163,8	197,1	206,5	225,7	218,3	254,2
> 2 ans	338,3	357,0	354,9	376,2	375,2	401,5
Titres d'OPCVM monétaires	213,3	258,6	303,8	341,4	327,8	370,1
Capital et réserves	249,3	270,5	284,1	293,7	294,9	308,6
Autres	445,1	504,5	458,8	481,7	451,6	580,2
TOTAL	3 736,6	4 050,4	4 161,7	4 404,2	4 347,1	4 781,9

NB : Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 117), les opérations financières de La Poste sont recensées dans le bilan des institutions financières monétaires. Il en résulte notamment un accroissement, à l'actif, du poste « Actions et autres participations » et, au passif, des postes « Dépôts à vue » et « Capital et réserves ».

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 12

Dépôts des résidents auprès de l'administration centrale (Trésor et La Poste)

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Dépôts à vue (a)	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Dépôts avec préavis ≤ 3 mois	Encours	Total Taux de croissance annuel
2000	Décembre	67,8	0,3	0,2	68,3	10,9
2001	Décembre	70,1	0,0	0,0	70,1	2,6
2002	Décembre	82,2	0,0	0,0	82,2	17,3
2003	Novembre	31,2	0,0	0,0	31,2	- 1,6
	Décembre	36,0	0,0	0,0	36,0	4,4
2004	Janvier	32,4	0,0	0,0	32,4	- 5,2
	Février	35,9	0,0	0,0	35,9	3,8
	Mars	37,1	0,0	0,0	37,1	7,7
	Avril	32,7	0,0	0,0	32,7	- 4,4
	Mai	32,4	0,0	0,0	32,4	- 5,0
	Juin	31,1	0,0	0,0	31,1	- 8,2
	Juillet	31,5	0,0	0,0	31,5	- 7,5
	Août	32,4	0,0	0,0	32,4	- 4,5
	Septembre	35,4	0,0	0,0	35,4	4,7
	Octobre	36,6	0,0	0,0	36,6	7,3
	Novembre	39,1	0,0	0,0	39,1	25,3

(a) Secteur privé et administrations publiques hors administrations centrales

NB : Depuis juin 2003 (Bulletin n° 116), les dépôts à vue du Fonds de réserve des retraites sont reclassés avec ceux du secteur des administrations centrales et ne sont donc plus repris dans le présent tableau. Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 117), les comptes chèques postaux ne sont plus recensés dans la colonne « Dépôts à vue » en raison de l'arrêt de la centralisation des fonds CCP au Trésor public. Les encours correspondants sont désormais intégrés au bilan des institutions financières monétaires (cf. note du tableau 11).

Source : Banque de France

 Réalisé le 4 janvier 2005
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 13
Engagements monétaires des IFM

		(taux de croissance annuel en %)					
		M1 (hors billets et pièces)		M2 (hors billets et pièces)		M3 (hors billets et pièces)	
		Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)
2001	Décembre	13,1	11,0	9,7	9,4	10,8	9,9
2002	Décembre	5,7	1,3	4,6	3,8	5,2	3,4
2003	Novembre	8,7	4,4	6,5	4,2	6,4	3,1
	Décembre	8,0	7,0	6,3	6,1	5,9	3,8
2004	Janvier	9,9	6,8	6,5	5,2	5,6	3,2
	Février	9,6	7,8	5,9	5,6	5,4	4,8
	Mars	9,3	9,8	5,4	5,6	5,0	4,3
	Avril	8,9	8,7	5,0	5,0	4,4	3,0
	Mai	7,9	7,7	4,4	4,6	3,9	3,1
	Juin	7,3	7,4	4,4	5,1	4,2	4,7
	Juillet	8,2	7,5	4,9	4,6	4,6	5,2
	Août	7,3	6,7	4,4	4,9	4,5	5,6
	Septembre	7,9	7,0	5,2	5,7	5,1	6,3
	Octobre	8,1	9,0	5,6	7,4	5,2	7,6
	Novembre	8,2	8,0	5,5	7,5	5,1	7,1

(a) La « contribution française » aux agrégats de la zone euro, selon la définition harmonisée arrêtée par l'Eurosystème, mesure les engagements monétaires des institutions financières monétaires (IFM) résidant en France, hors billets et pièces en circulation, vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales) ainsi que, par assimilation, les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales (La Poste...). Elle est comparée ici aux engagements monétaires de même type enregistrés dans l'ensemble de la zone.

Sources : BCE, Banque de France, calculs de la Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 14
Agrégats de la zone euro, engagements monétaires et crédits des IFM résidant en France

		(taux de croissance annuel en %)							
		M1		M2		M3		Crédits au secteur privé	
		Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (a)	Zone euro	France (b)
2001	Décembre	5,7	5,7	6,3	6,7	7,8	7,9	6,1	6,2
2002	Décembre	9,6	5,1	6,5	5,7	6,8	4,8	4,7	4,3
2003	Novembre	10,9	7,4	7,8	5,8	7,5	4,2	5,6	4,9
	Décembre	10,2	9,3	7,5	7,4	7,0	4,8	5,5	5,4
2004	Janvier	11,8	9,3	7,6	6,6	6,6	4,3	5,5	6,4
	Février	11,4	10,0	7,1	6,9	6,4	5,7	5,4	6,2
	Mars	11,0	11,5	6,5	6,8	6,0	5,2	5,3	4,5
	Avril	10,6	10,5	6,2	6,2	5,4	4,0	5,5	5,5
	Mai	9,7	9,8	5,5	5,9	4,9	4,1	5,7	6,4
	Juin	9,1	9,5	5,5	6,3	5,2	5,6	6,0	6,5
	Juillet	9,9	9,5	6,0	5,9	5,5	6,0	6,2	6,9
	Août	9,0	8,8	5,5	6,1	5,4	6,5	6,1	7,3
	Septembre	9,6	9,1	6,3	6,8	6,0	7,2	6,5	7,7
	Octobre	9,8	10,8	6,6	8,4	6,1	8,3	6,8	8,3
	Novembre	9,6	9,8	6,4	8,4	5,9	7,8	6,9	8,0

(a) La composante France mesure les engagements monétaires, y compris les billets et pièces, des IFM résidant en France vis-à-vis du secteur détenteur de monnaie de la zone euro (résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales) ainsi que les dépôts de ce secteur auprès des administrations centrales ou les crédits consentis par ces mêmes IFM. Depuis janvier 2002, les billets en circulation inclus dans M1 font l'objet d'un traitement qui prend en compte les conventions comptables adoptées au niveau de la zone euro. Le taux de croissance des engagements monétaires des IFM résidant en France a été corrigé, à partir de janvier 2002, de l'effet lié à la rupture de la série des billets en circulation.

(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales

Sources : BCE, Banque de France, calculs de la Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 15
Dépôts à vue

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total	
							Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	170,1	108,0	40,6	318,7	14,8	333,5	7,9
2001	Décembre	187,3	123,2	46,0	356,4	14,8	371,2	11,1
2002	Décembre	187,1	116,5	56,0	359,6	14,4	374,0	1,5
2003	Novembre	197,4	110,2	33,7	341,3	13,5	354,8	4,1
	Décembre	202,4	120,0	39,2	361,7	19,2	380,9	6,6
2004	Janvier	202,6	107,5	37,5	347,6	15,7	363,3	6,5
	Février	199,4	109,4	38,5	347,4	16,0	363,3	8,1
	Mars	199,0	114,9	39,4	353,2	20,7	373,9	10,1
	Avril	204,7	112,9	35,3	352,8	19,6	372,4	7,9
	Mai	202,2	118,2	34,4	354,7	19,0	373,7	7,1
	Juin	206,0	118,9	33,3	358,2	20,0	378,2	6,9
	Juillet	211,8	118,0	33,7	363,5	18,6	382,1	7,3
	Août	207,3	114,2	34,1	355,6	16,3	371,9	6,1
	Septembre	206,6	116,8	37,7	361,1	17,4	378,5	6,7
	Octobre	211,0	114,1	39,1	364,1	20,7	384,9	9,1
	Novembre	206,1	116,2	41,0	363,3	18,2	381,5	7,8

(a) Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) ANF (agents non financiers) : ménages et assimilés, sociétés non financières, administrations publiques

(c) Principalement sociétés d'assurance et fonds de pension, OPCVM non monétaires, entreprises d'investissement et fonds communs de créances

