N° 134

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

FÉVRIER 2005

NUMÉRO SPÉCIAL

LA RENTABILITÉ DES ENTREPRISES

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102-134

Sommaire

Page

Éditorial

La rentabilité des entreprises

Actualité

1. La situation économique de la France 1

2. La monnaie, les placements et les financements 11

3. Les marchés de capitaux 21

Études

Dossier : la rentabilité des entreprises

Mesures de la rentabilité des entreprises 27

La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux 53

La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH 85

La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 109

Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 113

Résumés d'études

Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 119

Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 120

Statistiques 121

Divers

Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France n° 74 de février 2005*

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

Achevé de rédiger le 18 février 2005

Site Internet : www.banque-france.fr

La rentabilité des entreprises

La décision d'investir est motivée par la recherche de la meilleure rentabilité des capitaux mobilisés à cette fin. Pour autant, la mesure de la rentabilité et son analyse sont des exercices délicats, tant au niveau de la firme qu'à celui, plus global, d'un secteur d'activité ou d'un pays. Une telle analyse est cependant indispensable à l'élaboration d'un diagnostic sur les ressorts et les perspectives de croissance. Les articles qui composent le dossier consacré à la rentabilité des entreprises dans ce numéro du *Bulletin* de la Banque de France s'efforcent d'apporter quelques éléments d'éclairage sur cette question [1].

Deux indicateurs, usuels dans la littérature économique, sont privilégiés pour appréhender la rentabilité des entreprises : la rentabilité économique nette, qui informe sur la rentabilité des capitaux engagés dans l'activité productive indépendamment de la structure de financement choisie et la rentabilité financière, qui informe sur la rentabilité des fonds propres. *Via* l'effet de levier lié à l'endettement [2], la rentabilité financière est influencée par la structure de financement. Ces deux indicateurs sont corrigés des effets de l'imposition des bénéfices des entreprises et, pour la rentabilité financière, des effets de l'inflation sur la valeur réelle de la dette.

Les analyses sont réalisées sur deux corps de données : celles de la comptabilité nationale et celles de la base BACH résultant de l'agrégation de données individuelles d'entreprises. Les enseignements tirés de la mobilisation de chacune de ces deux sources sont comparés avec une extrême prudence, du fait d'écarts de natures diverses. Par exemple, les normes comptables ne sont pas les mêmes (approche aux prix courants sur les données de comptabilité nationale et aux prix historiques sur les données d'entreprises...) et les champs couverts diffèrent (ensemble des sociétés non financières pour les données de la comptabilité nationale, industrie manufacturière pour les données individuelles...).

Les évaluations s'étendent des années quatre-vingt au début de l'actuelle décennie. Cette longue période permet en particulier de comparer le comportement des indicateurs étudiés durant les deux points hauts du cycle de la fin de chacune des deux décennies. Enfin, l'approche proposée est internationale et concerne, compte tenu des données disponibles, la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni, les États-Unis et le Japon dans le cas des données de comptabilité nationale et la France, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie, l'Espagne et les États-Unis avec les données d'entreprises. Du fait d'écarts de conventions comptables, les comparaisons entre pays sont faites avec prudence [3]. En particulier, les comparaisons de niveaux de rentabilité paraissent trop fragiles pour être tentées.

---

[1] Ces travaux ont été réalisés à la Banque de France dans le cadre d'un réseau d'experts piloté par G. Cette.

[2] L'effet de levier correspond à l'impact de l'endettement sur la rentabilité financière des entreprises. Il est le produit de deux termes : l'écart entre la rentabilité économique et le coût de l'endettement d'une part, le taux d'endettement d'autre part. Si la rentabilité économique est supérieure (inférieure) au coût de l'endettement, alors l'effet de levier contribue à élever (abaisser) la rentabilité financière, l'importance de l'effet étant proportionnel au taux de l'endettement.

[3] Un exemple parmi d'autres illustrant ces difficultés est celui de la mesure du stock de capital net. Sur les données de comptabilité nationale, des hypothèses différentes concernant les lois de mortalité de mêmes produits d'investissement rendent les comparaisons difficiles. Il a donc été choisi de construire des séries en deux produits (matériels et bâtiments) reposant sur des hypothèses homogènes entre pays, mais cette approche ignore des possibles écarts de structures par produits plus fins. Enfin, sur données d'entreprises, les règles fiscales concernant l'amortissement des équipements diffèrent entre pays, ce qui peut entraîner d'importants écarts de mesure.

Un premier article, rédigé conjointement par É. Bataille et D. Durant « *Mesures de la rentabilité des entreprises* » détaille et compare, sur le plan méthodologique, la construction des deux indicateurs de rentabilité sur les deux corps de données mobilisées. Il souligne les éléments communs de diagnostic qui peuvent être tirés de ces deux sources. Il apparaît ainsi solidement établi que la rentabilité économique est le principal déterminant de la rentabilité financière. En d'autres termes, l'effet de levier ne peut amener les évolutions de la rentabilité financière à s'écarter durablement de celles de la rentabilité économique. Par ailleurs, l'effet de levier est généralement positif (ce qui signifie que la rentabilité économique est généralement supérieure au coût réel de l'endettement). Enfin, une baisse du coût nominal de la dette (taux d'intérêt) n'a un effet favorable significatif sur la rentabilité financière que si elle correspond également à une baisse des taux réels.

L'article de D. Durant « *La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux* » mobilise la première source de données. Un premier enseignement est que l'évolution de la rentabilité (économique ou financière) des entreprises accompagne celle de la conjoncture économique à la fin des années quatre-vingt, ainsi qu'à la fin des années quatre-vingt-dix au Royaume-Uni et aux États-Unis. Cette relation paraît très atténuée en France à la fin des années quatre-vingt-dix. Cette différence a deux causes principales : le ralentissement de la productivité à la fin des années quatre-vingt-dix amène le coût salarial unitaire à connaître une évolution contra-cyclique moins marquée qu'à la fin des années quatre-vingt ; l'augmentation du prix des bâtiments élève la valeur du capital immobilisé et pèse sur la rentabilité. Un second enseignement de cette analyse est que la baisse du coût nominal de la dette nette sur la période a été favorable à la rentabilité financière dans tous les pays et particulièrement au Japon, à l'exception notable de la France. Dans ce dernier cas, la baisse des taux d'intérêt a été comparable à celle observée dans les autres pays mais son effet favorable a été contrebalancé par des acquisitions de créances rémunérées à des taux inférieurs à ceux de la dette (dépôts et titres à court terme, créances intra-groupe). Un troisième enseignement de l'analyse est que la baisse du taux d'imposition apparent a, sur la période, été favorable à la rentabilité aux États-Unis et au Japon. Les pays européens n'ont pas connu une telle baisse et la contribution des impôts à la rentabilité y a été négative sur la période 1988-2000.

L'article d'É. Bataille « *La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH* » mobilise la seconde source de données. Un premier enseignement est que le repli de la rentabilité économique en période de creux conjoncturel, par exemple en 1993, s'est répercuté sur la rentabilité financière dans tous les pays étudiés, *via* un affaiblissement voire, dans certains cas, un retournement de l'effet de levier. Un second enseignement concerne plus particulièrement la France. L'assainissement de la structure financière des entreprises sur la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, qui s'est caractérisé par une baisse de leur taux d'endettement, y a réduit l'effet de levier. Cela a contribué à une évolution cyclique de la rentabilité financière beaucoup moins prononcée à la fin des années quatre-vingt-dix qu'à la fin des années quatre-vingt.

Ces analyses apportent une forte confirmation au fait que la rentabilité économique des entreprises est le premier déterminant de leur rentabilité financière. En d'autres termes, si de bas taux d'intérêt peuvent élever l'effet de levier et contribuer à améliorer la rentabilité financière, cette dernière doit reposer avant tout sur des choix d'investissement appropriés, c'est-à-dire assurant une rentabilité économique satisfaisante sur le long terme.

La rentabilité financière des entreprises a été améliorée sur les dernières années par des taux d'intérêt historiquement bas. Le retour à des niveaux de taux d'intérêt plus en relation avec leurs déterminants traditionnels et leur niveau de long terme abaisserait la rentabilité financière. À cet égard, la bonne rentabilité financière actuelle des entreprises serait plus solidement assurée si elle était davantage fondée sur une forte rentabilité économique.

1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

Progression du PIB au quatrième trimestre

Selon l'estimation précoce des comptes nationaux trimestriels (prix de 1995, données cvs-cjo), le PIB a augmenté de 0,7 % à 0,8 % au quatrième trimestre de 2004. Sur l'ensemble de l'année, la croissance est de 2,3 % en données cjo, et de 2,5 % en données brutes.

Hausse de la production industrielle en décembre

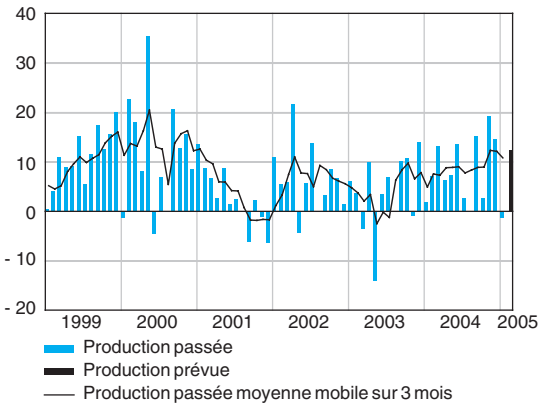
En décembre, la production industrielle hors bâtiment, qui a augmenté de 0,7 % sur le mois, ressort en progression de 2,1 % en glissement annuel. La composante manufacturière, qui exclut les industries agroalimentaires et l'énergie, a augmenté de 0,9 % sur le mois ; sur un an, elle enregistre une progression de 2,8 %.

L'acquis de croissance, à la fin du mois de décembre 2004, pour le premier trimestre de 2005, s'établit à + 0,6 % pour l'industrie hors bâtiment comme pour l'industrie manufacturière.

Dans la zone euro, la production industrielle hors construction, qui a baissé de 0,3 % en novembre par rapport au mois précédent, est en progression de 0,5 % sur un an.

Production dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



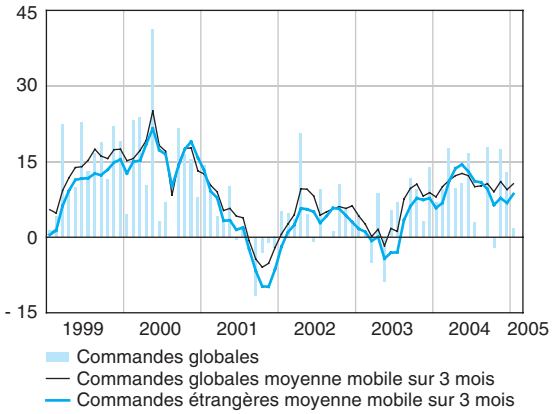
En janvier, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle est restée globalement stable, après la progression soutenue des mois précédents. Les perspectives de production, un peu moins soutenues qu'auparavant, restent orientées à la hausse dans la plupart des secteurs.

Le courant de commandes nouvelles a peu évolué sur les marchés intérieur et étranger. Les carnets de commandes sont jugés un peu moins garnis, mais demeurent au-dessus du niveau considéré comme normal.

Le niveau des stocks de produits finis est proche de celui désiré.

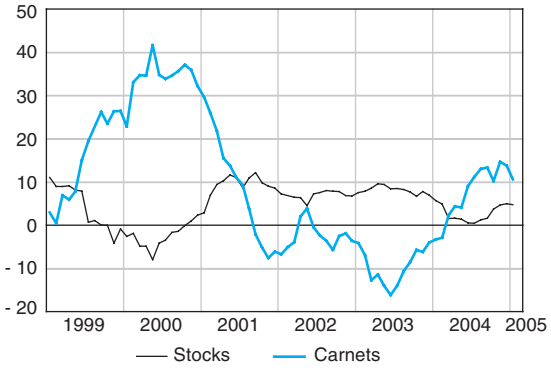
Commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



Stocks et carnets de commandes dans l'industrie

(solde des opinions, cvs)



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

États-Unis

- *Estimation de la croissance du PIB au quatrième trimestre 2004 : 3,1 % en rythme trimestriel annualisé, après 4,0 % au troisième trimestre.*
- *Repli des indices PMI des secteurs manufacturier et non manufacturier en janvier, à, respectivement, 56,4, après 57,3 en décembre, et 59,2, après 63,9. Légère hausse en décembre de l'indicateur avancé du* Conference Board *à 115,4, après 115,2 en novembre.*
- *Taux de chômage à 5,2 % en janvier, en baisse par rapport à décembre (5,4 %).*

Japon

- *Hausse de la croissance sur un an de l'indice d'activité globale en novembre, à 1,8 %, après 0,8 % en octobre. En revanche, léger ralentissement de la production industrielle, en décembre (1,8 % sur un an, contre 2,0 % en novembre).*
- *Baisse des dépenses de consommation des ménages sur un an en décembre : – 3,5 %, après – 1,4 % en novembre.*
- *Légère baisse du taux de chômage en décembre, au plus bas depuis 6 ans : 4,4 %, après 4,5 % en novembre.*
- *Hausse des prix à la consommation sur un an en décembre : 0,2 % après 0,8 % en novembre. Le taux de croissance en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation est positif depuis septembre 2004.*
- *Solde commercial (données brutes des douanes) en décembre (en cumul sur douze mois) : 88,4 milliards d'euros, contre 74,9 en décembre 2003.*

Royaume-Uni

- *Hausse de la production manufacturière en décembre : + 1,0 % sur un an, après + 0,6 % en novembre.*
- *Amélioration de l'indice PMI des services : 55,9 en janvier, après 54,9 en décembre.*
- *Ralentissement de la hausse de l'indice Halifax des prix du logement : + 12,6 % sur un an en janvier 2005, après + 14,4 % en décembre 2004 (ralentissement depuis septembre 2004).*

Zone euro

- *Repli en janvier du climat des affaires de l'indicateur de la Commission européenne ; légère amélioration de l'indicateur du sentiment économique et stabilisation de l'indice de confiance du consommateur.*
- *Indice PMI manufacturier de janvier en légère hausse à 51,9, contre 51,4 en décembre ; hausse également du PMI du secteur des services à 53,4, après 52,6 en décembre.*
- *Solde du commerce extérieur de novembre (en cumul sur douze mois) : + 76,4 milliards d'euros, contre + 70,2 milliards en novembre 2003.*

Niveau d'activité élevé dans les secteurs du logement et des services marchands

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements mis en chantier au cours des trois mois d'octobre à décembre est supérieur de 13,5 % à celui de la période correspondante de l'année précédente. Le nombre de logements autorisés est en hausse sur cette période de 16,7 % (à raison de 4,1 % pour les logements individuels et de 36,2 % pour les logements collectifs).

Les locaux non résidentiels mis en chantier, en données brutes, sont en diminution (– 2,0 % au cours des trois mois, d'octobre à décembre, en glissement annuel).

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France, appréciée en données brutes, l'activité des services marchands s'est stabilisée en janvier à un niveau sensiblement supérieur à celui atteint il y a un an. Les perspectives restent favorablement orientées.

Progression de la consommation des ménages en décembre

La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 0,2 % en décembre (après 1,5 % en novembre). Sur un an, elle progresse de 6,6 %, comme le mois précédent.

En janvier, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France, l'activité commerciale a fortement progressé d'un mois sur l'autre ; sur un an, elle s'est établie en repli.

Par ailleurs, les immatriculations de voitures particulières neuves ont diminué de 4,2 % en janvier 2005, en données cvs-cjo, après une hausse de 0,7 % en décembre.