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 16
Comptes sur livret

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Livrets A	Livrets bleus	Comptes d'épargne- logement	Codevi	Livrets d'épargne populaire	Livrets jeunes	Livrets soumis à l'impôt	Total	
									Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	101,1	14,2	27,7	35,9	44,5	5,0	46,1	274,6	0,2
2001	Décembre	105,5	14,3	29,9	38,4	47,1	5,2	54,0	294,3	7,2
2002	Décembre	109,8	14,9	33,2	41,1	49,5	5,4	65,9	319,9	8,7
2003	Novembre	109,6	15,0	35,3	42,3	52,0	5,6	83,7	343,5	10,0
	Décembre	112,2	15,5	36,0	43,2	53,8	5,7	85,3	351,8	10,0
2004	Janvier	112,7	15,6	36,7	44,1	54,0	5,7	87,9	356,7	8,8
	Février	112,2	15,6	36,6	44,1	54,2	5,7	88,3	356,7	8,0
	Mars	111,7	15,6	36,8	44,2	54,4	5,7	89,6	358,0	7,2
	Avril	111,8	15,7	37,1	44,5	54,6	5,7	91,4	360,8	6,7
	Mai	111,4	15,6	37,0	44,4	54,7	5,7	91,7	360,5	6,4
	Juin	110,8	15,7	36,9	44,3	54,7	5,7	92,5	360,7	6,1
	Juillet	111,0	15,8	37,2	44,5	54,8	5,8	94,8	363,7	5,8
	Août	111,3	15,9	37,5	44,6	55,0	5,9	97,0	367,3	6,3
	Septembre	111,0	15,9	37,4	44,4	55,1	6,0	97,2	366,9	6,7
	Octobre	110,7	15,9	37,6	44,6	55,3	6,0	98,3	368,5	7,0
	Novembre	110,6	15,9	37,8	44,7	55,4	6,0	98,6	369,0	7,4

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 17
Dépôts à terme
≤ 2 ans

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Ménages et assimilés	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents	Total	
		(a)				(c)	Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	23,6	25,3	0,5	49,5	7,1	56,5	39,7
2001	Décembre	28,4	29,2	0,3	57,8	5,8	63,6	12,2
2002	Décembre	25,5	29,2	0,3	55,1	6,5	60,4	- 4,2
2003	Novembre	21,1	25,7	0,4	47,2	5,7	52,9	- 17,4
	Décembre	20,4	23,3	0,4	44,1	5,5	49,6	- 16,9
2004	Janvier	20,4	21,5	0,4	42,3	4,8	47,0	- 18,8
	Février	20,1	21,7	0,5	42,3	6,4	48,8	- 14,2
	Mars	19,9	21,5	0,4	41,8	3,7	45,5	- 21,3
	Avril	19,9	21,4	0,4	41,6	4,7	46,3	- 15,7
	Mai	19,5	22,2	0,4	42,0	5,0	47,0	- 13,9
	Juin	19,0	23,2	0,3	42,4	3,9	46,3	- 13,3
	Juillet	19,5	23,4	0,3	43,2	2,7	45,9	- 14,3
	Août	19,7	24,1	0,3	44,0	2,6	46,7	- 11,3
	Septembre	19,6	25,1	0,3	45,0	2,0	47,0	- 7,9
	Octobre	19,2	26,5	0,3	46,0	3,4	49,3	- 5,0
	Novembre	19,1	26,2	0,3	45,5	4,3	49,9	- 5,1

> 2 ans

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Ménages et assimilés			Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents	Total	
		PEL	PEP	Autres					Encours	Taux de Croissance annuel
2000	Décembre	190,3	60,5	23,4	1,7	0,1	276,0	3,8	279,8	- 6,2
2001	Décembre	195,4	53,0	23,1	1,7	0,1	273,2	4,4	277,5	- 0,8
2002	Décembre	205,0	48,1	20,8	2,4	0,2	276,5	6,9	283,3	2,1
2003	Novembre	209,3	45,2	16,8	9,5	0,1	280,9	11,3	292,2	6,0
	Décembre	216,7	46,0	16,4	9,9	0,1	289,0	10,3	299,3	4,9
2004	Janvier	218,2	45,8	16,4	9,7	0,1	290,1	10,5	300,6	4,4
	Février	217,8	45,2	16,2	9,8	0,1	289,0	10,2	299,2	3,6
	Mars	217,5	44,5	16,2	11,1	0,0	289,4	11,1	300,4	3,7
	Avril	217,4	44,1	16,4	11,8	0,0	289,8	11,1	300,9	3,9
	Mai	217,3	43,7	16,7	11,8	0,0	289,5	11,1	300,6	3,6
	Juin	216,8	43,2	16,8	11,1	0,0	288,0	10,5	298,5	2,8
	Juillet	216,7	42,9	16,4	11,2	0,0	287,2	10,5	297,7	2,6
	Août	217,0	42,7	16,5	11,1	0,0	287,2	10,5	297,7	2,4
	Septembre	216,9	42,4	16,5	11,4	0,0	287,3	10,5	297,7	1,9
	Octobre	216,9	42,1	16,6	11,4	0,0	286,9	10,6	297,5	1,8
	Novembre	216,9	41,8	16,6	11,5	0,0	286,7	10,9	297,6	1,8

(a) Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) ANF (agents non financiers) : ménages et assimilés, sociétés non financières, administrations publiques

(c) Principalement sociétés d'assurance et fonds de pension, OPCVM non monétaires, entreprises d'investissement et fonds communs de créances

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 18
Crédits des institutions financières monétaires
 Répartition par réseaux distributeurs

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Métropole + Monaco			Autres institutions financières monétaires (c)	Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)		Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	875,8	102,5	174,1	15,3	1 167,8	8,6
2001	Décembre	917,9	100,4	187,7	16,7	1 222,8	5,2
2002	Décembre	947,4	102,8	190,8	17,2	1 258,2	4,3
2003	Novembre	980,2	111,8	195,8	19,1	1 306,9	5,3
	Décembre	984,3	115,2	200,5	18,4	1 318,4	6,0
2004	Janvier	996,2	112,6	198,8	18,5	1 326,0	7,0
	Février	1 003,8	114,1	198,7	18,8	1 335,4	6,9
	Mars	1 000,5	120,1	197,5	16,8	1 334,9	5,1
	Avril	1 019,1	117,8	197,6	17,4	1 351,9	6,1
	Mai	1 022,2	119,3	198,3	16,8	1 356,7	6,8
	Juin	1 027,3	121,8	201,3	17,7	1 368,1	7,2
	Juillet	1 033,3	119,8	201,9	17,1	1 372,2	7,5
	Août	1 031,4	121,8	201,8	17,4	1 372,3	7,9
	Septembre	1 043,0	115,0	202,2	17,0	1 377,1	7,9
	Octobre	1 051,0	112,5	202,7	17,5	1 383,6	7,7
	Novembre	1 059,1	102,4	206,3	17,9	1 383,2	6,8

(a) L'ensemble des banques regroupe les établissements adhérant à la Fédération bancaire française.

(b) Institutions financières spécialisées et sociétés financières (ISF)

(c) Banque de France, OPCVM monétaires et institutions financières monétaires sises outre-mer

Répartition par secteurs bénéficiaires

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Secteur privé		Administrations publiques		Total	
		Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel	Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	1 045,5	9,6	122,4	0,5	1 167,8	8,6
2001	Décembre	1 103,5	6,1	119,2	- 3,2	1 222,8	5,2
2002	Décembre	1 130,8	4,0	127,4	7,0	1 258,2	4,3
2003	Novembre	1 176,4	4,8	130,5	9,8	1 306,9	5,3
	Décembre	1 176,2	5,3	142,2	12,5	1 318,4	6,0
2004	Janvier	1 190,6	6,4	135,4	12,6	1 326,0	7,0
	Février	1 197,5	6,3	137,9	13,2	1 335,4	6,9
	Mars	1 193,0	4,4	142,0	10,9	1 334,9	5,1
	Avril	1 213,0	5,3	138,9	13,6	1 351,9	6,1
	Mai	1 217,0	6,2	139,7	12,6	1 356,7	6,8
	Juin	1 222,9	6,3	145,3	14,8	1 368,1	7,2
	Juillet	1 228,9	6,7	143,3	14,4	1 372,2	7,5
	Août	1 225,6	7,0	146,7	16,4	1 372,3	7,9
	Septembre	1 235,3	7,5	141,8	11,9	1 377,1	7,9
	Octobre	1 247,1	7,8	136,6	6,9	1 383,6	7,7
	Novembre	1 251,0	7,4	132,2	1,6	1 383,2	6,8

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 19

Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières
 Répartition par objets de financement

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Investissement	Trésorerie	Autres objets	Total	
					Encours	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	178,0	164,1	165,1	507,3	10,7
2001	Décembre	193,0	163,2	166,7	522,8	3,3
2002	Décembre	201,0	162,4	165,6	529,0	2,8
2003	Novembre	207,0	140,5	170,8	518,3	- 1,1
	Décembre	207,1	136,6	171,2	514,8	- 1,1
2004	Janvier	206,9	140,9	170,3	518,1	- 0,4
	Février	207,0	138,5	170,3	515,8	- 0,5
	Mars	207,6	136,9	170,7	515,1	- 1,7
	Avril	208,4	143,1	173,1	524,6	- 0,1
	Mai	208,5	141,4	173,1	523,1	0,6
	Juin	209,6	139,4	176,8	525,9	1,2
	Juillet	211,4	141,3	177,4	530,1	2,4
	Août	211,9	141,0	177,5	530,5	2,8
	Septembre	212,3	143,0	177,3	532,6	4,3
	Octobre	213,1	144,2	178,3	535,7	4,6
	Novembre	214,0	141,3	178,4	533,8	4,2