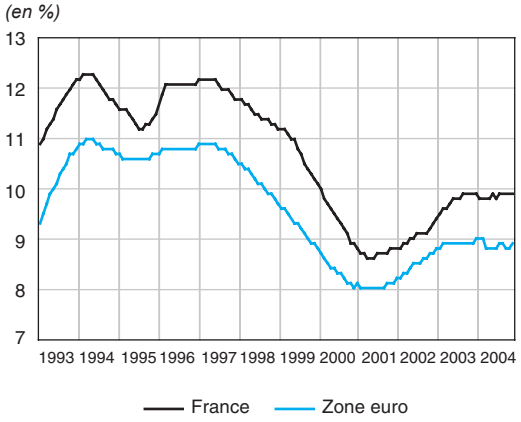
Selon l'INSEE, l'indicateur résumé d'opinion des ménages, corrigé des variations saisonnières, est resté stable en janvier 2005 (– 25). Seule l'opinion des ménages sur l'opportunité d'acheter enregistre une amélioration en janvier. Les soldes d'opinion relatifs à l'évolution passée et future de leur situation financière se dégradent légèrement ; ceux relatifs aux évolutions passées et futures du niveau de vie évoluent peu en janvier. Par ailleurs, après s'être améliorée pendant deux mois, l'opinion des ménages sur les perspectives d'évolution du chômage se dégrade en janvier.

Stabilité du taux de chômage en décembre

Le taux de chômage, au sens du Bureau international du travail (BIT), est resté stable en décembre, à 9,9 % de la population active, comme un an auparavant. Le nombre de chômeurs, au sens du BIT, a diminué de 0,4 % sur le mois (soit – 11 000 personnes) et de 0,5 % sur un an (– 14 000 personnes).

Le taux de chômage de la zone euro est en hausse, en décembre 2004, à 8,9 % de la population active.

Taux de chômage au sens du BIT

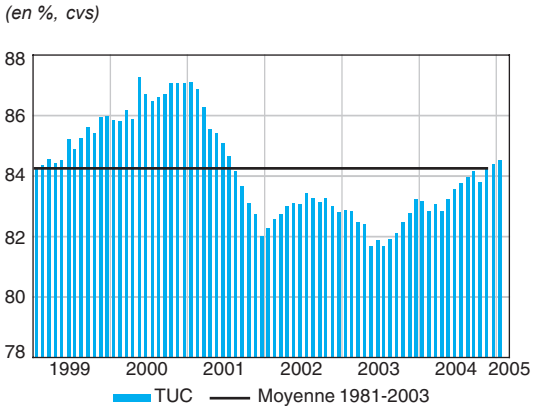


Sources : DARES, Eurostat

Stabilité du taux d'utilisation des capacités en janvier

Selon l'enquête mensuelle de la Banque de France portant sur le mois de janvier, le taux d'utilisation des capacités de production n'a pratiquement pas varié.

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

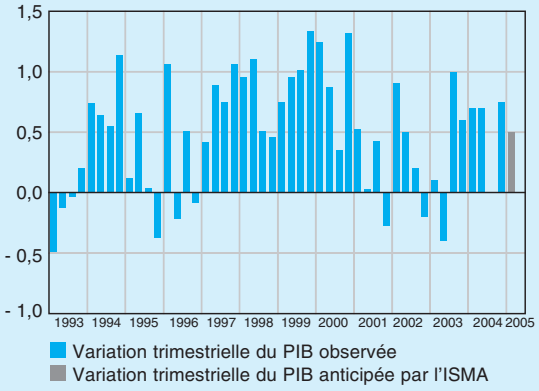


Par ailleurs, selon l'enquête de la Banque de France auprès des établissements bancaires portant sur le quatrième trimestre 2004, les investissements globaux des entreprises ont été légèrement plus soutenus qu'au trimestre précédent, entraînant une progression des demandes de prêts à moyen et long termes. Au cours des prochains mois, la demande de prêts à moyen et long termes augmenterait moins vivement qu'au trimestre précédent.

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 (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,5 % au premier trimestre de 2005 (estimation revue de – 0,1 point). Dans ces conditions, l'acquis de croissance pour 2005 à la fin du premier trimestre de 2005 serait proche de + 1,2 %, compte tenu de l'estimation précoce de l'INSEE pour la croissance au quatrième trimestre de 2004 (+ 0,7 % à + 0,8 %).

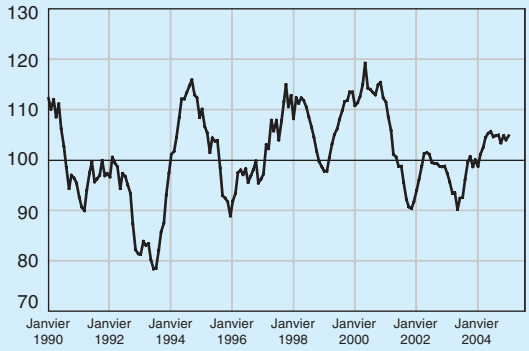
Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires s'est situé à 105 en janvier, après 104 en décembre (et contre 99 un an auparavant).

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

100 = moyenne de longue période



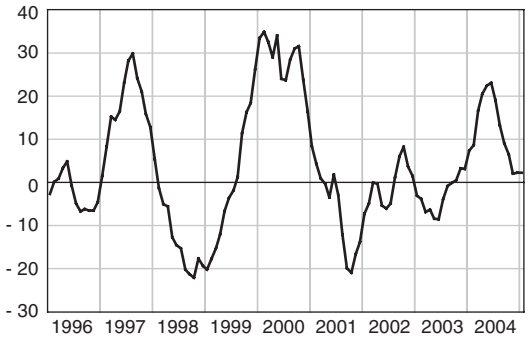
1.2. L'évolution des prix

Progression du coût des matières premières importées par la France en janvier

En janvier, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France y compris pétrole a augmenté de 8,3 % en euros (19,8 % sur un an) et de 5,9 % en dollars (24,6 % sur un an). Sur la même période, l'euro s'est déprécié de 2,2 % par rapport au dollar, s'établissant à 1,31 dollar. L'indice du pétrole, en euros, a enregistré une hausse de 13,8 % en janvier (36,1 % sur un an). Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a augmenté de 11,0 % sur le mois, cotant 44,17 dollars en moyenne (41,4 % sur un an). Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros est en augmentation de 2,7 % par rapport au mois précédent (2,2 % sur un an). L'indice partiel du coût des produits alimentaires a progressé de 1,4 %, celui des produits agricoles à usage industriel de 3,7 % et celui des produits minéraux de 2,7 %.

Coût en euros des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel, en %)



Source : indice Banque de France

Baisse des prix de production dans l'industrie

Les prix à la production dans l'industrie se sont repliés en décembre, pour le deuxième mois consécutif (0,4 %, après 0,1 % en novembre), essentiellement sous l'effet de la baisse des prix des combustibles et carburants. En glissement annuel, la hausse s'établit à 3,0 %.

Dans l'industrie manufacturière, les prix diminuent pour la première fois depuis un an (– 0,1 %) ; sur un an, ils augmentent de 2,2 %.

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

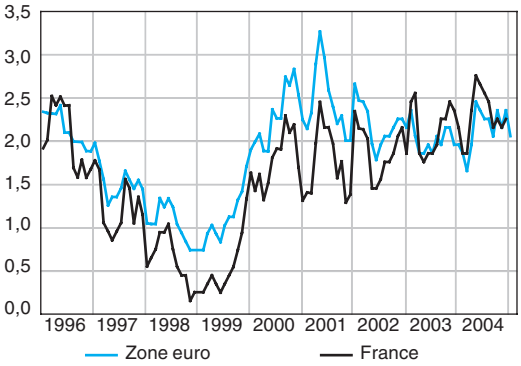
Hausse de l'indice définitif des prix à la consommation en décembre

L'indice définitif des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est en hausse de 0,2 % par rapport au mois précédent et de 2,3 % sur un an. L'indice définitif des prix à la consommation national (IPCN) a également progressé de 0,2 % sur le mois (2,1 % sur un an). La hausse de décembre traduit celle du prix de l'alimentation et des services. À l'inverse, la nette baisse du prix de l'énergie limite l'ampleur de la croissance de l'indice d'ensemble.

Dans la zone euro, selon Eurostat, le taux d'inflation annuel s'établirait à 2,1 % en janvier 2005, contre 2,4 % en décembre 2004.

Indice harmonisé des prix à la consommation

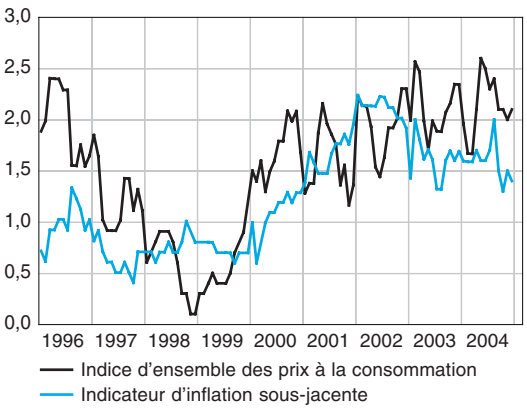
(cvs, glissement annuel en %)



Sources : INSEE, Eurostat

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

(cvs, glissement annuel en %)



Source : INSEE

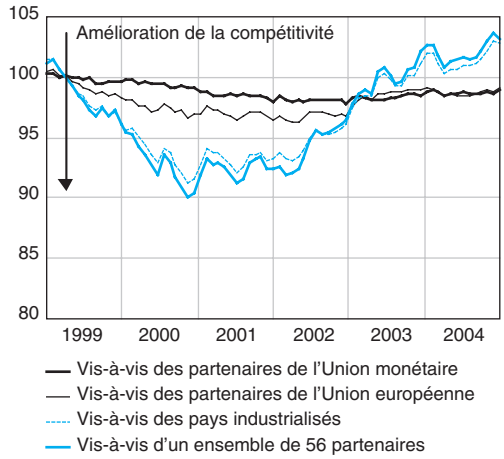
L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE a progressé de 0,1% en décembre, soit 1,4 % en glissement annuel.

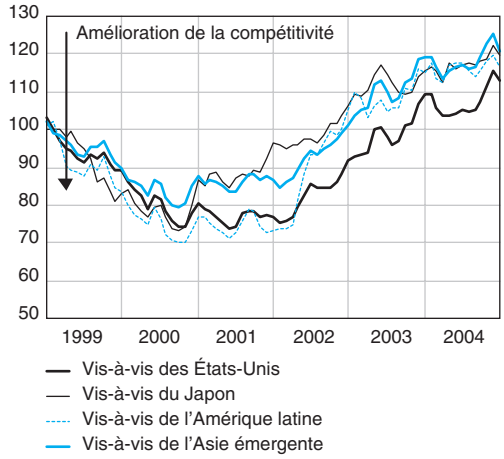
1.3. La compétitivité

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 [1] s'est établi à 103,1 en janvier, contre 103,6 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 = 1er 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*.

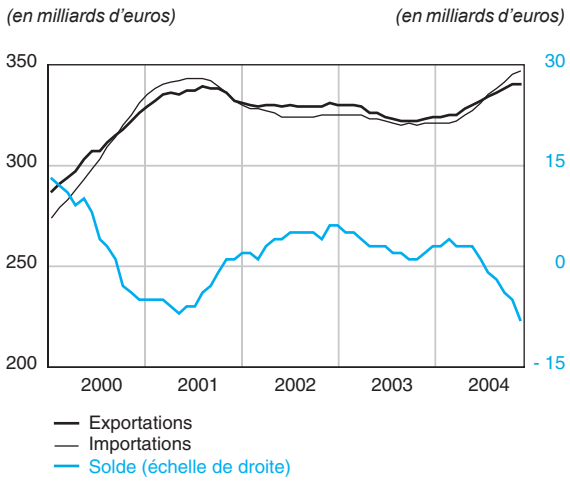
1.4. Le commerce extérieur en décembre 2004

Selon les estimations de la direction des Douanes, le solde commercial cvs est déficitaire de 1,9 milliard d'euros (après un déficit révisé de 0,9 milliard en novembre), à la suite d'une forte contraction des exportations et des importations. Sur l'année 2004, le solde présente un déficit de 7,6 milliards d'euros, contre des excédents de, respectivement, 1,7 milliard et 5,7 milliards en 2003 et 2002.

Les exportations s'élèvent à 28 milliards d'euros. Par rapport au mois de décembre 2003, marqué par des opérations exceptionnelles (livraison du paquebot *Queen Mary 2* et ventes record d'Airbus), les exportations de biens d'équipement se replient nettement. Les ventes d'Airbus dépassent tout de même un milliard d'euros et d'excellents résultats sont enregistrés pour les équipements mécaniques. Pour la plupart des autres grandes catégories de produits (biens intermédiaires, automobiles et produits pharmaceutiques), les ventes demeurent bien orientées. Le repli des exportations industrielles vers les pays tiers ne concerne plus que l'Amérique. Les exportations se rétablissent vers le Proche et le Moyen-Orient et l'Afrique et continuent de progresser légèrement vers l'Asie.

Les importations atteignent 29,9 milliards d'euros. Les achats d'hydrocarbures diminuent de nouveau, en relation avec une détente des cours mondiaux. Les importations industrielles civiles demeurent élevées. Les achats auprès de l'Union européenne progressent, alors que les achats aux pays tiers subissent le reflux des approvisionnements énergétiques (Moyen-Orient, Russie, Afrique) et d'une nouvelle baisse des importations en provenance d'Amérique. La hausse des achats à la Chine se poursuit au même rythme.

Commerce extérieur
Douze mois glissants (cvs)



Source : Direction des Douanes

Le solde vis à vis des États-Unis reste excédentaire, tandis que le déficit envers l'Allemagne s'alourdit.

Sur l'ensemble de l'année, la reprise des flux est nette : hausse de 8,2 % pour les importations et de 5,2 % pour les exportations, par rapport à 2003. L'excédent hors énergie se réduit de 3,4 milliards d'euros et le déficit énergétique s'aggrave de 6 milliards. On note la forte reprise, dans un contexte de baisse des prix, des importations de biens de consommation relevant des TIC et, dans un contexte inverse de hausse des prix, des importations de biens intermédiaires.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en décembre 2004

Le déficit cvs du compte des transactions courantes (1,2 milliard d'euros) retrouve le niveau élevé d'octobre.

Les échanges de biens sont principalement à l'origine du creusement du déficit courant, avec des exportations cvs en forte baisse, tandis que les importations fléchissent plus modérément.

Également dans un contexte de repli des échanges, les services hors voyages et les voyages dégagent, respectivement, des soldes cvs de 0,1 milliard d'euros et 0,9 milliard, proches de ceux des mois précédents.

La baisse de moitié, à 0,4 milliard d'euros, de l'excédent des revenus traduit un nouveau recul des recettes cvs de revenus d'investissements, ainsi qu'une progression des dépenses, pour le deuxième mois consécutif.

Le compte financier enregistre des sorties nettes de capitaux de 3 milliards d'euros.

À l'opposé des mois précédents, le solde des investissements directs est positif, reflétant l'excès des investissements étrangers en France sur les investissements français à l'étranger. Ces derniers sont de faible ampleur, du fait de l'inversion des flux de

trésorerie entre les filiales étrangères et leurs maisons-mères françaises.

Comme à chaque fin de trimestre de l'année 2004, les investissements de portefeuille dégagent un solde largement créditeur en décembre, dû principalement aux cessions de titres étrangers par les résidents, dont une partie avait été acquise en début de trimestre. Les résidents ont vendu des titres sur tous les compartiments du marché : 13,5 milliards d'euros d'actions, notamment de sociétés britanniques et américaines, 7,2 milliards d'obligations et 12,3 milliards de titres du marché monétaire, émis principalement dans la zone euro. Concernant les non-résidents, on note une vive reprise des achats d'actions, à hauteur de 9,6 milliards d'euros, compensée à la fois par une interruption des achats de valeurs du Trésor en liaison avec la réduction du besoin de financement de l'État en fin d'année, et par des ventes nettes de titres du marché monétaire.