NB : Les encours figurant dans ce tableau incorporent les crédits titrisés.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 20

Crédits des établissements de crédit aux ménages
 Répartition par objets de financement

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

		Habitat	Trésorerie	Autres objets	Total	
			(a)		Encours (b)	Taux de croissance annuel
2000	Décembre	305,3	100,2	77,1	482,5	6,9
2001	Décembre	324,6	105,3	78,9	508,9	6,1
2002	Décembre	350,7	108,2	82,8	541,8	7,1
2003	Novembre	381,1	112,0	82,5	575,6	8,1
	Décembre	385,5	113,7	81,3	580,5	7,8
2004	Janvier	389,0	113,1	81,0	583,1	8,3
	Février	391,8	112,6	82,1	586,5	8,1
	Mars	395,5	113,2	81,9	590,7	8,3
	Avril	398,3	113,8	82,2	594,4	8,3
	Mai	401,6	114,3	82,5	598,4	8,6
	Juin	408,3	116,2	82,8	607,3	9,5
	Juillet	415,0	116,2	83,1	614,3	9,6
	Août	418,7	115,3	83,2	617,2	9,9
	Septembre	421,9	115,7	82,8	620,4	9,4
	Octobre	423,8	116,4	82,1	622,3	9,0
	Novembre	426,3	117,4	82,0	625,7	9,1

(a) Ce montant n'inclut pas les crédits de trésorerie distribués aux entrepreneurs individuels.

(b) Ce montant n'inclut pas les crédits distribués aux institutions sans but lucratif au service des ménages.

NB : Les encours figurant dans ce tableau incorporent les crédits titrisés.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 21
Endettement des sociétés non financières sur les marchés

<i>(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>				
		≤ 1 an	> 1 an	Total
				Encours Taux de croissance annuel
2000	Décembre	56,4	180,8	237,2 21,9
2001	Décembre	56,2	238,7	295,0 23,7
2002	Décembre	42,6	252,4	295,0 0,8
2003	Novembre	39,4	269,9	309,2 6,3
	Décembre	34,3	271,7	305,9 4,8
2004	Janvier	38,0	268,7	306,7 2,4
	Février	39,1	269,5	308,7 2,5
	Mars	41,1	263,5	304,6 - 1,8
	Avril	44,2	261,9	306,1 - 0,9
	Mai	47,5	265,6	313,1 - 0,3
	Juin	43,5	264,1	307,6 - 2,0
	Juillet	44,0	264,6	308,6 - 1,7
	Août	45,2	263,6	308,8 - 1,6
	Septembre	43,6	263,0	306,6 - 0,5
	Octobre	43,2	264,6	307,8 - 0,2
	Novembre	39,8	264,6	304,4 - 0,8

Source : Banque de France

Réalisé le 7 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 22
Endettement des administrations publiques sur les marchés

<i>(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>				
		≤ 1 an	> 1 an	Total
				Encours Taux de croissance annuel
2000	Décembre	43,2	607,8	650,9 4,9
2001	Décembre	52,4	636,4	688,8 5,8
2002	Décembre	88,2	657,8	745,9 8,4
2003	Novembre	113,3	720,7	834,0 13,3
	Décembre	108,7	720,9	829,6 11,4
2004	Janvier	107,0	724,8	831,8 11,1
	Février	107,4	730,4	837,8 9,4
	Mars	108,9	745,1	854,0 9,7
	Avril	108,2	741,2	849,4 8,8
	Mai	107,4	754,0	861,4 7,3
	Juin	106,7	772,6	879,3 7,5
	Juillet	104,6	761,3	865,9 7,0
	Août	106,4	760,3	866,7 7,2
	Septembre	107,3	769,3	876,6 5,3
	Octobre	108,3	768,1	876,4 5,3
	Novembre	108,4	782,8	891,1 6,9

Source : Banque de France

Réalisé le 7 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 23
Endettement intérieur total (EIT)
 Répartition par agents

		<i>(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)</i>			
		Ménages et assimilés (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques	Total
					Encours Taux de croissance annuel
2000	Décembre	498,2	974,5	818,7	2 291,4 9,6
2001	Décembre	524,4	1 074,7	853,7	2 452,8 7,3
2002	Décembre	557,8	1 093,4	917,2	2 568,4 5,4
2003	Novembre	591,9	1 105,1	975,8	2 672,8 6,8
	Décembre	596,9	1 098,8	983,2	2 678,9 6,3
2004	Janvier	599,4	1 105,7	976,4	2 681,5 6,3
	Février	602,8	1 104,9	985,1	2 692,7 5,4
	Mars	607,2	1 104,5	1 005,8	2 717,6 4,9
	Avril	611,2	1 116,9	998,1	2 726,2 4,8
	Mai	615,0	1 124,7	1 010,9	2 750,6 4,6
	Juin	623,9	1 120,5	1 035,0	2 779,3 5,4
	Juillet	631,0	1 126,8	1 020,1	2 778,0 5,5
	Août	634,0	1 129,1	1 025,0	2 788,1 6,0
	Septembre	637,2	1 132,1	1 030,2	2 799,5 5,7
	Octobre	639,1	1 140,3	1 024,4	2 803,9 5,6
	Novembre	642,7	1 136,4	1 034,8	2 813,9 5,7

(a) Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages

Source : Banque de France

Réalisé le 7 janvier 2005
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 23 (suite)
Endettement intérieur total (EIT) (suite)
 Répartition par instruments

(encours de fin de période en milliards d'euros et variations en %)

	Encours	Taux de croissance annuel			
	Novembre 2004	Décembre 2002	Décembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Endettement intérieur total	2 813,9	5,4	6,3	5,6	5,7
Ménages et assimilés (a)	642,7	7,0	7,6	8,9	9,0
≤ 1 an	37,0	3,9	6,1	4,5	4,1
> 1 an	605,6	7,2	7,7	9,2	9,3
Sociétés non financières	1 136,4	2,8	1,7	4,2	3,7
≤ 1 an	404,9	- 4,1	4,4	6,6	5,7
> 1 an	731,5	6,7	0,4	2,9	2,7
Administrations publiques	1 034,8	7,6	11,0	5,3	6,0
≤ 1 an	158,0	40,8	25,8	3,3	4,0
> 1 an	876,9	2,9	8,4	5,6	6,4
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	1 343,3	5,0	4,1	6,4	5,9
Ménages et assimilés (a)	642,7	7,0	7,6	8,9	9,0
≤ 1 an	37,0	3,9	6,1	4,5	4,1
> 1 an	605,6	7,2	7,7	9,2	9,3
Sociétés non financières	566,6	3,0	- 1,0	4,0	3,9
≤ 1 an	138,8	- 7,3	13,3	0,8	0,9
> 1 an	427,7	6,4	- 5,0	5,1	4,9
Administrations publiques	134,1	5,2	10,3	5,5	1,1
≤ 1 an	40,0	57,9	67,0	43,9	40,0
> 1 an	94,1	- 0,6	0,3	- 5,1	- 9,6
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	265,5	4,9	4,3	10,4	9,1
Financements de marchés	1 195,5	6,1	9,5	3,8	4,8
Sociétés non financières	304,4	0,8	4,8	- 0,2	- 0,8
≤ à 1 an	39,8	- 24,9	- 20,2	3,0	0,9
> à 1 an	264,6	7,0	9,1	- 0,7	- 1,0
Administrations publiques	891,1	8,4	11,4	5,3	6,9
≤ à 1 an	108,4	68,1	23,3	- 6,2	- 4,3
> à 1 an	782,8	3,5	9,8	7,2	8,7
Financement monétaire du Trésor public	9,6	1,2	8,2	- 2,4	- 4,2

(a) Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) IF (institutions financières) : institutions financières monétaires et autres intermédiaires financiers (Caisse nationale des autoroutes – CNA, Caisse nationale des télécommunications – CNT), Comité interprofessionnel du logement, OPCVM non monétaires, fonds communs de créances)

(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux

NB : Depuis juillet 2003 (Bulletin n° 117), les fonds des comptes chèques postaux (CCP) ne sont plus centralisés par le Trésor public et ne constituent donc plus un financement monétaire de ce dernier.

Source : Banque de France

Réalisé le 7 janvier 2005
 DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 24
Rémunération des dépôts

		(taux mensuels moyens en %)			
		Livret A (fin de période)	Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois (a)	Dépôts à terme ≤ 1 an (a)	Dépôts à terme > 2 ans (a)
2000	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2001	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	3,00	0,00	0,00	0,00
2003	Novembre	2,25	2,53	2,02	3,05
	Décembre	2,25	2,51	2,16	2,84
2004	Janvier	2,25	2,55	2,05	2,84
	Février	2,25	2,62	2,08	2,80
	Mars	2,25	2,56	2,05	2,81
	Avril	2,25	2,58	2,57	2,67
	Mai	2,25	2,57	2,07	2,83
	Juin	2,25	2,55	1,94	2,95
	Juillet	2,25	2,58	2,10	2,98
	Août	2,25	2,58	2,08	3,01
	Septembre	2,25	2,55	2,06	2,80
	Octobre	2,25	2,56	1,91	2,85
	Novembre	2,25	2,57	2,05	2,74

(a) Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

NB : Nouvelles statistiques de taux d'intérêt résultant de la collecte mise en place début 2003. Des séries longues seront publiées prochainement.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 25
Coût du crédit

		(taux mensuels moyens en %)			
		Découverts aux ménages	Crédits à l'habitat aux ménages (a)	Crédits aux sociétés non financières	
				(b)	(c)
2000	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2001	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2002	Décembre	0,00	0,00	0,00	0,00
2003	Novembre	9,77	4,23	3,03	2,79
	Décembre	9,77	4,15	3,21	2,91
2004	Janvier	10,52	4,24	3,03	2,90
	Février	10,19	4,22	3,16	2,66
	Mars	9,90	4,24	3,10	2,62
	Avril	9,88	4,12	3,13	2,82
	Mai	9,88	3,91	3,45	2,95
	Juin	9,69	3,94	3,54	2,80
	Juillet	9,77	3,98	3,66	2,96
	Août	10,01	3,96	3,49	2,85
	Septembre	9,87	4,05	3,56	2,77
	Octobre	9,64	3,97	3,49	2,68
	Novembre	9,61	3,96	3,51	2,72

(a) Période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure à 5 ans et inférieure ou égale à 10 ans

(b) PFIT inférieure ou égale à 1 an et montant initial inférieur ou égal à 1 million d'euros

(c) PFIT inférieure ou égale à 1 an et montant initial supérieur à 1 million d'euros

NB : Taux d'intérêt sur les contrats nouveaux. Nouvelles statistiques de taux d'intérêt résultant de la collecte mise en place début 2003. Des séries longues seront publiées prochainement.

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 26
Taux des crédits et seuils de l'usure

	(en %)		
	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} octobre 2004	Taux effectif pratiqué au 4 ^e trimestre 2004	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} janvier 2005
Crédits aux particuliers			
<i>Crédits immobiliers</i>			
Prêts à taux fixe	6,56	4,97	6,63
Prêts à taux variable	5,85	4,38	5,84
Prêts relais	6,68	4,92	6,56
<i>Crédits de trésorerie</i>			
Prêts d'un montant ≤ 1 524 euros	20,13	14,59	19,45
Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > 1 524 euros	16,21	12,25	16,33
Prêts personnels et autres prêts d'un montant > 1 524 euros	9,12	6,64	8,85
Crédits aux commerçants, artisans, entrepreneurs individuels et personnes morales n'ayant pas d'activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale			
Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	8,55	6,35	8,47
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	6,08	4,51	6,01
Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	6,47	4,99	6,65
Découverts en compte (a)	11,27	8,78	11,71
Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	8,20	5,91	7,88
Crédits aux personnes morales ayant une activité industrielle, commerciale artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale			
Découverts en compte (a)	11,27	8,78	11,71

(a) Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'octobre 2004 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

NB : Informations publiées au Journal officiel du 28 décembre 2004

Source : Banque de France

Réalisé le 4 janvier 2005
Direction de la Conjoncture – Service des Synthèses conjoncturelles – Tél. 01 42 92 61 77

Tableau 27

Émissions obligataires (émissions de l'État pour l'année 2004)

(flux en millions d'euros, prix d'émission en %)

Date de règlement	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Total
OATi 3% Juillet 2009 personnes physiques													
Valeur nominale							3	2				6	11
Prix d'émission							118,86	119,44				112,02	
Émission brute							3	2				7	12
OATi 1,6 % Juillet 2011													
Valeur nominale						3 404	862		440	764			5 470
Prix d'émission						98,59	99,26		100,00	101,51			
Émission brute						3 356	855		440	775			5 426
OAT€i 3 % Juillet 2012													
Valeur nominale		607		1 334	846				692				3 479
Prix d'émission		108,68		109,01	108,08				109,93				
Émission brute		660		1 454	914				761				3 789
OATi 2,5 % Juillet 2013													
Valeur nominale			1 474	723									2 197
Prix d'émission			106,61	104,82									
Émission brute			1 571	758									2 329
OAT 4 % Octobre 2013 personnes physiques													
Valeur nominale	52	46											98
Prix d'émission	99,87	100,37											
Émission brute	52	47											99
OAT 4 % Octobre 2013													
Valeur nominale	3 480	2 686											6 166
Prix d'émission	97,83	98,33											
Émission brute	3 404	2 641											6 045
OAT 4 % Avril 2014													
Valeur nominale			6 620		3 522	3 370	4 254						17 766
Prix d'émission			98,68		98,09	96,76	97						
Émission brute			6 533		3 454	3 261	4 139						17 387
OAT 4 % Avril 2014 personnes physiques													
Valeur nominale			70	53	40	36	39	34			55		327
Prix d'émission			100,70	102,02	100,11	98,79	99	101			103		
Émission brute			70	54	40	36	39	34			56		329
OAT 4 % Octobre 2014													
Valeur nominale									5 220	2 358	2 252		9 830
Prix d'émission									99,25	99,56	101		
Émission brute									5 181	2 348	2 266		9 795
OAT 4 % Octobre 2014 personnes physiques													
Valeur nominale									68	59		37	164
Prix d'émission									101,27	101,56		103,94	
Émission brute									68	60		39	167
OAT€i 1,6% 25 Juillet 2015													
Valeur nominale											3 527		3 527
Prix d'émission											101		
Émission brute											3 538		3 538
OAT 4,25 % Avril 2019													
Valeur nominale		3 938			2 170					1751			7 859
Prix d'émission		95,98			96,19					99,09			
Émission brute		3 780			2 087					1735			7 602
OAT€i 2,25 % Juillet 2020													
Valeur nominale	4 000	298	219		566					583			5 666
Prix d'émission	98,87	99,23	102,40		98,53					103,97			
Émission brute	3 955	296	224		558					606			5 639
OAT€i 3,4 % Juillet 2029													
Valeur nominale			225				639						864
Prix d'émission			122,88				119						
Émission brute			276				763						1 039
OAT 5,75 % Octobre 2032													
Valeur nominale	3 063												3 063
Prix d'émission	111,94												
Émission brute	3 429												3 429
OAT€i 3,15 % Juillet 2032													
Valeur nominale		1 008			650								1 658
Prix d'émission		114,31			113,31								
Émission brute		1 152			737								1 889
OAT 4,75 % Avril 2035													
Valeur nominale				3 699		2 889					1 575		8 163
Prix d'émission				99,54		95,35					102,83		
Émission brute				3 682		2 755					1 619		8 056
TOTAL													
Valeur nominale	10 595	8 583	8 608	5 809	7 794	9 699	5 797	36	6 420	5 515	7 409	43	76 308
Émissions brutes	10 841	8 576	8 675	5 948	7 790	9 408	5 799	36	6 450	5 524	7 479	46	76 572
Amortissements	0	8 381	0	16 434	0	0	0	0	350	12 349	0	30	37 544
Émissions nettes	10 841	195	8 675	- 10 486	7 790	9 408	5 799	36	6 100	- 6 825	7 479	16	39 028
TOTAL CUMULÉ 2004													
Valeur nominale	10 595	19 178	27 786	33 595	41 389	51 088	56 885	56 921	63 341	68 856	76 265	76 308	
Émissions brutes	10 841	19 417	28 092	34 040	41 830	51 238	57 037	57 073	63 523	69 047	76 526	76 572	
Amortissements	0	8 381	8 381	24 815	24 815	24 815	24 815	24 815	25 165	37 514	37 514	37 544	
Émissions nettes	10 841	11 036	19 711	9 225	17 015	26 423	32 222	32 258	38 358	31 533	39 012	39 028	
TOTAL CUMULÉ 2003													
Valeur nominale	7 241	13 944	20 103	25 745	32 562	39 613	47 272	47 297	57 875	61 908	66 277	66 309	
Émissions brutes	7 694	14 679	20 865	26 511	33 581	40 741	48 432	48 457	58 895	62 842	67 207	67 238	
Amortissements	0	0	0	15 313	15 313	15 313	15 713	15 988	15 988	31 353	33 753	33 783	
Émissions nettes	7 694	14 679	20 865	11 198	18 268	18 649	32 719	32 469	42 908	31 487	33 452	33 455	