Les autres investissements (dépôts-crédits) ont donné lieu à des sorties nettes de 41,5 milliards d'euros, dont plus de 30 milliards correspondent à une réduction des engagements en euros des institutions financières monétaires (IFM) résidentes vis-à-vis de l'étranger.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

(données brutes en millions d'euros)

	Année 2002 (a)	Année 2003 (b)	Sept. 2004 (b)	Octobre 2004 (b)	Novembre 2004 (b)	Décembre 2004 (b)	12 mois 2003 (b)	12 mois 2004 (b)
Compte de transactions courantes	**15 357**	**4 410**	**788**	**- 3 311**	**69**	**475**	**4 410**	**- 4 351**
Biens	*7 964*	*1 568*	*- 1 229*	*- 779*	*- 1 496*	*- 1 648*	*1 568*	*- 6 127*
Services	*18 174*	*12 616*	*798*	*1 265*	*1 019*	*1 241*	*12 616*	*10 580*
Total « Biens et services »	26 138	14 184	- 431	486	- 477	- 407	14 184	4 453
– Recettes	*416 611*	*407 059*	*37 129*	*38 297*	*36 825*	*35 976*	*407 059*	*427 742*
– Dépenses	*390 473*	*392 875*	*37 560*	*37 811*	*37 302*	*36 383*	*392 875*	*423 289*
Revenus	*4 215*	*6 917*	*3 010*	*- 2 163*	*1 984*	*2 155*	*6 917*	*7 725*
Transferts courants	*- 14 996*	*- 16 691*	*- 1 791*	*- 1 634*	*- 1 438*	*- 1 273*	*- 16 691*	*- 16 529*
Compte de capital	**- 186**	**- 7 671**	**422**	**34**	**264**	**88**	**- 7 671**	**1 597**
Compte financier	**- 15 738**	**13 015**	**6 719**	**- 12 347**	**24 929**	**- 2 993**	**13 015**	**17 245**
Investissements directs	*35*	*- 9 124*	*- 2 025*	*- 5 522*	*- 1 073*	*868*	*- 9 124*	*- 25 211*
– Français à l'étranger	- 51 836	- 50 751	- 5 322	- 7 668	- 1 553	- 1 059	- 50 751	- 46 521
– Étrangers en France	51 871	41 627	3 297	2 146	480	1 927	41 627	21 310
Investissements de portefeuille	*- 11 151*	*6 158*	*34 851*	*- 20 006*	*- 19 792*	*37 933*	*6 158*	*- 26 242*
– Avoirs	- 92 502	- 170 764	27 832	- 32 151	- 31 775	33 029	- 170 764	- 127 135
– Engagements	81 351	176 922	7 019	12 145	11 983	4 904	176 922	100 893
Produits financiers dérivés	*5 507*	*- 6 068*	*1 614*	*- 614*	*1 480*	*- 719*	*- 6 068*	*6 151*
Autres investissements	*- 14 330*	*24 220*	*- 27 524*	*14 972*	*44 757*	*- 41 480*	*24 220*	*66 055*
– Avoirs	- 43 142	- 18 050	7 556	- 28 590	- 13 919	- 8 298	- 18 050	- 89 159
– Engagements	28 812	42 270	- 35 080	43 562	58 676	- 33 182	42 270	155 214
Avoirs de réserve	*4 201*	*- 2 171*	*- 197*	*- 1 177*	*- 443*	*405*	*- 2 171*	*- 3 508*
Erreurs et omissions nettes	**567**	**- 9 754**	**- 7 929**	**15 624**	**- 25 262**	**2 430**	**- 9 754**	**- 14 491**

(a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres provisoires

1.5.2. Les résultats de l'année 2004

Le compte de transactions courantes présente un déficit de 4,4 milliards d'euros en données brutes, après un excédent symétrique de 4,4 milliards en 2003.

Les échanges de biens progressent, à l'exportation comme à l'importation, par rapport à 2003. La détérioration de 7,7 milliards d'euros du solde, à – 6,1 milliards, reflète une pénétration accrue des importations de biens de consommation, mais elle traduit surtout la hausse des prix de l'énergie.

Le solde des services hors voyages recule pour la quatrième année consécutive, à 0,2 milliard d'euros, en raison d'un léger fléchissement des recettes, alors que les dépenses augmentent. À la hausse conjoncturelle des dépenses de transport, de voyageurs et de fret, s'ajoute la croissance des dépenses de développement des nouveaux modèles d'Airbus, imputées par les filiales européennes à la société-mère française. En recettes, les services d'assurances, les services financiers et le négoce connaissent les replis les plus marqués. L'excédent des voyages diminue de 1,2 milliard d'euros, à 10,4 milliards, la croissance des dépenses des résidents à l'étranger (8,3 %) ayant largement outrepassé celle des dépenses des non-résidents sur le territoire national (+ 1,5 %).

Le redressement du solde des revenus, à 7,7 milliards d'euros, contre 6,9 milliards, tient notamment à une remontée des recettes de revenus d'investissements directs (+ 21,5 % hors bénéfices réinvestis). Il provient également, dans une moindre mesure, d'une réduction du déficit des revenus d'investissements de portefeuille.

Les transferts courants nets à destination de l'étranger sont restés stables, à 16,5 milliards d'euros, la diminution de la contribution française au budget des institutions européennes ayant été compensée par un accroissement des autres transferts.

Le compte de capital, déficitaire de 7,7 milliards d'euros en 2003, en raison d'un abandon de créances d'une grande entreprise résidente vis-à-vis d'une filiale européenne, a dégagé un excédent de 1,6 milliard en 2004, dû aux aides à l'investissement reçues des fonds européens (FEDER et FEOGA-orientation).

Le compte financier affiche un solde créditeur de 17,3 milliards d'euros.

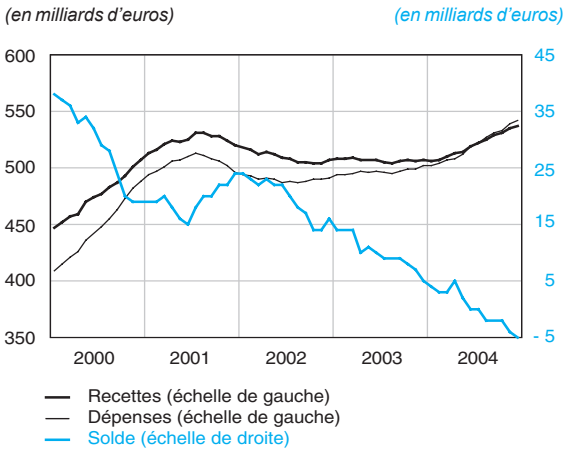
Par rapport à 2003, les investissements directs français à l'étranger n'ont diminué que de 8 %, à 46,5 milliards d'euros, la forte réduction des « autres opérations » (prêts et flux de trésorerie d'entreprises françaises en faveur de sociétés affiliées non résidentes) ayant été presque entièrement compensée par une hausse des bénéfices réinvestis (encore estimés à cette période de l'année) et une reprise des opérations en capital. En revanche, les investissements étrangers en France ont presque reculé de moitié, à 21,3 milliards d'euros, d'une part sous l'effet d'un important désinvestissement suite à la conclusion d'une OPE entre deux sociétés résidentes, d'autre part en liaison avec le fait que les prises de participation dans des entreprises françaises sont de plus en plus fréquemment effectuées par des sociétés résidentes, elles-mêmes filiales de groupes étrangers. En outre, tout en restant à un niveau élevé, les investissements immobiliers des non-résidents ont reculé par rapport à 2003.

Comme les investissements directs, les investissements de portefeuille ont donné lieu à des sorties nettes de capitaux. Les résidents ont acquis des titres étrangers à hauteur de 127,1 milliards d'euros, montant en baisse de plus de 25 % par rapport aux résultats (révisés) de l'année 2003. Les résidents ont notamment vendu des instruments du marché monétaire pour 7,9 milliards d'euros en 2004, après en avoir acheté pour 27 milliards en 2003. Les non-résidents ont réduit leurs achats de titres français de 43 %, à 100,9 milliards d'euros, dont 42,4 milliards de valeurs du Trésor (après un montant record de 71,7 milliards en 2003) et 9,4 milliards d'actions (18,1 milliards en 2003).

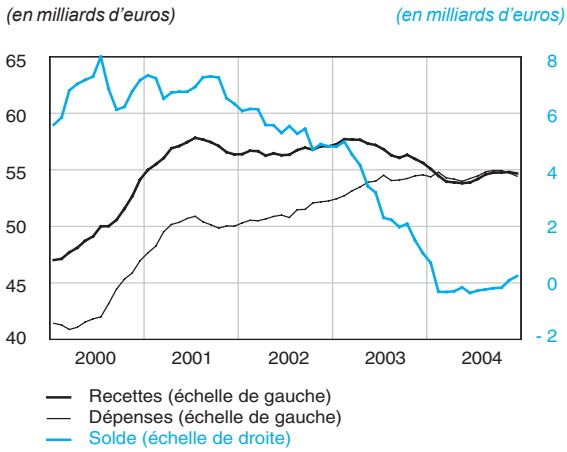
Les autres investissements (dépôts-crédits) se sont soldés par des entrées nettes de 66,1 milliards en euros. Dans un contexte de forte activité transfrontières, les IFM résidentes ont contracté des engagements nets de 44,3 milliards d'euros, liés principalement à des emprunts en devises étrangères.

1.5.3. Évolution des principales rubriques de la balance des paiements

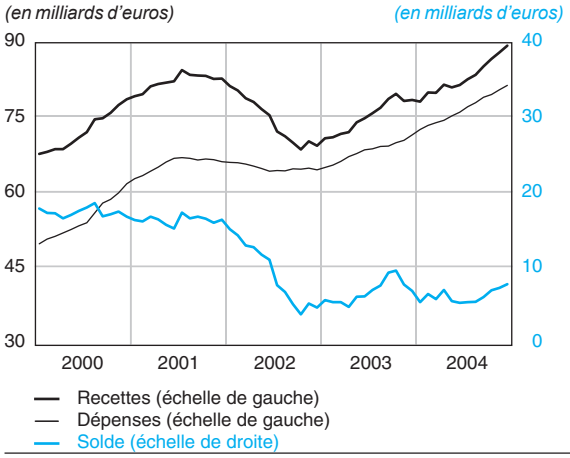
Transactions courantes
Douze mois glissants (données brutes)



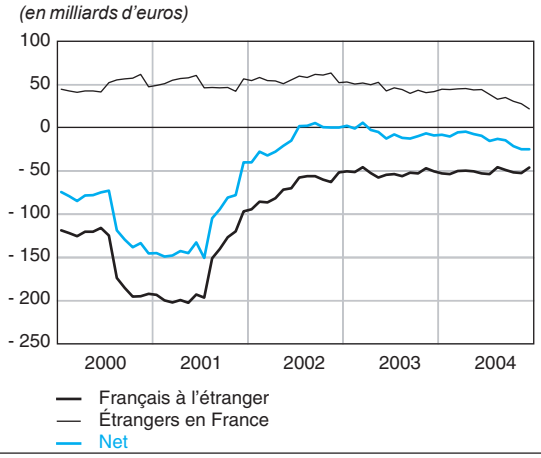
Services (hors voyages)
Douze mois glissants (cvs)



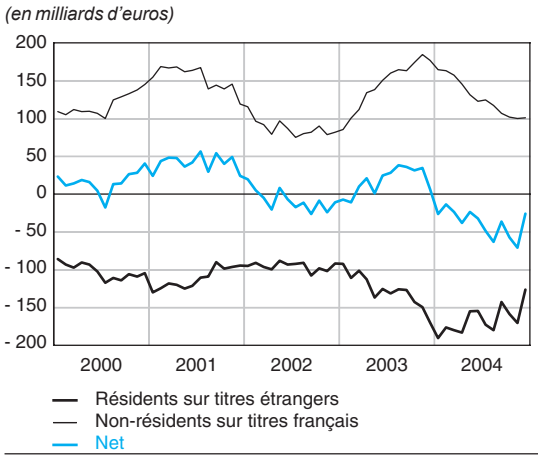
Revenus des investissements
Douze mois glissants (cvs)



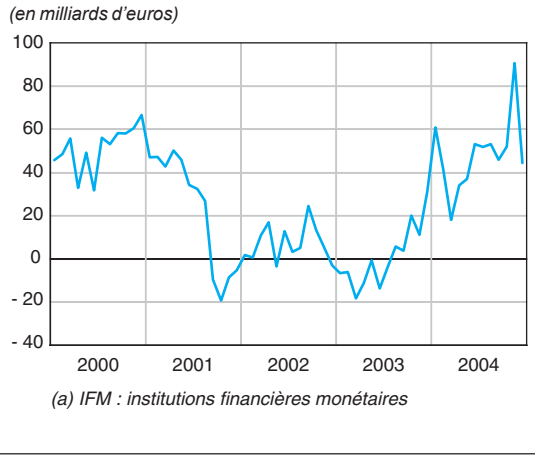
Investissements directs
(en signe de balance)
Soldes cumulés sur douze mois



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



(a) IFM : institutions financières monétaires

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 6,4 % en décembre, après 6,0 % en novembre. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance s'est élevée à 6,1 % pour la période allant d'octobre à décembre, au lieu de 5,9 % pour la période précédente.

Au sein des contreparties de *M3*, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé s'est inscrit en hausse en décembre (7,0 %, après 6,7 %), notamment sous l'effet de la légère accélération des crédits (7,0 %, après 6,9 %). La contribution des concours au secteur privé à la croissance de *M3* s'en est trouvée renforcée (9,2 points de croissance en décembre, au lieu de 8,9 points en novembre).

Contributions à la croissance annuelle de *M3*
Données cvs

(en points)

	Novembre 2004	Décembre 2004
Créances nettes sur l'extérieur	2,0	2,6
Concours au secteur privé	8,9	9,2
Concours aux administrations publiques	1,3	0,9
Ressources non monétaires	- 5,2	- 5,6
Divers	- 1,1	- 0,8
Total	**6,0**	**6,4**

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 Décembre 2004	Taux de croissance annuel (a) Novembre 2004	Taux de croissance annuel (a) Décembre 2004	Part dans la zone euro Déc. 2004
ZONE EURO (b) **:**				
Agrégats monétaires (données cvs)				
Billets et pièces en circulation	453,4	19,2	17,0	
+ Dépôts à vue	2 440,6	8,2	6,9	
= M1	**2 894,0**	**9,8**	**8,4**	
+ autres dépôts monétaires	2 671,2	3,2	4,5	
= M2	**5 565,2**	**6,5**	**6,5**	
+ instruments négociables	963,3	2,9	6,3	
= M3	**6 528,5**	**6,0**	**6,4**	
Crédits au secteur privé (données cvs)	**7 548,7**	**6,9**	**7,0**	
Créances sur le secteur privé (données cvs)	**8 684,3**	**6,7**	**7,0**	
FRANCE :				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	394,1	7,8	3,6	16,1
Comptes sur livrets	377,2	7,4	7,2	23,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	46,9	- 5,1	- 4,8	4,5
Titres d'OPCVM monétaires	274,8	8,3	8,0	45,5
Instruments du marché monétaire	51,0	- 3,8	13,6	68,4
Crédits au secteur privé (c)	**1 259,5**	**7,6**	**7,9**	**16,7**
Endettement intérieur total (d)	**2 830,5**	**5,7**	**6,1**	
dont : Administrations publiques	1 040,6	6,1	5,9	
Sociétés non financières	1 141,9	3,7	4,7	
Ménages	648,0	9,1	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* a augmenté en décembre sous l'effet du renforcement de la progression annuelle de l'endettement des sociétés non financières (SNF), tandis que la croissance de l'endettement des ménages et des administrations publiques demeurait presque aussi élevée qu'en novembre.

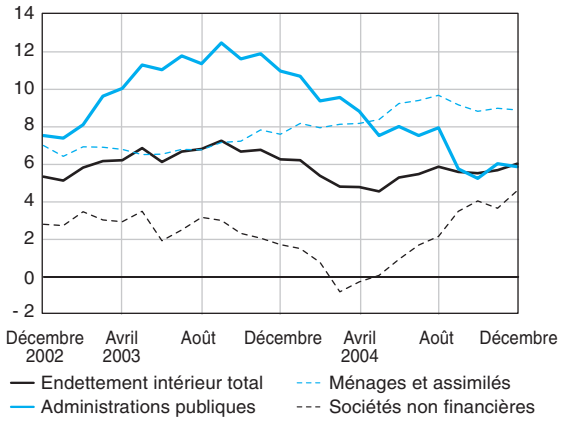
Endettement intérieur total par agents

(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Endettement intérieur total	6,3	5,7	6,1
Sociétés non financières	*1,7*	*3,7*	*4,7*
Ménages	*7,6*	*9,1*	*9,0*
Administrations publiques	*11,0*	*6,1*	*5,9*

Endettement intérieur total

(taux de croissance annuel en %)



La croissance annuelle des crédits obtenus tant auprès des institutions financières résidentes que des non-résidents s'est nettement accélérée. La croissance des financements de marché s'est également renforcée quoique dans des proportions plus modestes.

Endettement intérieur total par sources de financement

(taux de croissance annuel en %)

	Déc. 2003	Nov. 2004	Déc. 2004
Endettement intérieur total	6,3	5,7	6,1
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	*4,1*	*5,9*	*6,3*
Crédits obtenus auprès des non-résidents	*4,3*	*9,1*	*10,1*
Financements de marché	*9,5*	*4,9*	*5,1*
Financement monétaire du Trésor public	*8,2*	*- 4,2*	*- 5,3*

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 décembre 2004 à 8,0 milliards d'euros, pour l'essentiel sous forme de valeurs non cotées (7,0 milliards).

Le cumul des émissions de l'année 2004 est en baisse de 11,5 % par rapport au total émis en 2003. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 96,9 % des capitaux collectés. Le cumul des émissions portant sur des titres cotés est en baisse de 47 % par rapport à 2003.

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

(en milliards d'euros)

	Année 2002	Année 2003	Année 2004	Déc. 2004
Sociétés non financières	86,9	83,8	75,1	8,0
Autres agents (a)	2,1	3,8	2,4	0,0
Total émis (b)	**89,0**	**87,6**	**77,5**	**8,0**
dont :				
Titres cotés à la cote officielle et au second marché	*11,3*	*22,1*	*11,7*	*1,0*
Appel public à l'épargne (c)	*3,3*	*6,2*	*5,7*	*0,3*

(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

La progression annuelle de l'endettement des administrations publiques sur les marchés s'est accélérée. À l'inverse, l'érosion de l'encours de titres émis par les sociétés non financières s'est légèrement accentuée du fait de la poursuite de la contraction de l'encours de titres à moyen et long termes.

Endettement sur les marchés

(taux de croissance annuel en %)

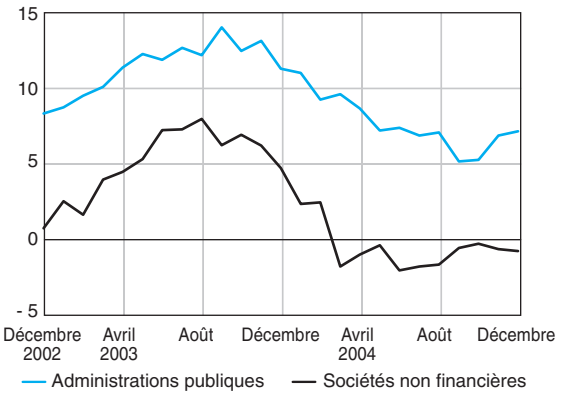
	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Endettement sur les marchés	9,5	4,9	5,1
Administrations publiques	*11,4*	*7,0*	*7,2*
≤ 1 an	23,3	- 4,3	- 6,8
> 1 an	9,8	8,7	9,4
Sociétés non financières	*4,8*	*- 0,6*	*- 0,7*
≤ 1 an	- 20,2	0,9	3,9
> 1 an	9,1	- 0,8	- 1,3

Les *émissions brutes de titres de dette à plus d'un an* ont totalisé 19,1 milliards d'euros en décembre, contre 25,8 milliards en novembre. Elles sont dues principalement aux institutions financières monétaires. Compte tenu des remboursements intervenus (6,8 milliards d'euros), l'encours émis a augmenté de 12,3 milliards d'euros, après 18,1 milliards en novembre.

Sur l'ensemble de l'année, les émissions nettes sont en retrait de 26 % par rapport à 2003. Ce sont essentiellement les sociétés non financières qui ont contribué à ce reflux, l'année 2004 enregistrait pour ce secteur un désendettement net de 3,4 milliards d'euros, contre des émissions nettes de 23,6 milliards en 2003.

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 déc. 2004
	Année 2003	Déc. 2003 à nov. 2004	Janv. 2004 à déc. 2004	Décembre 2004	Déc. 2003 à nov. 2004	Janv. 2004 à déc. 2004	Décembre 2004	
Sociétés non financières	23,6	- 2,2	- 3,4	1,3	35,1	33,7	2,0	265,4
dont : devises	*2,6*	*4,0*	*3,2*	0,3	*6,6*	*5,8*	*0,4*	*40,5*
État	50,1	56,1	55,6	- 0,5	132,0	132,0	0,0	732,0
Administrations publiques (hors État)	14,8	7,2	12,2	5,2	12,6	17,5	5,2	56,0
dont : devises	*- 0,2*	*3,7*	*4,5*	1,0	*4,2*	*5,0*	*1,0*	*6,4*
Institutions financières monétaires	34,9	23,3	28,2	5,2	100,0	102,9	10,8	421,2
dont : devises	*8,7*	*8,9*	*9,0*	0,6	*22,0*	*22,1*	*1,4*	*69,7*
Institutions financières non monétaires	0,7	- 1,7	- 0,7	1,0	1,2	2,2	1,0	31,8
dont : devises	*0,0*	*0,0*	*0,0*	0,0	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,5*
Total	**124,0**	**82,7**	**91,9**	12,3	**280,9**	**288,4**	**19,1**	**1 506,4**
dont : devises	*11,1*	*16,6*	*16,7*	1,9	*32,8*	*32,9*	*2,8*	*116,6*

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 janvier 2005

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours
	Année 2003	Année 2004	Fév. 2004 à janv. 2005	Janvier 2005	Année 2004	Fév. 2004 à janv. 2005	Janvier 2005	à fin janv. 2005
Sociétés non financières	- 1,9	- 16,8	- 15,4	- 4,0	3,9	4,4	0,5	107,1
État	33,3	39,4	37,5	8,9	76,6	74,7	8,9	556,6
Administrations publiques (hors État)	14,9	7,9	8,2	0,3	11,2	11,5	0,3	47,9
Institutions financières monétaires	- 1,9	- 2,4	- 2,8	0,3	19,7	19,0	1,6	161,6
Institutions financières non monétaires	- 1,0	- 1,0	- 1,5	- 0,3	0,8	0,8	0,0	24,1
Total	**43,4**	**27,1**	**25,7**	**5,1**	**112,2**	**110,4**	**11,3**	**897,3**

Les émissions obligataires des résidents *sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de janvier 2005 ont totalisé 11,3 milliards, contre 7,3 milliards d'euros le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (6,2 milliards d'euros), les émissions nettes se sont élevées à 5,1 milliards d'euros.*

L'Agence France Trésor a collecté plus de 78 % du montant des émissions obligataires sur la place de Paris. Au total, l'État a réalisé en janvier 2005 près de 15 % de son programme indicatif d'émissions pour l'année 2005 (61 milliards d'euros dont 11 milliards sur les lignes indexées).

L'endettement obligataire des institutions financières monétaires *sur la place de Paris a progressé de 1,6 milliard d'euros (dont un emprunt de 1,5 milliard de la Compagnie de Financement Foncier).*

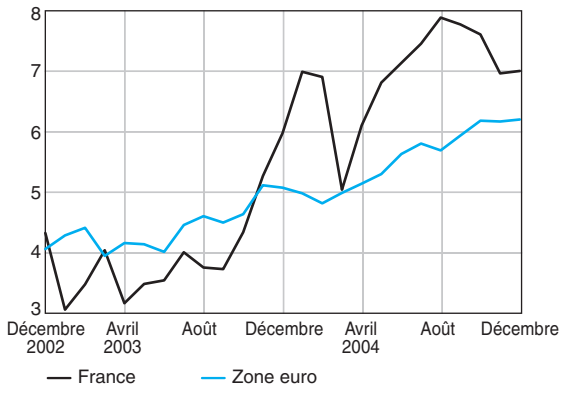
2.2.2 L'évolution des crédits

Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires est demeuré inchangé à 7,0 % en décembre.

Crédits des institutions financières monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Crédits par réseaux distributeurs

(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Crédits des institutions financières monétaires	6,0	7,0	7,0
Banques	*4,9*	*8,6*	*9,2*
Caisse des dépôts et consignations et Caisse nationale d'épargne	*12,4*	*- 8,6*	*- 10,9*
Établissements spécialisés	*7,2*	*8,4*	*7,5*

La croissance des crédits consentis par les banques s'est renforcée, alors que celle des crédits accordés par les établissement spécialisés a ralenti. En raison d'importantes opérations de cession de créances, l'encours de l'ensemble CDC-CNE a continué de se contracter.

La progression annuelle des crédits consentis aux sociétés non financières s'est nettement accélérée en décembre, tandis que la croissance des crédits aux ménages demeurait à un rythme presque aussi élevé qu'en novembre. Les crédits aux administrations publiques ont en revanche enregistré une légère contraction.

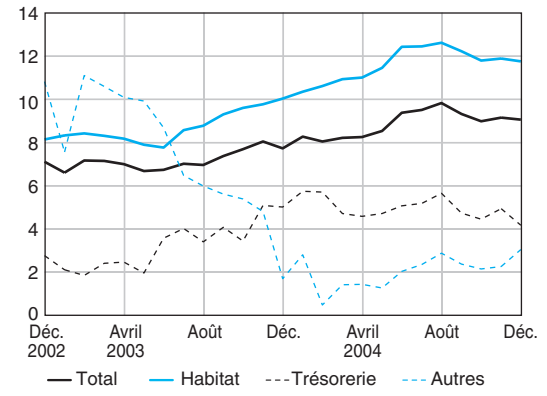
Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Crédits des institutions financières monétaires :	6,0	7,0	7,0
Aux administrations publiques	*12,5*	*1,8*	*- 0,4*
Au secteur privé	*5,3*	*7,6*	*7,9*
dont :			
Crédits des établissements de crédit aux ménages	7,8	9,2	9,1
dont : Trésorerie	*5,0*	*5,0*	*4,2*
Habitat	*10,1*	*11,9*	*11,8*
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières	- 1,1	4,0	5,7
dont : Trésorerie	*- 14,8*	*1,5*	*5,0*
Investissement	*4,4*	*4,8*	*5,2*

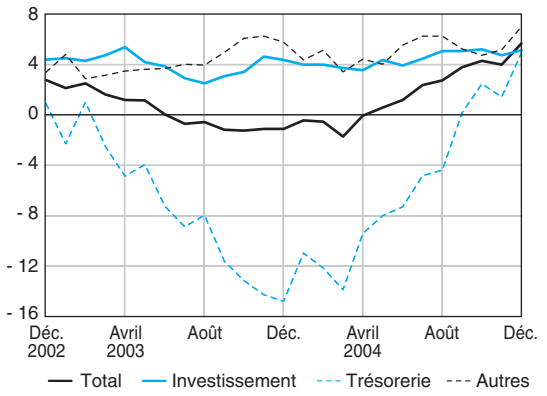
Crédits des institutions financières monétaires aux ménages

(taux de croissance annuel en %)



Crédits des intitutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)



Les taux d'intérêt débiteurs

Taux débiteurs

(moyennes mensuelles en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Découverts aux ménages			
Zone euro	9,69	9,47	9,51
France	9,77	9,61	9,97
Crédits à l'habitat aux ménages (a)			
Zone euro	5.01	4,66	4,49
France	4,15	3,96	3,89
Crédits aux SNF (b)			
Zone euro	4,03	4,02	3,98
France	3,21	3,51	3,60
Crédits aux SNF (c)			
Zone euro	3,12	2,95	3,05
France	2,91	2,72	2,67

(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

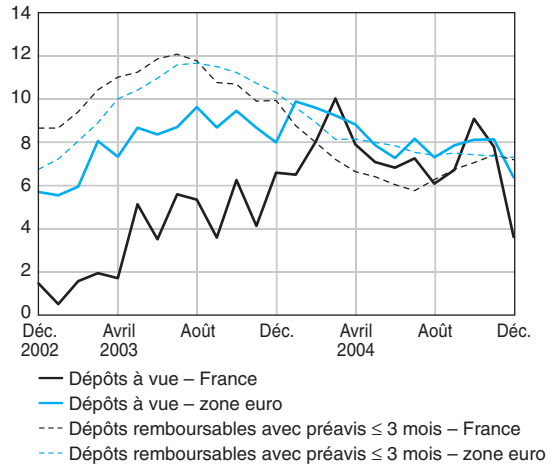
Sources : BCE, Banque de France

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 %)

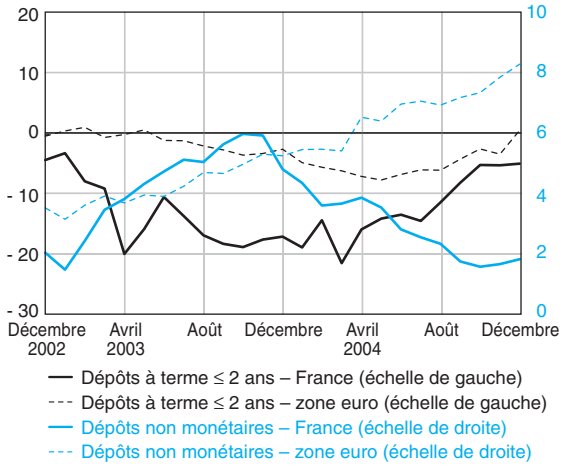


Sources : BCE, Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est nettement replié en décembre. La progression annuelle des dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois s'est également tassée mais dans des proportions beaucoup plus modestes.

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 deux ans s'est poursuivie à un rythme presque identique en décembre à celui observé en novembre. Le taux de progression des dépôts non monétaires (dépôts à terme d'une durée supérieure à deux ans) a légèrement augmenté en décembre, par rapport à novembre, tout en demeurant à un faible niveau.

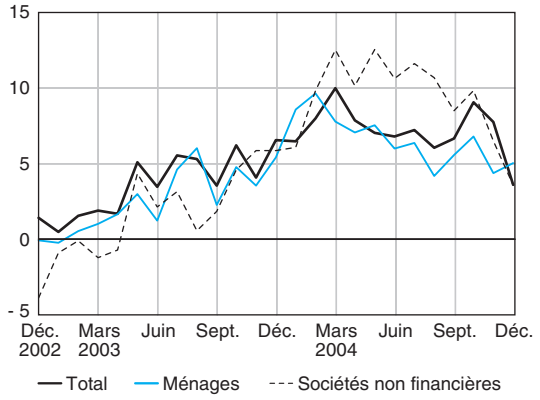
Dépôts à vue
(France)

(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Dépôts à vue	6,6	7,8	3,6
Ménages	*5,5*	*4,4*	*5,1*
Sociétés non financières	*5,9*	*6,6*	*3,6*
Autres	*54,3*	*34,6*	*- 11,0*

Dépôts à vue par agents
(France)

(taux de croissance annuel en %)



En décembre, l'évolution des dépôts à vue a été très contrastée selon les détenteurs : le ralentissement de l'ensemble s'explique par la contraction brutale des dépôts des autres agents (notamment des sociétés d'assurance et dans une moindre mesure de la clientèle financière) et le tassement de la progression annuelle des dépôts des sociétés non financières. En revanche, la croissance des dépôts à vue des ménages s'est accélérée.

Comptes sur livret
(France)

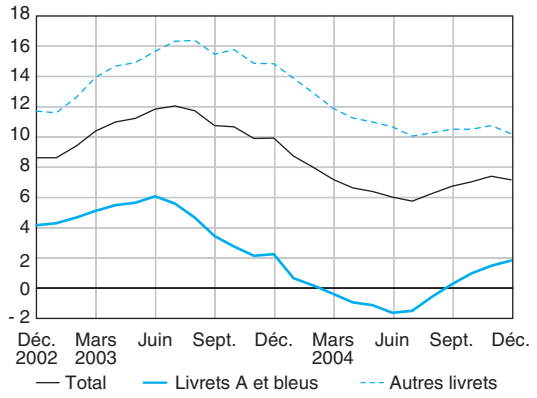
(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Comptes sur livret	10,0	7,4	7,2
Livrets A et bleus	*2,3*	*1,5*	*1,8*
Livrets soumis à l'impôt	*29,5*	*18,1*	*17,7*
Livrets d'épargne populaire	*8,9*	*6,4*	*5,3*
Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)	*6,6*	*6,3*	*6,0*

Le rythme de croissance annuel de l'ensemble des comptes sur livret s'est légèrement ralenti en décembre après quatre mois consécutifs de progression. Ce mouvement concerne l'ensemble des produits à l'exception des livrets A et bleus.