NB : Montant exprimé en prix d'émission hors coupon couru, net des opérations de restructuration de la dette par échange ou rachat de titres, le prix d'émission correspondant au prix moyen pondéré

Source : Banque de France

Réalisé le 6 janvier 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en décembre 2004)

Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)				
				Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuariel (c)	Date d'amortissement final	Date de règlement
Marché parisien								
OATi 3 % 25 juillet 2009 personnes physiques	1	95	6,52	122,02	3,00	0,47	25.07.2009	27.12.2004
OAT 4 % Octobre 2014 personnes physiques	2	95	38,93	103,94	4,00	3,52	25.10.2014	27.12.2004
Belvédère TV Décembre 2004	3	28	35,00	100,00	Euribor		17.12.2009	17.12.2004
CNCEP 4,20 % Décembre 2004	4	32	257,18	101,93	4,20	4,00	17.12.2016	17.12.2004
BFBP 3,9 % Décembre 2004	5	34	45,00	100,00	3,90	3,85	28.01.2015	20.12.2004
CIF Euromortgage 3,25 % Décembre 2004 OF	6	49	1 225,00	98,00	3,25		01.12.2011	01.12.2004
CRH 4 % Décembre 2004 A OF	7	65	104,01	104,01	4,00	3,10	25.10.2009	17.12.2004
Crédit coopératif 4 % Décembre 2004 TSR	8	6	29,88	99,61	4,00	4,05	17.12.2014	17.12.2004
Cadesi 1,85 % Décembre 2004	9	96	997,85	99,79	1,85		25.07.2019	09.12.2004
AFD 3,85 % Décembre 2004	10	61	299,25	99,75	3,85		25.10.2014	08.12.2004
Soitec 4,625 % Décembre 2004 Océanes	11	28	103,50	100,00	4,63		20.12.2009	20.12.2004
Natexis Banques Populaires ENA Décembre 2004	12	33	74,78	99,71	Eonia		16.12.2007	16.12.2004
Coralec 1 % Décembre 2004 ORA tranche 1	13	28	17,39	100,00	1,00		15.12.2009	15.12.2004
Coralec 1 % Décembre 2004 ORA tranche 2	13	28	1,60	100,00	1,00		15.12.2009	15.12.2004
BNP ENA Décembre 2004 Tranche A	14	32	60,00	100,00	Eonia		31.12.2007	31.12.2004
BNP ENA Décembre 2004 Tranche B	15	32	60,00	100,00	Eonia		31.12.2007	31.12.2004
BNP ENA Décembre 2004 Tranche C	16	32	20,00	100,00	Euribor		31.12.2007	31.12.2004
CRH 4,10 % Décembre 04	17	65	172,35	101,38	4,10	3,94	25.10.2015	17.12.2004
Cades 4% Décembre 2004	18	96	2 963,19	98,77	4,00		25.10.2019	21.12.2004
CFCM 4 % Nord Europ Décembre 2004		36	34,89	99,68	4,00	4,04	22.12.2014	22.12.2004
Crédit Agricole TSR 4 % Décembre 2004		35	401,42	101,32	4,00	3,92	22.12.2016	22.12.2004
Région Île de France 3,5 % Décembre 2004		97	228,21	99,22	3,50		20.12.2012	20.12.2004
CIC TV Eonia Décembre 2004		32	74,82	99,77	Eonia		10.12.2007	10.12.2004
TOTAL			7 250,80					
(Pour mémoire coupon couru)			8,02					

(a) Cf. page suivante

(b) Montant, hors coupon couru, en prix d'émission

(c) Taux minimum, pour les emprunts à taux variable ou révisable ; rendement réel, pour les émissions indexées sur l'inflation

Source : Banque de France

Réalisé le 5 janvier 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en décembre 2004) (suite)

Renvois relatifs aux émissions du mois

- 1 **OATi 3 % Juillet 2009 indexée sur l'inflation destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2005, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,0199 euro par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2005 à « l'OATi 3 % Juillet 2009 » (ISIN FR0000571424).
- 2 **OAT 4 % Octobre 2014 destinées aux personnes physiques.** Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2005, sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,03661 euro par obligation. **Assimilation** le 25 octobre 2005 à « l'OAT 4 % Octobre 2014 » (ISIN FR0010112052).
- 3 **Obligations à bons de souscription d'actions remboursables (Obsar) :** les obligations seront amorties en trois tranches égales les 17 décembre 2007, 2008 et 2009 par remboursement au pair, soit 845 euros par obligation. **Amortissement anticipé au gré de la société** en totalité ou en partie à chaque date de paiement d'intérêt à compter du 17 décembre 2004 jusqu'au 17 décembre 2009 à un prix de remboursement anticipé égal au pair, auquel s'ajoutera le montant d'intérêt correspondant à la période d'intérêt se terminant à la date de remboursement. **Intérêt :** à taux variable, Euribor 3 mois, payable trimestriellement les 17 mars, 17 juin, 17 septembre et 17 décembre de chaque année et pour la première fois le 17 mars 2005. Marge brute nulle par rapport à Euribor 3 mois. **Exercice des BSAR :** à tout moment, à compter du 17 décembre 2004 jusqu'au 17 décembre 2011, un BSAR permettra de souscrire une action Belvédère au prix de 85 euros libérable en espèces.
- 4 **L'émission bénéficie** du système de garantie et de solidarité du réseau des Caisses d'épargne.
- 5 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD).** Exceptionnellement, **le premier terme d'intérêt**, payable le 28 janvier 2005, sera atypique et s'élèvera à 39 euros pour 404 jours d'intérêt, ce qui correspond à un taux annuel proportionnel de 3,52 %.
- 6 **Obligation foncière.**
- 7 **Titre subordonné remboursable (TSR)** à taux fixe 4 % et à intérêts trimestriels payables les 22 mars, juin, septembre et décembre de chaque année et pour la première fois le 22 mars 2005. **Assimilation immédiate** à l'emprunt « CRH 4 % Décembre 2002 (CV FR0000188864) ».
- 8 **Titre subordonné remboursable (TSR).**
- 9 **Cades 1,85 % Décembre 2004. Intérêt :** payable annuellement le 25 juillet de chaque année et, pour la première fois, du 25 juillet 2004 inclus au 25 juillet 2005 exclu. Le coupon sera de 1,85 % multiplié par le coefficient d'indexation sur l'inflation (1,00336). Le prix d'émission et le coupon couru seront multipliés par le coefficient d'indexation.
- 10 **Intérêt :** 3,85 %. **Exceptionnellement**, le premier coupon sera atypique, payable à terme échu le 25 octobre de chaque année et, pour la première fois, le 25 octobre 2005.
- 11 **Obligations à option de conversion et ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (Océanes) :** les porteurs pourront, à tout moment, demander la conversion et/ou l'échange des obligations à compter du 20 décembre 2004 jusqu'au 7^e jour ouvré qui précède la date de remboursement, à raison d'une action Soitec pour une obligation. **Exceptionnellement**, le 1^{er} coupon payable le 1^{er} novembre 2005 s'élèvera à 2,104435 euro par obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE)** de la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment, à compter du 20 décembre 2007 jusqu'au 7^e jour ouvré précédant la date de remboursement. **Amortissement anticipé au gré des porteurs (AGD) :** le détenteur pourra demander le remboursement de tout ou partie des obligations détenues à la valeur nominale, augmenté des intérêts courus. **Amortissement résiduel :** la société pourra rembourser, à tout moment, la totalité des obligations restant en circulation, si leur nombre est inférieur à 10 % du nombre des obligations émises.
- 12 **Intérêt :** Eonia, payable annuellement le 16 décembre de chaque année et, pour la première fois, le 16 décembre 2005.
- 13 **Obligations remboursables en actions (ORA) :** les porteurs pourront, à tout moment, demander la conversion et/ou l'échange des obligations à compter du 15 décembre 2004 jusqu'au 7^e jour ouvré qui précède la date de remboursement, à raison d'une action Alcatel pour une obligation. **Amortissement anticipé au gré de l'émetteur (AGE) :** la société se réserve le droit de procéder à tout moment à l'amortissement anticipé des obligations. **Amortissement anticipé au gré des porteurs (AGD) :** le détenteur pourra demander le remboursement de tout ou partie des obligations détenues en actions Alcatel à tout moment, à compter du 15 décembre 2004.
- 14 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD). Intérêt :** payable trimestriellement tous les 26 janvier, 26 avril, 26 juillet et 26 octobre de chaque année. Marge faciale de 0,09 % l'an.
- 15 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD). Intérêt :** payable trimestriellement tous les 26 janvier, 26 avril, 26 juillet et 26 octobre de chaque année. Marge faciale de 0,14 % l'an.
- 16 **Titres subordonnés à durée déterminée (TSDD). Intérêt :** payable trimestriellement tous les 26 janvier, 26 avril, 26 juillet et 26 octobre de chaque année. Marge faciale de 0,35 % l'an.
- 17 **Intérêt :** 4,10 %. **Exceptionnellement**, le premier coupon sera atypique et s'élèvera à 3,785 % pour 337 jours d'intérêt. **Assimilation immédiate** à l'emprunt « CRH 4,10 % Novembre 2004 (CV FR0010134379) »
- 18 **Intérêt :** 4 %. **Exceptionnellement**, le premier coupon sera atypique et s'élèvera à 4 % pour 308 jours d'intérêt.