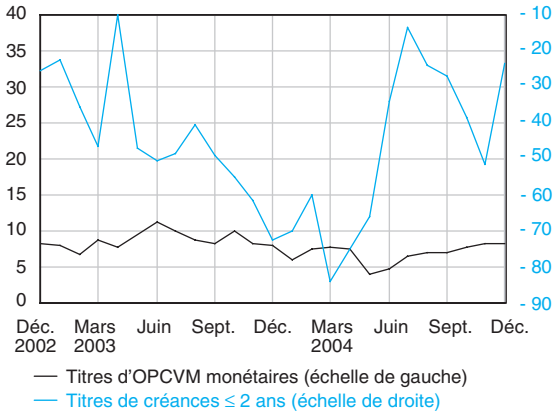
Comptes sur livret
(France)

(taux de croissance annuel en %)



Principaux placements en titres monétaires
(France)

(taux de croissance annuel en %)



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

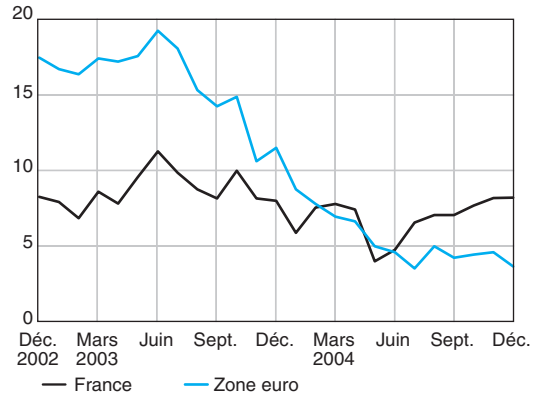
(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Placements rémunérés aux taux du marché monétaire	- 4,6	4,7	8,0
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*- 16,9*	*- 5,1*	*- 4,8*
Titres d'OPCVM monétaires	*8,0*	*8,2*	*8,2*
Titres de créances ≤ 2 ans	*- 72,4*	*- 51,7*	*- 23,4*
Pensions	*8,5*	*16,5*	*38,0*

Le taux de croissance annuel des placements à court terme rémunérés à des taux de marché a marqué un net rebond. Ce mouvement d'ensemble recouvre des évolutions divergentes selon les composantes. La progression des titres d'OPCVM monétaires est restée sur un rythme inchangé tandis que celle des pensions s'est renforcée sensiblement. La contraction des dépôts à terme s'est très légèrement atténuée. Celle des placements en titres de créances d'une durée initiale inférieure à deux ans s'est atténuée.

Titres d'OPCVM monétaires

(taux de croissance annuel en %)



Sources : BCE, Banque de France

Dépôts non monétaires
(France)

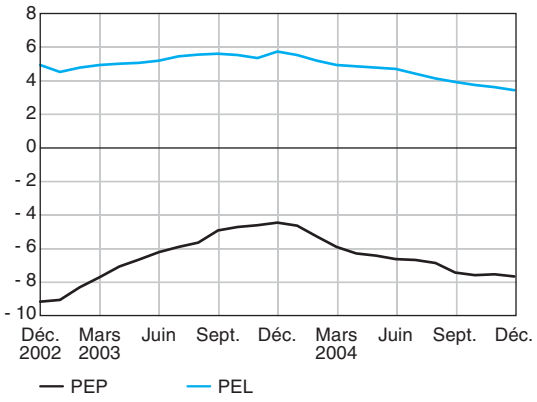
(taux de croissance annuel en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Dépôts non monétaires	4,9	1,7	1,9
dont : PEP bancaires	*- 4,5*	*- 7,5*	*- 7,7*
PEL	*5,7*	*3,6*	*3,4*

La progression annuelle des dépôts non monétaires s'est légèrement accélérée en décembre, par rapport à novembre, alors que la croissance des plans d'épargne logement (PEL) a légèrement marqué le pas. La contraction des plans d'épargne populaire s'est poursuivie.

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

(en %)

	Décembre 2002	Décembre 2003	Décembre 2004
OPCVM obligations	29,4	28,2	28,6
OPCVM actions	25,2	26,7	28,2
OPCVM diversifiés	36,1	35,1	32,9
OPCVM garantis	9,3	10,0	0,1
OPCVM de fonds alternatifs	–	–	1,7
Fonds à formule	–	–	8,5
Total	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Source : Autorité des marchés financiers

Par rapport à décembre 2003, la part des OPCVM « obligations » et surtout « 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 ».

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

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

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

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « obligations » et ceux de titres d'OPCVM « actions » ont légèrement diminué, tandis que ceux de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont réduits un peu plus nettement.

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

(en %)

	Décembre 2002	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
OPCVM obligations	7,2	4,1	5,9	5,4
OPCVM actions	- 31,7	14,8	8,9	9,3
OPCVM diversifiés	- 14,1	7,8	4,9	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 fléchi ; celui des titres d'OPCVM « actions » a légèrement augmenté tandis que celui des titres d'OPCVM « diversifiés » demeurait inchangé.

Les taux d'intérêt créditeurs

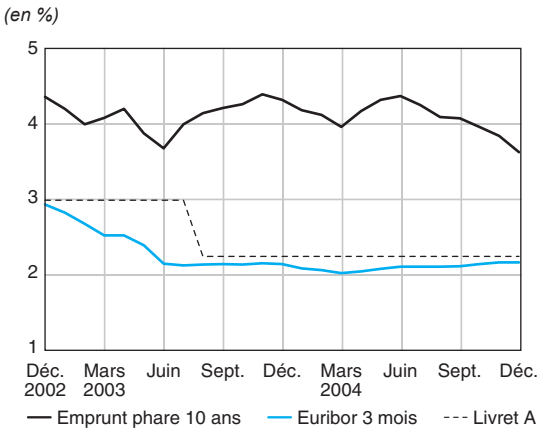
Sur les marchés, la moyenne mensuelle du taux d'intérêt interbancaire à 3 mois s'est très légèrement accrue. En revanche, le rendement de l'emprunt phare 10 ans a diminué de plus de 20 points de base.

Taux d'intérêt de référence

(moyennes mensuelles en %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Euribor 3 mois	2,146	2,171	2,173
Emprunt phare 10 ans	4,34	3,86	3,64
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 %)

	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Dépôts à vue (SNF)			
Zone euro	0,86	0,90	0,90
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,02	2,01	2,00
France	2,51	2,57	2,56
Dépôts à terme ≤ 1 an			
Zone euro	1,89	1,94	1,95
France	2,16	2,05	2,15
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	2,41	2,50	2,32
France	2,84	2,74	2,83

Sources : BCE, Banque de France

3. Les marchés de capitaux

Au cours du mois de janvier, le dollar s'est apprécié contre les principales devises mondiales, inversant la tendance qui l'avait conduit à un plus bas niveau historique contre l'euro à la fin de 2004.

Sur les marchés obligataires américains, le durcissement du discours du Système fédéral de réserve sur les perspectives d'inflation s'est traduit par une hausse des rendements à court terme tandis que la publication de données de croissance et d'emploi en deçà des attentes a entraîné un recul des rendements à plus long terme. Les marchés obligataires européens ont connu une détente des rendements, malgré des signes d'amélioration des indicateurs économiques de la zone euro.

Enfin, les marchés boursiers ont enregistré des performances mitigées en janvier, la remontée des cours du pétrole compensant les effets favorables liés à la reprise des fusions et acquisitions.

3.1. Les marchés de change et de matières premières

Après quatre mois de baisse marquée, le dollar s'est apprécié en janvier face à l'euro : l'EUR/USD est passé de 1,3555 le 31 décembre 2004 à 1,3045 le 31 janvier 2005 (– 3,76 %).

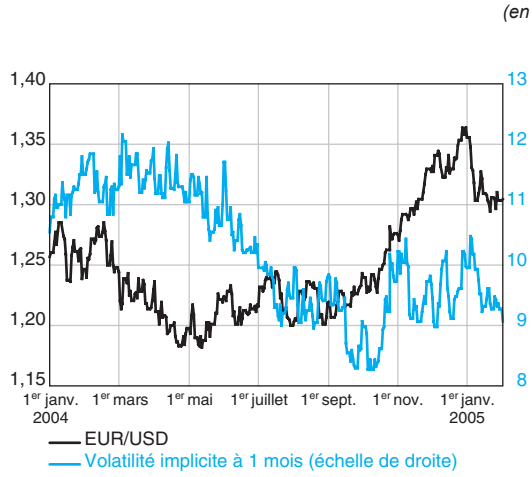
Deux facteurs principaux ont favorisé le rebond de la devise américaine :

• la publication des minutes de la réunion du *Federal Open Market Committee* (FOMC) de décembre faisant apparaître une tonalité plus restrictive du Système fédéral de réserve a conduit les participants de marché à anticiper un relèvement des taux d'intérêt directeurs américains plus marqué qu'initialement attendu ;

• le discours plus volontariste des autorités américaines en matière de réduction du déficit budgétaire a été jugé positivement par le marché.

Ainsi, les positions spéculatives nettes à la hausse de l'euro contre dollar, qui s'étaient déjà réduites en décembre, se sont à nouveau réduites en janvier, jusqu'à devenir quasiment nulles en fin de mois.

Cours de change
et volatilité du prix de l'euro contre dollar



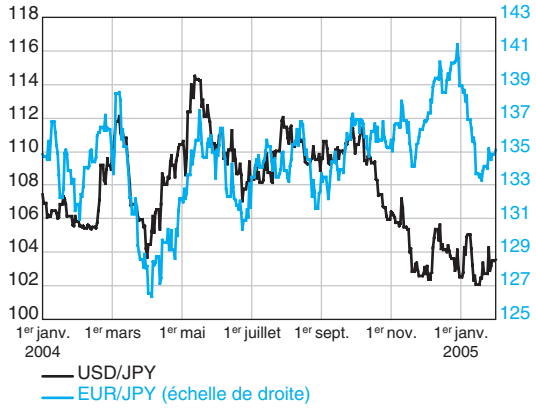
Cette tendance n'a pas été contrariée par la publication d'un nouveau déficit extérieur américain record en novembre (60,3 milliards de dollars), les statistiques de flux nets d'entrées de capitaux aux États-Unis, en forte hausse (81,0 milliards de dollars en novembre), ayant réduit les craintes d'un ajustement à la baisse du dollar.

La remontée du dollar face à l'euro ne s'est pas accompagnée d'une augmentation du niveau d'incertitude des participants de marché, comme en témoigne le recul de la volatilité implicite des options sur le marché des changes. À l'horizon d'un mois, cette dernière est passée de 9,90 % le 31 décembre à 8,95 % le 31 janvier. Dans le même temps, la prime des options de vente de dollars sur celles d'achat est restée stable et proche de zéro, traduisant l'absence d'anticipations directionnelles claires pour l'EUR/USD à cet horizon.

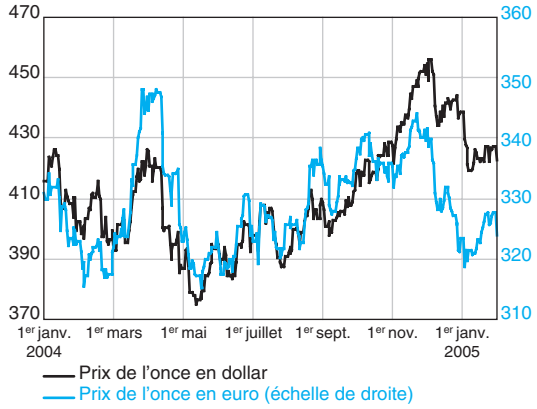
Le dollar s'est également apprécié face au yen, passant de 102,49 yens pour un dollar le 31 décembre à 103,56 le 31 janvier (+ 1,04 %). Face à l'euro, la devise nippone s'est, en revanche, raffermie de 2,82 %, passant de 138,93 yens pour un euro à 135,11. Les spéculations sur une plus grande flexibilité des devises asiatiques, et notamment du yuan, à l'approche de la réunion du G 7 à Londres au début du mois de février ont favorisé cette progression du yen.

NB : Hors mention spécifique, les graphiques des sections 3.1., 3.2. et 3.3. sont constitués à partir de données extraites des bases de données Reuter et Bloomberg.

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



Cours de l'or en dollar et en euro



La livre sterling s'est dépréciée de 1,73 % face au dollar, passant de 1,9157 dollar pour une livre le 31 décembre à 1,8826 le 31 janvier. Elle a, en revanche, progressé de 2,11 % face à l'euro, qui est passé, dans le même temps, de 0,7075 à 0,6929 euro pour une livre. La publication d'une croissance meilleure que prévu au quatrième trimestre, et d'une hausse de l'inflation a dissipé les anticipations de desserrement monétaire apparues au dernier trimestre 2004 et contribué à l'appréciation de la livre.

Parmi les nouveaux pays membres de l'Union européenne, une baisse des taux d'intérêt directeurs est intervenue en Hongrie et en République tchèque de, respectivement, 50 points de base (à 9 %) et 25 points de base (à 2,25 %). Ces décisions ne se sont pas traduites par des mouvements significatifs sur les taux de change de ces devises vis-à-vis de l'euro.

Reflétant principalement la hausse du cours du dollar, le prix de l'or exprimé en dollars a poursuivi le mouvement de baisse entamé en décembre : il a reculé de 3,63 %, passant de 438,10 dollars l'once le 31 décembre à 422,20 le 31 janvier. Exprimé en euro, le cours de l'or est, en revanche, resté assez stable, d'une fin de période à l'autre, autour de 323 euros l'once.

Après deux mois de baisse, les cours du pétrole se sont nettement redressés en janvier : la référence WTI est ainsi passée de 43,45 dollars le baril le 31 décembre 2004 à 48,20 dollars le 31 janvier (+ 10,93 %), en raison notamment de conditions climatiques difficiles au Nord-Est des États-Unis. L'OPEP a annoncé l'abandon de sa bande de fluctuation comprise entre 22 et 28 dollars le baril.

3.2. Les marchés de taux d'intérêt

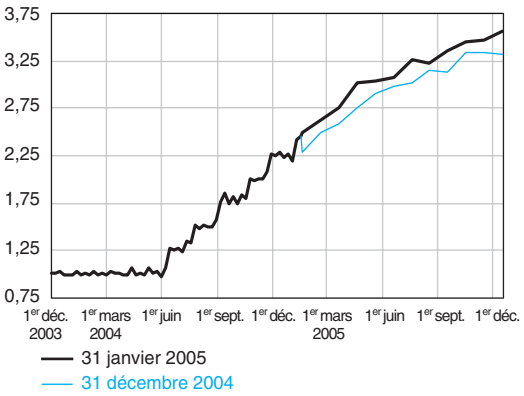
Sur les marchés de taux d'intérêt, les rendements américains ont progressé sur la partie à court terme de la courbe, en réaction à l'engagement du Système fédéral de réserve de continuer à relever son taux d'intérêt directeur pour maîtriser les pressions inflationnistes, mais se sont néanmoins repliés sur la partie à long terme de la courbe. Malgré des signes d'amélioration de la conjoncture dans la zone euro, les taux européens se sont détendus, le marché de l'emploi notamment restant atone dans les plus grands pays de la zone. Les taux japonais ont eux aussi baissé, traduisant les incertitudes sur les perspectives de sortie de la déflation de l'économie nippone.

Poursuite de l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt américaine

Suite à la publication des minutes de la réunion du FOMC du 14 décembre, soulignant que la politique monétaire reste accommodante et que le Système de réserve fédéral poursuivrait le resserrement monétaire entamé en juin 2004 afin de contenir les risques inflationnistes, les anticipations de hausse des taux aux États-Unis ont progressé : les taux implicites du contrat Eurodollar à 3 mois ont augmenté pour l'échéance juin 2005, passant de 3,17 % le 31 décembre à 3,27 % le 31 janvier. Parallèlement, les taux à 2 ans se sont tendus de 20 points de base, à 3,27 %.

Taux implicite des contrats *Fed Funds*

(en %)



En revanche les taux d'intérêt à long terme se sont repliés en janvier, notamment après la publication d'une croissance moins forte qu'attendue aux États-Unis au troisième trimestre et d'interrogations persistantes sur le dynamisme du marché de l'emploi américain. Les taux à 10 ans ont ainsi reculé de 9 points de base, à 4,13 %.