Tableau 29

Émissions de titres à long terme par les résidents en euros et en devises

Tous marchés

(flux en numéraire à la date de règlement, en milliards d'euros)

	2003						2004					
	Émissions brutes			Émissions nettes			Émissions brutes			Émissions nettes		
	Novembre	11 mois	Année	Novembre	11 mois	Année	Octobre	Novembre	11 mois	Octobre	Novembre	11 mois
Émissions en euros	18,4	258,5	267,4	10,5	111,7	112,9	25,3	21,7	237,5	2,3	14,6	63,3
Administrations publiques	7,4	135,7	135,8	4,1	65,0	65,0	15,3	12,7	140,2	- 1,2	12,3	59,5
dont : <i>État</i>	7,4	120,2	120,2	4,3	50,1	50,1	10,3	12,6	132,0	- 6,0	12,4	56,1
Institutions financières monétaires	7,1	70,5	77,0	5,2	26,5	26,2	7,0	7,4	70,3	1,4	1,4	13,6
Institutions financières non monétaires	0,0	2,8	2,8	- 0,7	0,7	0,7	0,0	0,0	1,2	0,0	- 0,2	- 1,6
Sociétés non financières	3,9	49,5	51,8	1,9	19,5	21,0	3,1	1,7	25,8	2,0	1,0	- 8,1
Émissions en devises	1,8	27,0	29,7	0,2	9,2	11,1	3,3	4,1	29,4	1,4	3,5	14,1
Administrations publiques	0,0	0,4	0,5	- 0,3	- 0,4	- 0,2	0,1	2,5	3,5	0,1	2,5	3,0
Institutions financières monétaires	1,6	21,6	22,9	0,4	8,1	8,7	2,8	1,2	20,5	1,2	0,8	8,2
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	0,2	5,1	6,3	0,1	1,5	2,6	0,4	0,4	5,4	0,1	0,2	2,9

NB : Les flux en numéraire tiennent compte des prix d'émission et, le cas échéant, des primes de remboursement.

Tableau 30

Encours de titres à long terme émis par les résidents en euros et en devises

Tous marchés

(encours en valeur nominale, en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004		
	Décembre	Décembre	Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
Titres en euros	1 158,1	1 205,0	1 317,0	1 361,3	1 363,5	1 377,6
Administrations publiques	630,6	655,0	718,8	766,8	765,5	780,8
dont : <i>État</i>	600,4	627,9	676,9	726,4	720,2	732,6
Institutions financières monétaires	301,7	306,0	332,6	342,7	344,1	342,5
Institutions financières non monétaires	29,6	31,1	31,8	30,3	30,3	30,2
Sociétés non financières	196,2	212,8	233,7	221,5	223,6	224,1
Titres en devises	123,8	108,0	104,7	115,5	115,5	116,4
Administrations publiques	4,6	2,5	2,1	2,5	2,6	5,0
Institutions financières monétaires	74,7	64,2	63,8	71,0	71,4	70,4
Institutions financières non monétaires	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Sociétés non financières	43,9	40,6	38,3	41,5	41,0	40,5

Source : Banque de France

Réalisé le 7 janvier 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 31

Titres de créances négociables hors bons du Trésor

Répartition des encours par catégories de souscripteurs initiaux

(en milliards d'euros)

	Souscripteurs financiers (a)			Souscripteurs non financiers			Souscripteurs non résidents			Total
	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	BMTN	
2002										
Décembre	131,1	67,3	48,7	40,8	2,9	5,4	14,9	2,7	0,9	314,7
2003										
Janvier	153,0	70,8	48,1	43,6	2,2	5,4	12,2	2,2	0,9	338,4
Février	148,5	70,0	47,2	45,3	2,4	5,3	12,6	1,9	0,9	334,1
Mars	145,1	72,8	46,5	42,6	1,8	5,3	12,8	1,8	0,9	329,6
Avril	156,2	69,4	46,2	45,8	1,9	5,2	13,5	1,6	0,9	340,7
Mai	157,0	69,6	46,3	41,6	2,3	5,1	15,3	1,8	1,0	340,0
Juin	154,0	67,3	45,9	38,8	1,8	5,1	14,1	1,6	0,9	329,5
Juillet	159,3	69,1	46,4	36,3	1,5	5,2	13,1	1,4	1,0	333,3
Août	163,7	69,4	46,4	34,2	1,5	5,2	13,3	1,4	1,0	336,1
Septembre	159,6	67,5	46,4	30,7	1,7	5,2	12,4	1,5	1,0	326,0
Octobre	160,5	66,9	46,9	29,5	1,8	5,3	13,0	1,5	1,2	326,6
Novembre	162,6	64,5	47,5	28,7	1,0	5,3	12,4	1,1	1,2	324,3
Décembre	155,9	59,2	48,5	25,4	0,7	5,2	14,1	0,7	0,9	310,6
2004										
Janvier	174,0	62,3	48,3	25,3	0,2	5,3	14,3	0,5	0,9	331,1
Février	177,6	65,5	47,7	27,4	0,1	5,3	12,7	0,3	0,9	337,5
Mars	175,6	68,9	47,6	26,2	0,1	5,3	13,3	0,0	0,9	337,9
Avril	181,1	70,1	47,0	28,2	0,1	5,3	15,1	0,0	1,0	347,9
Mai	176,6	73,4	47,0	26,6	0,2	5,3	16,1	0,1	1,0	346,3
Juin	175,7	70,7	46,8	27,0	0,3	5,3	16,8	0,1	1,0	343,7
Juillet	184,5	65,2	46,7	25,1	3,4	5,4	16,9	0,1	1,3	348,6
Août	183,3	66,5	46,7	25,1	4,0	5,5	14,8	0,2	1,2	347,3
Septembre	176,1	64,1	47,3	26,5	3,3	5,6	14,6	0,1	1,2	338,8
Octobre	189,3	66,9	46,6	27,8	2,7	5,7	14,3	0,1	1,1	354,5
Novembre	188,9	65,4	47,9	30,2	2,0	5,7	16,5	0,3	1,1	358,0
Décembre	191,9	61,8	47,5	33,1	2,0	5,7	13,9	0,0	1,1	357,0

(a) *Souscripteurs financiers : établissements de crédit et assimilés, OPCVM, assurances, caisses de retraite et mutuelles*NB : *Encours euros et devises cumulés, calculés au dernier jour du mois**Contre-valeur des devises calculée à la même date**Encours calculés à partir des bases de données du STCN de la DEMREP*

Source : Banque de France

Réalisé le 6 janvier 2005
DEMREP – STCN – Tél. 01 42 92 41 01

Tableau 32

Détention par les non-résidents de titres français : actions cotées, obligations, bons du Trésor

	Déc 2002 (r)	Déc 2003 (r)	Mars 2004 (p)	Juin 2004 (p)	Sept 2004 (p)
Encours des non-résidents (a) en milliards d'euros					
1. Actions cotées (b)					
Source : Enquête-titres	279,3	305,7	312,8	313,8	nc
Source : Position extérieure	327,1	391,5	402,3	403,9	394,1
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	326,2	399,6	421,1	431,8	439,4
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	181,8	205,3	217,4	209,9	nc
Source : Position extérieure	182,8	220,0	233,8	234,7	244,4
2.2. Bons du Trésor (c)					
Source : Position extérieure	143,5	179,5	187,3	197,1	195,0
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres (e)	88,5	100,1	114,5	109,6	nc
Source : Position extérieure	204,3	247,8	246,7	240,0	243,3
Part des non-résidents en % (d)					
1. Actions cotées					
Source : Enquête-titres	35,9	34,5	34,6	35,8	nc
Source : Position extérieure	37,8	39,4	38,2	40,2	38,5
2. Dette publique négociable					
Source : Position extérieure	41,9	47,3	47,5	48,6	48,6
2.1. Obligations d'État					
Source : Enquête-titres	38,6	41,4	42,5	41,1	nc
Source : Position extérieure	34,2	39,0	38,9	40,0	39,7
2.2. Bons du Trésor					
Source : Position extérieure	59,0	63,9	65,4	65,3	67,3
3. Autres obligations (hors État)					
Source : Enquête-titres (e)	23,2	25,5	28,3	28,2	nc
Source : Position extérieure	39,3	46,9	49,8	50,0	50,9
Pour mémoire : Encours total émis en valeur de marché en % du PIB					
1. Actions cotées	57,4	64	65,3	63,1	63,6
2. Dette publique négociable	51,7	54,4	56,4	55,8	56,3
3. Autres obligations (hors État)	34,5	34,1	31,5	30,2	29,7

(a) Sources : Enquête-titres (DESM – SESOF) et Position extérieure (DBDP – SEMEX) — Dans la base 1995 de la comptabilité nationale, les données de la position extérieure sont reprises dans les comptes nationaux – compte financier du reste du monde (DESM – SESOF). Les différences entre les résultats de l'enquête-titres et ceux de la position extérieure tiennent à la vocation spécifique des deux recensements statistiques, en particulier :

- l'enquête du SESOF repose sur les informations des principales conservations résidentes et a pour objectif de mesurer l'activité de la place de Paris pour les valeurs françaises aussi bien qu'étrangères, alors que la position extérieure vise à recenser les encours de titres français détenus par les non-résidents quel que soit leur lieu de conservation et tend donc de ce point de vue à l'exhaustivité ;
- l'enquête du SESOF comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille du cessionnaire (conforme au sens juridique de la détention), tandis que, dans la position extérieure, elles demeurent à l'actif du cédant (conformément au 5^e Manuel du FMI et au SEC 95).