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 a ainsi atteint 85 points de base le 31 janvier, contre 115 points de base le 31 décembre 2004.

Les points morts d'inflation tirés des obligations indexées ont légèrement reculé, de 8 points de base à 2,55 %, à l'horizon 2012, en liaison avec la poursuite attendue du resserrement monétaire et la publication de données d'inflation aux États-Unis mettant en évidence un léger repli des pressions inflationnistes (3,3 %, contre 3,5 % en novembre).

Repli des taux d'intérêt japonais

Au cours du mois de janvier, les rendements obligataires japonais ont reculé, les dernières données d'inflation alimentant les doutes sur la fin de la déflation : le taux à 10 ans est passé de 1,44 % le 31 décembre à 1,33 % le 31 janvier, et le taux à 2 ans a baissé, dans le même temps, de 0,11 % à 0,10 %.

Baisse des taux d'intérêt européens

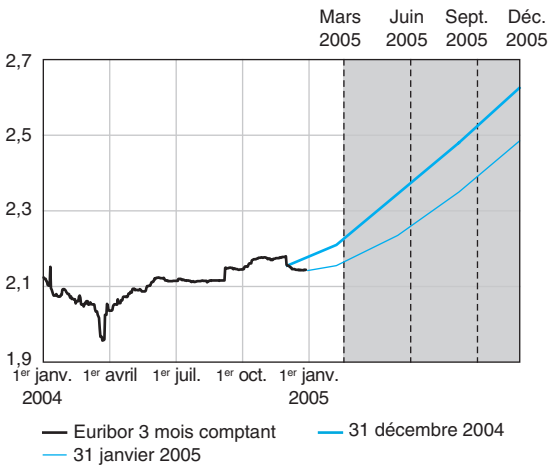
Sur le segment le plus court du marché monétaire, le taux Eonia s'est établi entre 2,08 % et 2,09 % durant la majeure partie du mois. À l'approche de la fin de la période de constitution des réserves obligatoires, l'Eonia a toutefois baissé jusqu'à 1,97 % le 14 janvier, avant de s'élever à 2,12 % le 17 janvier, en raison d'une liquidité insuffisante. Le 18 janvier, la Banque centrale européenne a procédé à une opération de réglage fin, correspondant à une injection de liquidité pour 8 milliards d'euros, afin de corriger le déséquilibre temporaire de la liquidité.

Sur le segment à plus long terme de la courbe monétaire, les anticipations de hausse de taux se sont réduites : les taux implicites des contrats Euribor d'échéance juin 2005 et décembre 2005 ont reculé de, respectivement, 10 points de base, à 2,24 % et de 13 points de base, à 2,49 %.

Malgré quelques signes d'amélioration de la conjoncture dans la zone euro au quatrième trimestre, les rendements obligataires européens se sont détendus : les rendements des titres d'État français à 2 ans ont reculé de 9 points de base, à 2,29 %, et les taux à 10 ans de 14 points de base, à 3,54 %, dans un contexte d'émissions pourtant significatives, notamment pour le segment des agences et titres hypothécaires. Sur le segment de la courbe compris entre les maturités 10 et 30 ans, un mouvement d'aplatissement s'est effectué, en raison d'achats importants sur le secteur le plus long effectués par les fonds de pension. L'application des nouvelles normes comptables IFRS les conduit, en effet, à accroître leur détention d'actifs à très long terme afin de mieux ajuster la duration de leurs actifs avec celles de leurs engagements.

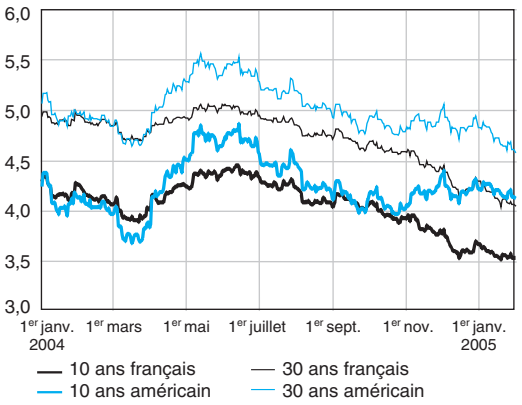
Taux implicites des contrats Euribor à 3 mois

(en %)



Taux d'intérêt à 10 ans et 30 ans

(en %)



Sur le marché des obligations indexées sur l'inflation, les points morts d'inflation se sont repliés en janvier (– 7 points de base, à 2,15 % pour la zone euro et 5 points de base, à 2,09 % pour la France), malgré l'augmentation de l'inflation dans la zone euro en décembre (2,4 %).

Primes de signature dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	31 janvier 2005	Variation/ 31 décembre 2004	Variation/ 31 décembre 2003
Industrielles AAA	17	0	+ 9
Industrielles AA	20	- 3	- 7
Financières AA	25	- 5	- 9
Corporate BBB	73	- 3	- 15
Industrielles BBB	74	- 2	- 14
Télécom BBB	47	- 5	- 21

Source : Merrill Lynch, échéance 5 ans

Les primes de signature des émetteurs privés ont diminué en janvier, notamment pour les entreprises de télécommunications : les analystes prévoient, en effet, la poursuite de l'amélioration des résultats pour le secteur, notamment grâce au dynamisme du secteur des téléphones mobiles.

3.3. Les marchés boursiers

Les marchés boursiers ont connu des évolutions mitigées en janvier, les indices américains enregistrant la moins bonne performance. Plusieurs opérations de fusions et acquisitions de part et d'autre de l'Atlantique ont soutenu les marchés, mais la remontée des prix du pétrole a pesé négativement sur la plupart des actions.

Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 janv. 2005	Variation/ 31 déc. 2004
CAC 40	3 913,69	+ 2,42
DAX	4 254,85	- 0,02
DJ EuroStoxx 50	2 984,59	+ 1,13
FTSE	4 852,30	+ 0,79
Nasdaq	2 062,41	- 5,20
Dow Jones	10 489,90	- 2,72
Nikkei	11 387,59	- 0,88

En Europe, les cours des grandes entreprises exportatrices ont bénéficié de la remontée du dollar face à l'euro. Parmi les secteurs qui ont connu les meilleures performances en janvier, on relève les entreprises de la distribution, dont les cours ont regagné une partie du terrain perdu en 2004, ainsi que les compagnies pétrolières, favorisées par la remontée des cours du pétrole. En revanche, le secteur pharmaceutique s'est replié, toujours pénalisé par les doutes entourant les effets de certains médicaments largement diffusés.

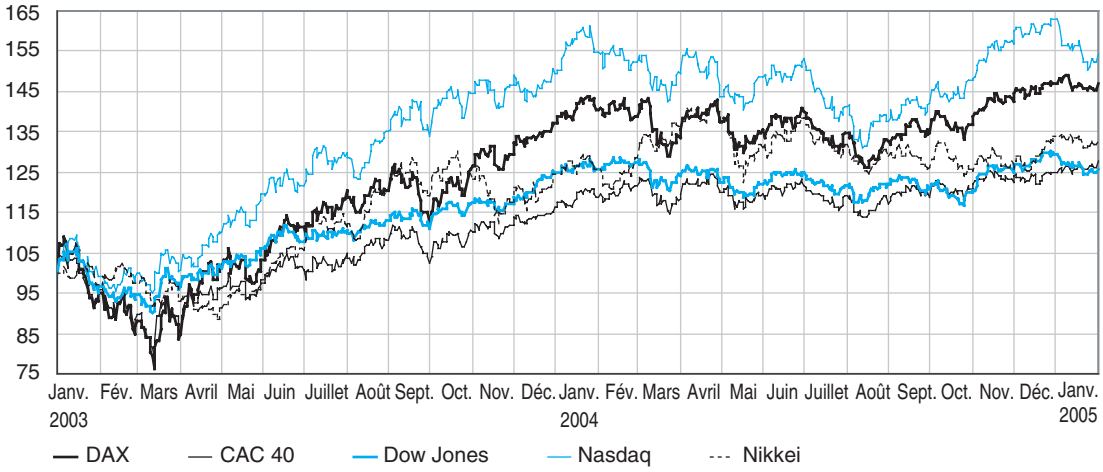
Aux États-Unis, les indices ont nettement reculé, les moins bonnes performances boursières étant enregistrées par les valeurs technologiques. Les prévisions d'analystes faisant état, pour 2005, d'un ralentissement de la progression des résultats des entreprises cotées ont pu également peser sur les cours: selon un sondage réalisé par Thomson Financial, la croissance des bénéfices des sociétés de l'indice Standard & Poor's 500 devrait être de 10,3 % en 2005 (+ 19,3 % en 2004).

Au Japon, les actions ont souffert de la hausse des coûts énergétiques. Les entreprises du secteur financier ont également reculé, après la dégradation des recommandations sur le secteur de plusieurs analystes.

Les volatilités implicites tirées des options sur indices boursiers ont continué à se réduire en Europe et aux États-Unis, passant de 13,7 % le 31 décembre à 12,6 % le 31 janvier pour le DAX, et de 13,3 % à 12,8 % pour le Standard & Poor's 500.

Principaux indices boursiers

Base 100 = janvier 2003



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 %)

	Janvier 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	433,1	67,63	433,1	67,63
Pensions à taux fixe	*183,08*	*28,59*	*183,08*	*28,59*
Pensions à taux variable	*250,02*	*39,04*	*250,02*	*39,04*
BTAN	159,60	24,92	159,60	24,92
Pensions à taux fixe	*51,61*	*8,06*	*51,61*	*8,06*
Pensions à taux variable	*107,99*	*16,86*	*107,99*	*16,86*
BTF	47,73	7,45	47,73	7,45
Pensions à taux fixe	*9,95*	*1,55*	*9,95*	*1,55*
Pensions à taux variable	*37,78*	*5,90*	*37,78*	*5,90*
TOTAL	**640,43**	**100,00**	**640,43**	**100**
Pensions à taux fixe	**244,64**	**38,20**	**244,64**	**38,20**
Pensions à taux variable	**395,79**	**61,80**	**395,79**	**61,80**

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 janvier 2005	31 décembre 2004	Variation
1 mois	2,02	2,09	- 7
3 mois	2,02	2,03	- 1
6 mois	2,06	2,10	- 4
12 mois	2,19	2,22	- 3
2 ans	2,40	2,49	- 9
5 ans	2,96	3,07	- 11

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en janvier 2005		Encours à fin janvier 2005
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	**465,8**	**4,6**	**353,8**
Certificats de dépôt négociables	405,8	- 1,1	231,0
BMTN	0,4	- 1,2	52,9
Billets de trésorerie	59,6	6,9	69,9

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

Échéances	1er au 7 janvier	8 au 14 janvier	15 au 21 janvier	22 au 28 janvier
1 jour	2,14	2,16	2,15	2,14
10 jours	2,13	2,16	2,16	(-)
30 jours	2,16	2,16	2,18	2,16
90 jours	2,19	2,20	2,20	2,18
180 jours	2,26	2,31	2,22	2,29

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	1er au 7 janvier	8 au 14 janvier	15 au 21 janvier	22 au 28 janvier
1 jour	2,11	2,08	2,11	2,11
10 jours	2,09	2,06	2,02	2,07
30 jours	2,11	2,09	2,10	2,10
90 jours	2,17	2,18	2,18	2,17
180 jours	2,23	2,23	2,26	2,24

Spreads billets de trésorerie — *swaps*

Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A1+/F1+/A1/P1/F1, A2/P2/F2, non notés, véhicules (a)

(en points de base)

		A-1+/F1+ A-1/P-1/F1	A-2/P-2/ F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois	Novembre 2004	0	5	7	4
	Décembre	4	10	14	11
	Janvier 2005	1	5	12	5
3 mois	Novembre 2004	4	8	19	8
	Décembre	5	10	14	9
	Janvier 2005	3	7	12	8

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

Au cours du mois de janvier, on observe un resserrement général des spreads compris entre 1 et 6 points de base selon les émetteurs et les maturités concernés.

Mesures de la rentabilité des entreprises

Évaluer l'efficacité du processus de production est utile aussi bien pour les gestionnaires de l'entreprise que pour ses apporteurs de capitaux. La mesure de la rentabilité constitue un des meilleurs moyens de procéder à cette évaluation et de renseigner ainsi sur l'allocation optimale des facteurs de production.

On distingue habituellement la rentabilité « économique », qui rapporte l'excédent net d'exploitation au capital non financier, permettant d'analyser l'efficacité du processus de production indépendamment de la structure de financement choisie, de la rentabilité « financière », laquelle rapporte aux fonds propres les revenus destinés aux actionnaires après paiement des intérêts dus aux prêteurs, mesurant le rendement du capital investi sous forme de parts par les propriétaires de la firme.

Le présent numéro du Bulletin *de la Banque de France propose un ensemble de trois articles portant sur la rentabilité des entreprises au cours des deux dernières décennies dans divers pays industrialisés. Ils ont été élaborés à la Banque de France dans le cadre du groupe de travail « Productivité, rentabilité », piloté par Gilbert Cette. Le premier article vise à définir le cadre méthodologique commun à la comptabilité nationale et à la comptabilité d'entreprise et à mettre en évidence les différences de mise en œuvre. Deux autres articles détaillent les résultats obtenus à partir des données individuelles d'entreprises agrégées contenues dans la base BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized *— base comptable internationale harmonisée) pour les États-Unis, l'Espagne, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie et la France d'une part, les données de la comptabilité nationale établies sur la base de normes internationales*[1]*, également harmonisées, pour les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France d'autre part.*

C'est une optique comptable qui a été adoptée, visant le calcul d'une rentabilité moyenne a posteriori *et la comparaison avec un coût moyen de la dette. Les enseignements apportés par les deux sources mobilisées peuvent différer du fait d'écarts de diverses natures (écarts de champs, écarts entre normes comptables, écarts dans la nature et la décomposition des données disponibles). Néanmoins, certains des enseignements apportés par les deux sources sont proches, ce qui conforte leur robustesse :*

• la rentabilité économique est le déterminant principal de la rentabilité financière et lui imprime un profil nettement cyclique ;

NB : Les auteurs remercient vivement Jean Cordier, Rémy Lecat, Annie Sauvé et Jean-Pierre Villetelle pour leurs commentaires stimulants sur ces trois articles.

[1] Système de comptabilité nationale (SCN 93) au plan mondial et Système européen de comptes (SEC 95) au plan européen

• sur les deux dernières décennies, la rentabilité économique calculée dans la cadre de la comptabilité nationale est beaucoup plus stable que la rentabilité financière : l'effet de levier renforce systématiquement son trend*, croissant aux États-Unis, en Allemagne et en Grande-Bretagne et légèrement décroissant en France et au Japon. Les comptes d'entreprises reflètent plutôt une rentabilité stable pour l'Allemagne de l'Ouest, les États-Unis et l'Espagne, en baisse pour l'Italie et, dans une moindre mesure, pour la France ;*

• après retraitements du coût de la dette pour tenir compte de l'inflation et de la fiscalité, dans la filiation des travaux de Maarek (1984) et Levy-Garboua et Maarek (1995), l'effet de levier est le plus souvent positif. La baisse du levier a ainsi été défavorable à la rentabilité financière en France entre 1992 et 1994 puis de 1996 à 2000, au Japon depuis 1994 et en Espagne de 1984 à 1989 puis de1993 à 1997 ;

• l'effet favorable de la baisse des taux d'intérêt nominaux peut être contrecarré par une mauvaise anticipation de la désinflation ou par l'acquisition d'actifs financiers moins rémunérés que ne coûtent les emprunts.

Éric BATAILLE
Direction des Entreprises
Observatoire des Entreprises

Dominique DURANT
Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service des Études sur les opérations financières

L'une des raisons d'être d'une entreprise réside dans sa capacité à créer de la richesse à travers un mécanisme de destruction/création dont le solde attendu doit, sur longue période, être positif : d'un côté, création de produits et services correspondant, aux tarifs proposés, à une demande et, de l'autre, destruction ou consommation de facteurs productifs. Pour ce faire, elle mobilise une multiplicité de moyens : consommations intermédiaires, travail, capital productif et financier. Mesurer l'efficacité de ce processus est utile aussi bien pour les gestionnaires de l'entreprise que pour ses apporteurs de capital. Elle renseigne sur l'allocation optimale des facteurs de production.