(b) Actions cotées détenues en portefeuille et au titre des investissements directs

(c) L'enquête-titres du SESOF ne collecte pas d'informations sur la détention de bons du Trésor.

(d) La part des non-résidents est calculée comme suit :

- l'enquête-titres du SESOF rapporte l'encours détenu par les non-résidents déclaré par les principales conservations résidentes à l'encours total des conservations couvertes par l'enquête ;
- la DBDP rapporte l'encours total détenu par les non-résidents soit, en ce qui concerne les actions cotées, au montant de la capitalisation boursière à Paris (source : SBF), soit, en ce qui concerne les obligations d'État ou autres, au montant total émis en valeur de marché (source : DESM).

(e) Chiffres révisés sur la période décembre 2002-décembre 2003

(r) Chiffres révisés – Source : Position extérieure

(p) Chiffres provisoires – Source : Position extérieure

nc : Chiffres non communiqués

Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2004
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. 01 42 92 31 68

Tableau 33
Émissions de bons du Trésor

(en millions d'euros)

		Émissions par voie d'adjudication					
		Compétitives			Non compétitives		
		BTF	BTAN		BTF	BTAN	
			2 ans	5 ans		2 ans	5 ans
2001	Novembre	11 733		3 641	734		577
	Décembre	7 505	702	1 049	221		
2002	Janvier	13 058	2 120	3 150	316		
	Février	12 443	2 084	1 910	148	20	582
	Mars	11 549	1 995	3 005	431		
	Avril	16 354			507		
	Mai	12 041		5 401	707		45
	Juin	15 526	1 998	2 340	1 262		54
	Juillet	17 006	1 250	2 585	696		589
	Août	13 304			167		
	Septembre	16 699	5 001		684	686	
	Octobre	12 521	1 630	2 120	444		550
	Novembre	15 009	1 520	2 392	645		
	Décembre	25 708			1 104		
2003	Janvier	15 992		5 315	839		745
	Février	17 241	2 575	3 054	1 126		845
	Mars	18 330	2 970	2 145	330	87	613
	Avril	17 046	2 114	2 338	251	415	107
	Mai	18 143	1 345	3 447	900		726
	Juin	24 443		5 175	1 895		785
	Juillet	18 118	1 750	3 245	234		
	Août	17 542			216		
	Septembre	22 847	1 991	3 240	513		768
	Octobre	19 348	1 530	2 248	688		
	Novembre	16 774	1 133	1 875	393		
	Décembre	15 675			629		
2004	Janvier	17 786		5 625	811		896
	Février	17 724	1 145	4 228	779		
	Mars	22 833	5 684		98	274	
	Avril	18 019	2 710	2 795	325		835
	Mai	17 845	2 929	2 291	298	6	44
	Juin	21 252		5 138	379		780
	Juillet	17 367	1 455	3 026	33		680
	Août	20 856			3		
	Septembre	16 141	1 915	2 195	207		609
	Octobre	17 051	1 860	2 205	223		594
	Novembre	20 166		5 174	262		

Source : Banque de France

Réalisé le 24 décembre 2004
Direction des Titres – SAGTI – Tél. 01 42 92 41 67

Tableau 34
Titres d'OPCVM
Encours

(encours en milliards d'euros)

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
Sicav	335,0	324,7	286,2	294,7	287,7	253,8	253,1
Monétaires	127,4	139,6	147,0	151,7	145,0	141,9	141,0
Obligations	58,2	56,3	49,9	46,1	44,9	37,9	37,5
Actions	105,1	89,7	61,5	68,5	69,2	50,3	50,9
Diversifiées	43,5	38,7	27,4	28,0	28,2	23,5	23,7
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	nd	0,1	0,1
Garanties	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	–	–
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	nd	–	–
FCP	431,1	475,5	519,7	618,4	621,6	743,6	764,5
Monétaires	90,8	118,1	156,9	189,2	183,5	219,4	226,7
Obligations	71,0	82,4	97,8	118,1	118,7	148,6	152,6
Actions	78,0	79,5	64,8	83,8	86,0	126,0	129,6
Diversifiés	158,2	158,3	153,7	171,3	175,4	185,4	190,9
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	nd	10,8	10,8
Garantis	33,1	37,2	46,5	56,0	58,0	1,1	1,0
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	nd	52,4	52,8
OPCVM	766,1	800,2	805,9	913,1	909,3	997,4	1 017,6
Monétaires	218,2	257,7	303,9	340,9	328,5	361,3	367,6
Obligations	129,2	138,7	147,7	164,2	163,6	186,5	190,1
Actions	183,1	169,2	126,3	152,3	155,2	176,3	180,5
Diversifiés	201,7	197,0	181,1	199,3	203,6	208,9	214,6
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	nd	10,8	10,9
Garantis	33,9	37,6	46,9	56,4	58,4	1,1	1,0
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	nd	52,4	52,8

nd : non disponible

NB : Ces statistiques incluent les OPCVM nourriciers.

Par OPCVM nourricier, on entend ceux dont l'actif est investi en totalité et en permanence en titres d'un seul OPCVM dit « maître ».

Les chiffres postérieurs à juin 2004 incluent les nouvelles catégories de la classification de l'AMF.

Source : Autorité des marchés financiers

Réalisé le 3 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Rendement annuel des titres d'OPCVM

(en %)

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Novembre 2003	Décembre 2003	Octobre 2004	Novembre 2004
OPCVM monétaires	3,9	4,3	3,2	2,3	2,3	1,9	1,9
OPCVM obligataires	4,9	4,9	7,2	4,9	4,1	5,1	5,9
OPCVM actions	- 3,4	- 19,2	- 31,7	2,8	14,8	7,0	8,9
OPCVM diversifiés	- 0,3	- 6,6	- 14,1	3,4	7,8	3,6	4,9
OPCVM garantis	4,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd

nd : non disponible

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 3 janvier 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 48 31

Tableau 35

Systèmes de paiement de montant élevé en euros

Ensemble des systèmes

Capitaux échangés

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
Target	1 033	1 299	1 552	1 650	1 650	1 819	1 700	88
Transfrontière	432	506	485	537	547	569	572	30
Domestique	601	793	1 066	1 114	1 103	1 250	1 128	59
Systèmes nets	445	456	269	252	229	233	228	12
PNS	86	88	78	71	65	63	58	3
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0
POPS	nd	nd	2	2	2	2	2	0
Euro 1 (ABE)	195	205	188	175	161	167	167	9
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	1 879	2 052	1 928	100

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
Target	188 157	211 282	253 016	262 263	257 634	269 565	267 615	57
Transfrontière	39 878	45 273	53 858	59 825	62 506	65 759	64 420	14
Domestique	148 279	166 009	199 158	201 503	195 128	203 806	203 195	43
Systèmes nets	173 704	200 604	174 147	191 419	197 168	204 636	200 198	43
PNS	21 759	31 512	29 686	28 764	26 053	27 616	25 069	5
EAF	51 041	50 991	—	—	—	—	—	—
SEPI	3 837	5 375	6 965	6 991	3 336	3 303	2 577	1
POPS	nd	nd	2 592	2 401	1 855	1 832	1 761	0,4
Euro 1 (ABE)	97 067	112 727	134 905	152 350	165 924	171 885	170 791	37
Total	361 861	411 886	427 163	453 682	454 802	474 201	467 813	100

NB : Les données sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des quinze systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

POPS : Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

Euro 1 (ABE) : Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 29 décembre 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (suite)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (suite)