De manière générale, toute mesure de la rentabilité est un rapport entre un résultat et le capital nécessaire à sa formation. Elle confronte donc un flux au numérateur à un stock au dénominateur. Deux indicateurs sont souvent privilégiés, parce qu'illustrant des visions complémentaires de l'entreprise :

• la rentabilité dite « économique » rapporte au capital non financier, ou de manière équivalente à la somme des apports nets des prêteurs et des actionnaires, l'excédent net d'exploitation, c'est-à-dire la production après déduction des consommations intermédiaires, du coût du travail et du coût d'usure du capital, autrement dit, le revenu destiné aux apporteurs de capital, prêteurs et actionnaires, ainsi qu'à l'État lorsqu'il s'agit d'une rentabilité économique avant impôt. Elle permet une analyse de l'efficacité du processus de production indépendamment de la structure de financement choisie ;

• la rentabilité dite « financière » rapporte aux fonds propres la part des revenus destinée aux actionnaires, après paiement des intérêts dus aux prêteurs. Elle mesure le rendement du capital investi sous forme de parts par les propriétaires de la firme.

Une telle analyse de la rentabilité, indispensable pour chaque entreprise, établissement ou groupe de firmes, peut être également conduite à un niveau plus général, soit en agrégeant des données individuelles (bilans et comptes de résultats), soit, au plan macroéconomique, à partir des données de la comptabilité nationale.

Le présent dossier propose un ensemble de trois articles portant sur la rentabilité des entreprises sur les deux dernières décennies dans divers pays industrialisés. Ils ont été élaborés à la Banque de France dans le cadre du groupe de travail « Productivité, rentabilité », piloté par Gilbert Cette. Le premier article vise à définir le cadre méthodologique commun à la comptabilité nationale et à la comptabilité d'entreprise et à mettre en évidence les différences de mise en œuvre. Deux autres articles détaillent les résultats obtenus à partir des données individuelles d'entreprises agrégées contenues dans la base BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized* – base comptable internationale harmonisée) pour les États-Unis, l'Espagne, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie et la France d'une part, les données de la comptabilité nationale établies sur la base de normes internationales [2], également harmonisées, pour les États-Unis, le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France d'autre part.

[2] Système de comptabilité nationale (SCN 93) au plan mondial et Système européen de compte (SEC 95) au plan européen

Les enseignements apportés par les deux sources mobilisées peuvent différer du fait d'écarts de diverses natures :

• écarts de champs : les données d'entreprises (base BACH) concernent le secteur manufacturier alors que les données de comptabilité nationale agrègent l'ensemble des sociétés non financières ;

• écarts dans les normes comptables : les actifs et les dettes sont enregistrés dans les comptes des entreprises à leur coût d'entrée au bilan tandis qu'ils sont réévalués en valeur courante dans les comptes nationaux de patrimoine ; les pertes et gains de détention influencent le résultat des entreprises alors qu'ils sont exclus des comptes de revenus de la comptabilité nationale et induisent une plus forte variabilité de la rentabilité sur données d'entreprise ;

• écarts dans la nature des données : en comptabilité nationale comme en comptabilité d'entreprises, elles sont issues des comptes consolidés aux États-Unis, des comptes sociaux non consolidés dans les autres pays. En comptabilité nationale, elles ont fait l'objet d'une « pseudo » consolidation pour éliminer les doubles comptes, opération impossible à réaliser sur les données agrégées d'entreprises, ce qui a pour conséquence de faire apparaître un moindre accroissement du levier d'endettement ;

• écarts dans la finesse des décompositions : aux États-Unis et en Allemagne, les participations ne peuvent être isolées de l'actif économique calculé sur données d'entreprises, lequel augmente anormalement en raison de la multiplication des filiales sur la période récente, écrasant l'évolution de la rentabilité par rapport à la comptabilité nationale.

Pour la France, le rapprochement entre les deux sources de données sur les entreprises a déjà fait l'objet de travaux tant à la Banque de France (Bardos, Cordier et Lefilliatre, 1995, Bardos et Cette, 1996) qu'à l'INSEE (Picard, 2004) et au Commissariat général au plan (Plihon, 2002). Les deux premières études s'étaient concentrées sur l'endettement et le financement des entreprises françaises à partir d'un échantillon de la Centrale de bilans, d'une part, et des données de comptabilité nationale, d'autre part. Picard (2004) élabore une mesure de rentabilité du capital à partir des données de la base d'entreprises de l'INSEE (SUSE — Système unifié de statistiques d'entreprises) et d'hypothèses sur la durée de vie des équipements ; il la compare à une mesure issue des comptes nationaux, en essayant de corriger les causes d'écarts.

Plihon (2002) calcule la rentabilité financière et l'effet de levier aux États-Unis et en France sur données d'entreprises et sur données de comptabilité nationale à partir d'un modèle comparable à celui utilisé ici. Toutefois, des écarts de champ en comptabilité d'entreprise (Standard & Poor's 100 pour les États-Unis, CAC 40 pour la France contre secteur manufacturier dans notre cas) et de méthode de calcul en comptabilité nationale (évaluation de l'actif économique, traitement de la prime inflationniste, traitement des services d'intermédiation financière indirectement mesurés pour les États-Unis) ne permettent pas une comparaison approfondie.

Comme pour Plihon (2002), les études réalisées dans le cadre de ce dossier sont soumises à une double contrainte : assurer la comparabilité entre les données d'entreprises et les données de comptabilité nationale, d'une part, et assurer la comparabilité entre différents pays, d'autre part. Contrainte supplémentaire, l'absence de données détaillées a parfois conduit à opérer des simplifications qui pèsent sur les résultats.

1. Rentabilité économique et rentabilité financière

Le cadre d'analyse de la rentabilité et de sa relation avec la structure financière a été posé il y a plus de quarante ans par l'article fondateur de Modigliani et Miller (1958). Les auteurs y établissaient que, sous l'hypothèse de marchés parfaits et complets et en l'absence de distorsions liées à la fiscalité :

• le coût moyen pondéré du capital – c'est-à-dire la moyenne pondérée du coût de l'endettement et du coût des capitaux propres – est indépendant de la structure financière de l'entreprise. Il est égal à sa rentabilité économique. En effet, tout investisseur peut simuler la structure financière d'une entreprise endettée, en acquérant les actions d'une entreprise non endettée et en empruntant pour son propre compte, et celle d'une entreprise non endettée, en acquérant en même temps les actions d'une entreprise endettée et des obligations ;

• la rentabilité économique est habituellement supérieure au taux d'intérêt. Dans une telle situation, la rentabilité financière croit avec le levier d'endettement, ainsi le rendement des actions diffère d'une entreprise à l'autre, en fonction du taux d'endettement ;

• l'investissement augmente tant que la rentabilité anticipée est supérieure au coût moyen pondéré du capital.

Ces principes de base peuvent être modifiés lorsqu'on prend en compte la fiscalité : celle-ci donne une prime à l'endettement sur le financement par fonds propres, car les intérêts sont déductibles de la base imposable. Modigliani et Miller (1963) en ont d'ailleurs fait l'argument décisif au profit de l'endettement bien que les enquêtes [3] réalisées auprès des directeurs financiers en minimisent la portée pratique. Par ailleurs, en relâchant l'hypothèse théorique de perfection des marchés, les interactions entre les différents partenaires de l'entreprise s'imposent à travers la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), du signal (Ross, 1977) ou plus récemment du *« pecking order »* (Myers, 1984). Pour ne citer que quelques éléments d'analyse :

• si, pour un même taux d'endettement, les entreprises peuvent emprunter moins cher que les investisseurs pris individuellement, alors le coût du capital peut baisser lorsque le levier augmente, ce qui conduit à préférer l'endettement ;

• les marchés ne connaissant que le rendement passé de la firme, si un investissement plus rentable est réalisé, il peut être sous-valorisé par les investisseurs. Le recours à l'endettement peut alors s'imposer dans un tel cas ;

• l'asymétrie d'information entre gestionnaires de l'entreprise et investisseurs perturbe les mécanisme d'égalisation des taux de profit et crée ainsi un ordre hiérarchique (*« pecking order »*) entre les différents modes de financement : de l'autofinancement à l'émission d'actions ;

• les dirigeants d'entreprise peuvent préférer une structure financière à une autre, en raison des signaux qu'elles délivrent aux investisseurs ;

• enfin, de façon plus pragmatique, Becker et Wurgler (2002) avancent que la structure financière des entreprises, à un moment donné, résulte de la série des occasions saisies, par exemple, lorsque la surévaluation du cours des actions cotées augmente l'intérêt relatif d'un financement par actions.

[3] Cf. par exemple, Graham et Harvey (2001)

Ces éléments interviennent dans le choix d'une structure financière mais ne devraient jamais peser sur la décision d'investir, qui dépend de la seule rentabilité attendue de l'actif économique. La rentabilité économique de l'investissement détermine, compte tenu de la structure financière de l'entreprise et du coût de l'endettement, la rémunération des capitaux propres. Une hausse de l'endettement se traduira par une rémunération des capitaux propres plus élevée pour compenser la prise de risque supplémentaire. C'est l'enseignement fondamental de Modigliani et Miller (1958) et de la théorie des marchés financiers.

Le présent article explicite et confronte les méthodes retenues pour une analyse sur données agrégées d'entreprises, d'une part, et à partir de la comptabilité nationale, d'autre part. Son point de vue est donc « historique », *i.e. a posteriori* et « comptable ». Il se distingue du point de vue des investisseurs qui est « prospectif », *i.e. a priori* et financier.

Comptablement, la relation entre rentabilité économique et rentabilité financière est explicitée dans une égalité désormais classique :

$$R_f = R_e + \underbrace{(R_e - r)\underbrace{\frac{DN}{FP}}_{\text{levier}}}_{\text{effet de levier}}$$

Avec R_f, la rentabilité financière, R_e, la rentabilité économique, r, le coût de l'endettement, DN, l'endettement net et FP, les fonds propres. La différence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière, appelée effet de levier, est le produit de deux termes : la différence entre rentabilité économique et coût de la dette, d'une part, et le rapport des dettes aux fonds propres ou « levier », d'autre part. La rentabilité financière augmente avec le levier d'endettement (DN/FP), à condition bien sûr que la rentabilité économique soit supérieure au coût de l'endettement ($R_e > r$) (cf. annexe 1).

La rentabilité financière, qui concerne les actionnaires, se mesure par le rapport du résultat net sur les capitaux propres. Sa mesure dépend très largement des conventions retenues pour le calcul de son numérateur et de son dénominateur (cf. encadré 1).

$$\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{résultat net}}{\text{fonds propres}}$$

Le passage de la rentabilité économique à la rentabilité financière se fait par la prise en compte de la structure financière. Une entreprise peut financer une activité productive par endettement ou par fonds propres. Elle ne s'endettera *a priori* que si l'investissement envisagé procure un résultat d'exploitation supérieur aux frais financiers associés à l'endettement ; dans le cas contraire, les choix opérés par l'entreprise ne seraient pas judicieux. Une fois déduit le coût de la dette, le surplus de rentabilité revient aux actionnaires. La rentabilité des capitaux propres devient alors supérieure à celle de l'ensemble des fonds disponibles. L'inverse peut évidemment advenir, si la rentabilité économique s'avère inférieure *ex post* au coût du capital : l'évolution de l'activité ou celle des coûts n'ont pas correspondu, à l'évidence, aux attentes de l'entreprise.

Encadré 1

Traitement des changements de valeur et mesure des fonds propres

Un des principes fondamentaux du Système de comptabilité nationale consiste à revaloriser les actifs et les passifs à chaque fin de période, d'une part, et à traiter les plus et moins values, réalisées ou non dans un compte de réévaluation, séparé des comptes retraçant les opérations économiques (notamment les comptes de revenu), d'autre part. Ce traitement des ***changements de valeur*** *est radicalement différent de celui adopté par la comptabilité d'entreprise, dans le cadre duquel les actifs et les passifs ne sont pas systématiquement revalorisés, alors que les plus et moins-values réalisées sont comprises dans le résultat net.*

Ainsi, le bilan des sociétés non financières en comptabilité nationale est, au prix de certaines estimations, en valeur de marché, alors que celui de la comptabilité d'entreprise est essentiellement au coût historique, du moins en Europe continentale. Dans la séquence des comptes de la comptabilité nationale qui correspondent au « compte de résultat » de la comptabilité d'entreprise, on ne trouve pas les postes correspondant aux « corrections de valeur sur actifs financiers », « provisions », « produits et charges exceptionnelles », lesquels correspondent tous plus ou moins à des changements de valeur. Ces différences impactent naturellement le calcul de la rentabilité financière, par le biais de son dénominateur comme de son numérateur

Le dénominateur, c'est-à-dire les ***fonds propres****, pose également problème. Il est calculé comme la différence entre les actifs et les dettes. Dans le cadre comptable adopté, aussi bien pour les données d'entreprises que pour la comptabilité nationale, mesure du capital économique et mesure des fonds propres ne sont pas indépendantes. En effet, en comptabilité d'entreprise, on se place dans le cadre d'un bilan équilibré, dans lequel les fonds propres comptables sont égaux au capital économique en valeur d'acquisition diminué de la dette nette et des amortissements. En comptabilité nationale, on peut également calculer les fonds propres de la même manière, à ceci près que le capital économique est estimé en valeur de marché. Le problème de la valorisation des fonds propres se ramène donc à celui de la valorisation de l'actif productif. Si les actifs sont réévalués à leur valeur de marché, on peut considérer que cette mesure des fonds propres appréhende de manière correcte la valeur « fondamentale » de la firme telle qu'elle ressort de sa situation présente. En revanche, cette mesure de la valeur de la firme ne comporte pas les éléments d'anticipation intégrés par les marchés mais exclus du cadre comptable.*

L'utilisation de comptes sociaux agrégés impose une autre contrainte. La simple sommation de ces comptes conduit à des doubles comptes, pour les fonds propres et les dividendes versés, comptabilisés à la fois chez la filiale et la maison-mère lorsqu'elles appartiennent toutes deux au champ d'agrégation. Pour le calcul du ratio de rentabilité, il suffit de traiter de manière cohérente le bilan et le compte de résultat. Le levier risque en revanche d'être sous-évalué, dans la mesure où les dettes sont contractées majoritairement auprès d'intermédiaires financiers, situés hors du champ d'agrégation, et ne font donc pas l'objet d'un double décompte.

Pour des raisons de champ et de disponibilité de l'information ce problème est traité différemment en comptabilité nationale et pour le traitement des données de la base BACH. Dans le premier cas, le calcul est réalisé sur le secteur des sociétés non financières dans son ensemble. Compte tenu de la taille du secteur des sociétés non financières et du fait qu'elles détiennent peu de sociétés financières, on fait l'hypothèse que toutes les actions détenues par les sociétés non financières sont émises par des entreprises du même secteur. On consolide les capitaux propres et les dividendes reçus. Ce faisant, on obtient une approximation par défaut des fonds propres consolidés car les sociétés non financières détiennent également des entreprises étrangères, et on surestime donc le levier. Cette approximation paraît néanmoins acceptable.