France

Capitaux échangés

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
Target	267	345	356	378	416	508	418	88
Transfrontière (en émission)	60	75	69	75	80	84	86	18
(Transfrontière en réception)	(62)	(75)	(69)	(76)	(80)	(85)	(85)	(18)
Domestique (TBF)	207	270	287	302	336	424	332	70
PNS	86	88	78	71	65	63	58	12
Total	353	433	435	449	481	571	476	100

Nombre d'opérations

	(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
Target	11 903	14 966	14 958	15 155	15 093	16 111	14 826	37
Transfrontière (en émission)	4 515	5 309	6 471	6 802	7 197	7 676	7 274	18
(Transfrontière en réception)	(5 504)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(7 516)	(7 942)	(7 519)	(19)
Domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	7 896	8 435	7 552	19
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	26 053	27 616	25 069	63
Total	33 532	46 478	44 644	43 918	41 146	43 727	39 895	100

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

	(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)							
	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
Titres français négociables	10,6	12,0	10,7	10,8	14,4	14,7	13,7	38,6
Créances privées (PGI-TRICP)	13,3	10,9	8,4	7,0	7,0	7,9	7,7	21,7
Titres mobilisés par le CCBM	3,3	2,2	2,2	4,2	7,6	8,4	9,4	26,5
Titres mobilisés par les liens	2,2	1,9	3,5	3,3	4,6	4,6	4,7	13,2
Total	31,9	27,3	24,8	25,3	33,6	35,6	35,5	100,0

NB : Les données sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des quinze systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

TBF : Transferts Banque de France

PGI : Prêt garanti intrajournalier

TRICP : Traitement informatisé des créances privées

CCBM : Modèle de banque centrale correspondante

Source : Banque de France

Réalisé le 29 décembre 2004
DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Tableau 35 (fin)

Systèmes de paiement de montant élevé en euros (fin)

Comparaisons internationales

Capitaux échangés

(moyennes des montants quotidiens des transactions en milliards d'euros et part en % sur le dernier mois)

	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
France	353	433	435	449	481	571	476	24,7
Target transfrontière	60	75	69	75	80	84	86	4,5
Target domestique (TBF)	207	270	287	302	336	424	332	17,2
PNS	86	88	78	71	65	63	58	3,0
Allemagne	368	457	489	504	467	485	486	25,2
Target transfrontière	111	131	129	141	137	143	145	7,5
Target domestique (ELS puis RTGS+)	94	164	360	364	330	342	341	17,7
EAF	163	162	—	—	—	—	—	—
Espagne	136	209	250	276	266	294	278	14,4
Target transfrontière	16	20	18	20	22	23	23	1,2
Target domestique (SLBE)	118	188	231	255	243	270	254	13,2
SEPI	2	1	1	1	1	1	1	0,1
Italie	109	107	99	97	103	111	107	5,6
Target transfrontière	37	39	34	33	31	33	32	1,7
Target domestique (BI-REL)	72	67	64	64	72	78	75	3,9
Royaume-Uni	95	118	111	122	122	128	130	6,7
Target transfrontière	75	91	85	93	97	100	104	5,4
Target domestique (Chaps Euro) (a)	20	27	26	29	25	28	26	1,3
Autres	416	432	437	451	439	463	450	23,4
Total	1 477	1 756	1 821	1 899	1 878	2 052	1 927	100,0

Nombre d'opérations

(moyennes du nombre d'opérations par jour et part en % sur le dernier mois)

	2000	2001	2002	2003	2004			
					Septembre	Octobre	Novembre	Part
France	33 532	46 478	44 644	43 918	41 146	43 727	39 895	8,5
Target transfrontière	4 515	5 309	6 471	6 802	7 197	7 676	7 274	1,6
Target domestique (TBF)	7 388	9 657	8 487	8 352	7 896	8 435	7 552	1,6
PNS	21 629	31 512	29 686	28 764	26 053	27 616	25 069	5,4
Allemagne	135 329	158 866	125 070	128 670	128 312	133 101	131 888	28,2
Target transfrontière	14 433	14 715	16 852	18 035	18 727	19 414	19 018	4,1
Target domestique (ELS puis RTGS+)	69 962	93 160	108 218	110 635	109 585	113 687	112 870	24,1
EAF	50 933	50 991	—	—	—	—	—	—
Espagne	13 243	15 780	19 065	20 114	17 183	17 775	18 074	3,9
Target transfrontière	1 080	1 230	1 731	2 340	2 701	2 863	2 952	0,6
Target domestique (SLBE)	8 329	9 175	10 369	10 784	11 146	11 609	12 545	2,7
SEPI	3 833	5 375	6 965	6 991	3 336	3 303	2 577	0,6
Italie	40 787	40 208	37 696	36 985	32 844	35 551	34 714	7,4
Target transfrontière	4 572	5 334	6 173	6 746	7 027	7 509	7 035	1,5
Target domestique (BI-REL)	36 214	34 874	31 523	30 239	25 817	28 042	27 679	5,9
Royaume-Uni	7 851	10 156	14 370	16 834	17 376	18 524	18 266	3,9
Target transfrontière	4 902	6 503	9 555	11 392	12 025	12 997	12 758	2,7
Target domestique (Chaps Euro) (a)	2 949	3 653	4 815	5 442	5 351	5 527	5 508	1,2
Autres	131 120	140 399	186 317	205 313	217 943	225 523	224 976	48,1
Total	361 861	411 886	427 163	451 834	454 804	474 201	467 813	100,0

(a) Le système britannique Chaps Euro a démarré le 4 janvier 1999.

NB : Les données sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

ELS : Euro Link System

SLBE : Servicio de Liquidacion del Banco de España

BI-REL : Banca d'Italia Gross Settlement System

Target : Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des quinze systèmes à règlement brut en euros des pays de l'Union européenne et du mécanisme de paiement de la Banque centrale européenne qui sont interconnectés.

PNS : Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au système net protégé (SNP).

EAF : Euro Access Frankfurt

SEPI : Servicio Español de Pagos Interbancarios

RTGS : Real-Time Gross Settlement

TBF : Transferts Banque de France

Sources : BCE, Banque de France

Réalisé le 29 décembre 2004

DSP – Tél. 01 42 92 44 88

Bulletin officiel de la Banque de France

n° 73 (janvier 2005)

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

- DR n° 2129 du 15 novembre 2004 : situation administrative des agents en missions de courte durée effectuées pour le compte d'organismes internationaux
- DR n° 2130 du 17 novembre 2004 : Code de déontologie financière – liste des fonctions
- DR n° 2131 du 19 novembre 2004 : mesures d'accompagnement de la mobilité – plans de sauvegarde de l'emploi
- DR n° 2132 du 22 novembre 2004 : organisation de l'Inspection
- DR n° 2133 du 24 novembre 2004 : élections des représentants du personnel dans les comités d'établissement
- DR n° 2134 du 24 novembre 2004 : élections des délégués du personnel
- Délégations de signature données par le secrétaire général à des directeurs régionaux

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

- Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
 - en octobre 2004
- Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
 - en octobre 2004

Commission bancaire

- Décisions juridictionnelles publiées au cours du quatrième trimestre 2004

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

Banque de France

- Adjudication d'obligations assimilables du Trésor
- Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées
- Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
- Adjudication 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.

Unités de la Banque de France ayant contribué au présent *Bulletin*

Pour toute information complémentaire sur le contenu de la publication, composer l'indicatif : 01 42 92 suivi des 4 chiffres du n° de poste mentionné.

Composantes

Actualité

1. La situation économique de la France

1.1. *L'économie réelle (croissance, emploi, EMC...)*

1.2. *L'évolution des prix*

1.3. *La compétitivité*

1.4. *Le commerce extérieur*

1.5. *La balance des paiements*

2. La monnaie, les placements et les financements

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

2.2. *Le financement de l'économie française*

2.3. *Les placements intermédiés*

3. Les marchés de capitaux

3.1. *Les marchés de change et des matières premières*

3.2. *Les marchés de taux d'intérêt*

3.3. *Les marchés boursiers*

3.4. *Le marché monétaire de la place de Paris
au quatrième trimestre 2004*

3.5. *Le marché des titres de créances négociables*

Études

**Dynamique des prix des logements :
quel rôle des facteurs financiers ?**

Le premier bilan de la médiation bancaire

Les opérations de pension livrée tripartites

**Modernisation du régime juridique français
de la titrisation**

Le coût du crédit aux entreprises

<i>Unités concernées</i>	<i>Postes</i>
Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
Dir. de la Balance des paiements	32 82
Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SASM	28 08
Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
Dir. des Études économiques et de la Recherche ECOET	34 73
SEPMF	91 63
Dir. de la Surveillance générale des relations entre les particuliers et la sphère financière	74 59
Dir. des Opérations de marché – SAM	48 16
Dir. de la coordination de la stabilité financière – SEREP	26 41
Direction de la Conjoncture – SSC	61 77

Rédacteur en chef :

Jean-Yves GREUET
Chef du service
des Publications économiques
de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France