Dans le second cas, le champ est limité aux entreprises manufacturières. La proportion des actions détenues sur des filiales hors champ d'agrégation est donc probablement élevée. Par ailleurs, la base BACH ne distingue pas, au sein des revenus financiers, les intérêts et les dividendes. Il est donc impossible de procéder au « netting » *des dividendes*

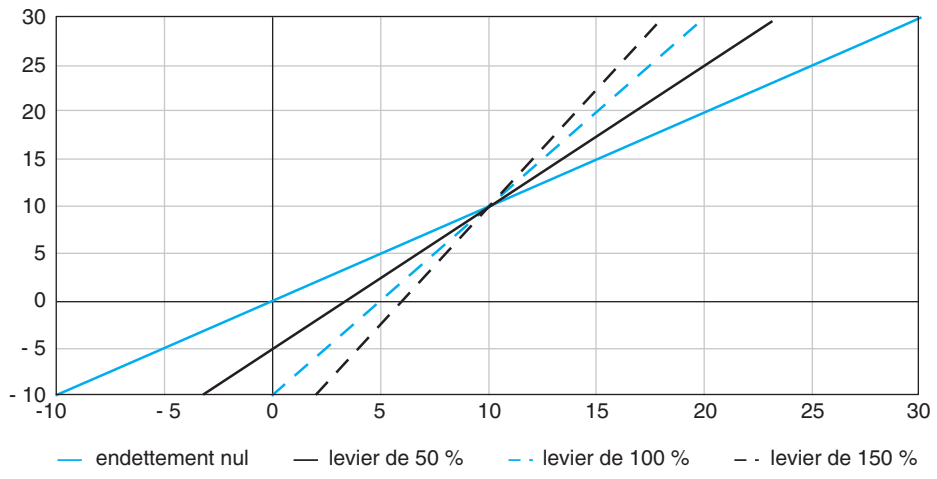
comme en comptabilité nationale. La rentabilité calculée à partir des comptes sociaux pour la France, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie et l'Espagne intègre le double décompte des fonds propres et des dividendes, et le levier est fortement sous-estimé. Pour les États-Unis, la base BACH répertorie, en revanche, des comptes consolidés : le double comptage des fonds propres est évité et le levier correctement estimé. La comparaison des résultats obtenus en comptabilité nationale et en comptabilité d'entreprise, ainsi que les comparaisons internationales, doivent tenir compte de ces différences méthodologiques.

Au total, cette formule n'est rien d'autre qu'une « tautologie comptable » (Vernimmen, 2002), dont il importe de garder à l'esprit la signification économique :

• l'effet de levier repose avant tout sur la rentabilité économique. Aucun levier d'endettement ne peut suffire à long terme à garantir une forte rentabilité des capitaux propres. De surcroît, plus le levier est fort, plus la rentabilité financière sera sensible à l'évolution de la rentabilité économique. Le graphique suivant illustre ce principe pour un coût d'endettement de 10 %, qui constitue le support ou point d'appui du levier ;

Sensibilité de la rentabilité financière (en ordonnée)
à la rentabilité économique (en abscisse) pour un taux d'intérêt apparent de 10 %

(en %)



• la mesure comptable des fonds propres diffère sensiblement de la valeur que leur attribuent les actionnaires, laquelle intègre les anticipations de revenus futurs. Le choix de la valeur comptable au coût historique, pour les données de la base BACH et d'une « pseudo » valeur de marché en comptabilité nationale, affecte la mesure de la rentabilité financière calculée dans le cadre de cette analyse ;

• la hausse de l'endettement, même si elle procure une rentabilité financière plus élevée, correspond également à une prise de risque supplémentaire pour les actionnaires. Or l'effet de levier, dans sa forme mathématique, est amputé de cette dimension, alors même qu'elle n'est pas sans conséquences sur les résultats : plus une entreprise est « risquée », plus les propriétaires vont réclamer une rentabilité

élevée. En outre, la perception du risque par les investisseurs peut évoluer très rapidement comme l'atteste l'évolution des primes de risque du marché boursier, notamment en période de retournement de l'activité ou des prix des actifs.

L'effet de levier, en tant qu'outil d'analyse, permet donc essentiellement de retrouver l'origine de la rentabilité des capitaux propres et ainsi son éventuelle fragilité : une entreprise dont les résultats ne reposent que sur un coût du crédit artificiellement ou transitoirement bas par rapport à sa rentabilité économique (par exemple lié à des taux réels négatifs comme dans les années soixante) ne pourra être viable à long terme.

La rentabilité économique et la rentabilité financière peuvent toutes deux être calculées avant ou après impôt (cf. encadré 2). La rentabilité financière se mesure naturellement après impôt puisque le montant de l'impôt sur les sociétés ne revient pas aux actionnaires. Afin de mesurer le gain procuré par la stratégie d'endettement, il faut donc lui comparer une rentabilité économique après impôt. En revanche, pour mesurer l'efficacité du processus de production, la rentabilité économique avant impôt apparaît plus adaptée.

Encadré 2

Taux d'imposition et rentabilité

Lorsqu'on décompose la rentabilité financière après impôt en ses deux éléments – la rentabilité économique et l'effet de levier – il faut déterminer séparément quel prélèvement fiscal doit leur être appliqué. En effet, dans tous les pays, les intérêts payés sont déductibles de la base imposable. Pour être comparé au coût des fonds propres, le coût de la dette doit donc être diminué des impôts économisés grâce au paiement des intérêts. Il ne s'agit que de répartir de manière appropriée la charge fiscale qui grève la rentabilité financière et qui ressort de la comptabilité des entreprises comme des comptes nationaux.

À cette fin, excédent net d'exploitation et intérêt après impôt sont tous deux calculés en appliquant un taux d'imposition apparent, ratio disponible dans la base BACH et calculé à partir des comptes nationaux en divisant les impôts effectivement payés par la base fiscale (excédent net d'exploitation moins intérêts nets).

$$\tau = \frac{T}{ENE - INP} \Leftrightarrow T = \underbrace{(\tau \,.\, ENE)}_{A} - \underbrace{(\tau \,.\, INP)}_{B}$$

τ : taux d'imposition apparent
ENE : excédent net d'exploitation
INP : intérêts nets payés
T : impôts autres qu'impôts sur la production

Le taux d'intérêt implicite tient compte des taux d'imposition différenciés par types de revenus (impôt sur les plus-values, impôts sur les revenus financiers, impôts sur les bénéfices) et par catégories d'entreprises, ainsi que des impôts qui ne sont pas payés par les entreprises en perte. Il est largement inférieur au taux « normal » de l'impôt sur les sociétés.

L'impôt qui serait payé si l'entreprise n'avait aucune dette (A) est ainsi déduit de l'excédent net d'exploitation. Le montant de cet impôt fictif est supérieur au montant de l'impôt effectivement versé. L'économie d'impôt liée au paiement d'intérêt (B) est déduite des intérêts nets versés. L'impôt effectivement versé est égal à (A) – (B).

.../...

$$R_f = \frac{(ENE - INP) \,.\, (1 - \tau)}{FP}$$

$$r = \frac{INP \,.\, (1 - \tau)}{DN}$$

$$R_e = \frac{ENE \,.\, (1 - \tau)}{K}$$

DN : dette nette
FP : fonds propres
K : capital

L'examen de la rentabilité économique calculée à partir des données de comptabilité nationale d'une part, de comptabilité d'entreprise d'autre part aux États-Unis, en Allemagne et en France fait apparaître plus ou moins nettement le même cycle avec des pics en 1988 et 1998, et des creux en 1993 (1992 pour les États-Unis) et 2001. En Allemagne toutefois, l'inflexion à la baisse observée après 1998 sur données d'entreprises ne se répercute pas sur les comptes nationaux. Cela résulte d'une définition divergente de l'actif économique, lequel inclut les participations dans les entreprises liées en données d'entreprises et pas en comptabilité nationale.

Dans tous les pays, la rentabilité économique est plus variable sur données d'entreprises que sur données de comptabilité nationale. En niveau, la première est inférieure à la seconde aux États-Unis et en Allemagne ; elles sont approximativement égales en France. Cela résulte de plusieurs effets contraires. S'agissant du numérateur, l'excédent net d'exploitation de la comptabilité d'entreprise est grevé de provisions pour dépréciation d'actifs non financiers qui ne sont pas comptabilisés dans l'excédent net d'exploitation en comptabilité nationale. En ce qui concerne le dénominateur, le capital au coût historique de la comptabilité d'entreprise est théoriquement plus faible que sa réévaluation au prix courant ; inversement, le choix en comptabilité nationale d'une mesure limitée aux machines, bâtiments hors logements, stocks, crédits commerciaux et avoirs en cours d'encaissement, nets des engagements de même nature (cf. encadré 3), exclut des immobilisations qui peuvent influencer fortement les comptes des entreprises, telles que les actifs intangibles, les logements, voire dans le cas précité de l'Allemagne, les participations dans les entreprises liées.

L'effet de levier est toujours plus fort en comptabilité d'entreprise, il est également plus variable, notamment aux États-Unis où il s'annule ponctuellement en 1992 et 2001, alors qu'il reste stable sur toute la période en comptabilité nationale. C'est l'inclusion dans le résultat net de produits financiers autres que les intérêts, notamment de dividendes, qui explique cette variabilité et ce niveau plus élevé.

2. La rentabilité économique

La capacité d'une entreprise à créer des richesses, ou de la valeur selon la terminologie financière, repose avant tout sur la rentabilité de son actif économique que l'on appelle plus simplement rentabilité économique. Ce taux de rentabilité rapporte le résultat d'exploitation à l'actif économique :

$$\text{Taux de rentabilité économique} = \frac{\text{résultat d'exploitation net}}{\text{actif économique}}$$

Le résultat d'exploitation est compris net des amortissements en comptabilité d'entreprise et de la consommation de capital fixe en comptabilité nationale. L'actif économique étant égal, comptablement, à la somme de l'endettement net et des capitaux propres, la rentabilité économique peut être vue également comme le rendement de l'ensemble des capitaux engagés, aussi bien par les créanciers que par les actionnaires, autrement dit le coût moyen du capital. Tout bilan étant équilibré par définition, l'actif économique est aussi la somme des immobilisations non financières et du besoin en fonds de roulement d'exploitation [4].

On peut caractériser plus précisément les conditions dans lesquelles s'effectue la production en décomposant le ratio entre un taux de marge et une mesure de la productivité du capital.

$$\frac{\text{résultat d'exploitation}}{\text{actif économique}} = \frac{\text{résultat d'exploitation net}}{\text{valeur ajoutée}} \cdot \frac{\text{valeur ajoutée}}{\text{actif économique}}$$

ou

taux de rentabilité économique = taux de marge x productivité du capital

Le taux de marge caractérise la répartition de la valeur ajoutée entre travail et capital, puisque le résultat d'exploitation s'obtient en soustrayant les frais de personnel de la valeur ajoutée. Il constitue la composante la plus cyclique de la rentabilité économique. En effet, il existe habituellement un délai entre la reprise de l'activité et celle de la masse salariale, au cours duquel le taux de marge progresse. De la même manière, le taux de marge diminue lorsque le cycle se retourne à la baisse. Ainsi, les conflits de répartition, par exemple en cas de choc d'offre, se reportent directement sur le taux de marge.

La productivité du capital évolue avec le cycle mais de manière moins marquée. Elle peut s'interpréter comme le produit de la productivité du travail et de l'intensité capitalistique (ratio capital/travail). L'évaluation du stock de capital est une des difficultés principales de la mesure de la rentabilité du capital (cf. encadré 3).

[4] Noté BFRE, il recouvre l'ensemble des stocks auxquel s'ajoute la différence entre les créances et les dettes d'exploitation.

Encadré 3

La mesure du stock de capital et de la consommation de capital fixe

La mesure du stock de capital et de la consommation de capital fixe, qui affecte l'excédent net d'exploitation, est déterminante pour les comparaisons entre pays de la rentabilité économique en niveau. Par ailleurs, la mesure de ces deux grandeurs, en comptabilité d'entreprise et dans la comptabilité nationale, repose sur des conventions différentes : dans les deux cas, le capital non financier est composé d'actifs fixes et d'actifs circulant (stocks, crédits commerciaux nets) mais les définitions peuvent s'écarter en raison de modes de valorisation différents et de limites dans le détail de l'information disponible (voir la comparaison des postes du bilan en annexe 2).

En comptabilité d'entreprise, le capital non financier est valorisé au prix d'entrée des actifs au bilan, diminué chaque année des amortissements dont les taux sont définis par l'administration fiscale. Au sein des comptes sociaux, les actifs sont enregistrés en coût historique, i.e. *à leur valeur au moment de leur première inscription au bilan, déduction faite chaque année des dotations aux amortissements. Depuis 1984, les entreprises ont la possibilité, dans certaines limites, de réévaluer leurs actifs. Cependant, en pratique, comme cette réévaluation génère un poste (réserve de réévaluation libre) imposable, cette option est rarement utilisée. En comptes consolidés, les réévaluations éventuelles ont lieu lors d'une acquisition. La différence entre le prix d'acquisition et la quote-part des capitaux propres de l'entreprise achetée se divise en deux parties. La première provient de la réévaluation de l'actif et du passif de la société achetée, la seconde en constitue la part résiduelle appelée « écart d'acquisition » ou «* goodwill *» et inscrite en immobilisation incorporelle dans le bilan de la société mère. La valeur du stock de capital est donc extrêmement disparate. Les amortissements sont souvent déterminés de manière conventionnelle et sans rapport avec l'obsolescence économique des biens en capital.*

La comptabilité nationale cherche à estimer une valeur économique du stock de capital pertinente au niveau agrégé. La méthode habituellement utilisée est celle de l'inventaire permanent, qui peut être décrite de la manière suivante :

• le stock de capital brut est calculé par cumul de la formation brute de capital fixe (FBCF) ;

• la consommation de capital fixe est estimée grâce à une équation de dépréciation. Celle-ci tient compte généralement de la baisse du prix d'un actif résultant de la réduction de sa durée de vie résiduelle. La durée de vie résiduelle est déterminée grâce à une fonction de mortalité qui dépend de l'actif considéré. Dans certain pays, il est en outre tenu compte de la baisse progressive de l'efficacité du capital plus ancien par rapport au capital nouvellement installé. On obtient ainsi une fonction de dépréciation qui relie le profil âge-prix d'un actif à son profil âge-efficacité. Cette étape du calcul est traitée de manière très disparate entre les pays ;

• le stock de capital net est obtenu en déduisant la consommation de capital fixe cumulée du stock de capital brut ;

• un indice de prix permet de calculer le stock de capital net au prix courant.

Les conventions concernant les coefficients des fonctions de dépréciation et leur absence de révision alors que les actifs productifs évoluent rapidement ont été largement critiquées. L'estimation du stock de capital fait actuellement l'objet de travaux d'harmonisation au plan international dans le cadre de la révision du Système de comptabilité national. Ces travaux, menés par le groupe dit de Canberra, ont donné lieu à un rapport de l'OCDE (2001) qui avance un certain nombre de préconisations.

Dans l'esprit de ces travaux, la direction des Études économiques et de la Recherche de la Banque de France a développé une méthode d'estimation du stock de capital fixe (Villetelle, 2002 et 2004) homogène pour les différents pays étudiés. L'estimation est limitée aux bâtiments non résidentiels, machines et équipements, et concerne le secteur privé dans son ensemble (sociétés financières, sociétés non financières, entrepreneurs individuels). Elle exclut, donc, une part des actifs fixes devenue significative, à savoir les

logiciels, dont une partie n'est pas considérée comme de la FBCF. La durée de vie des différents types d'actifs a été normalisée ; elle est fixée à dix ans pour les machines et équipements et à soixante-sept ans pour les bâtiments non résidentiels [1]. Le profil âge-prix des différents types d'actifs a été déduit de manière cohérente d'un même profil âge-efficience hyperbolique pour chaque pays. Le stock de capital et la consommation de capital fixe correspondante du secteur privé ont été calculés à partir des séries de formation de capital fixe et des indices de prix pour les différents pays.

Pour le présent article, l'évaluation du capital des sociétés non financières selon l'approche comptabilité nationale a été réalisée à partir du stock de capital du secteur privé, calculé selon la méthode précitée, et de ratios issus des comptes nationaux (proportion de l'actif non financier ou, à défaut, de la consommation de capital fixe, des sociétés non financières dans l'ensemble du secteur privé). Dans une optique de comparaison internationale sur données macroéconomiques, Sylvain (2001) a également choisi de reconstruire les stocks de capital pour chaque pays étudié (États-Unis, Japon, France, Allemagne, Royaume-Uni et Pays-Bas), suivant une méthode dont l'esprit est proche de celle utilisée ici [2]. Il a montré que les hypothèses retenues pour la construction des rentabilités brutes, notamment sur la durée de vie des équipements, n'influençaient que marginalement la hiérarchie entre les différents pays.

Le stock de capital calculé selon la méthode homogène adoptée ici peut s'écarter largement de celui que publient les comptes nationaux. En 2002, il est substantiellement plus élevé pour la France (+ 40 %) et le Japon (+ 28 %), assez proche pour les États-Unis (7 %), et plus faible pour le Royaume-Uni (– 15 %) et l'Allemagne (– 40 %). En revanche, la consommation de capital fixe est plus faible en proportion du capital. Au total, la rentabilité calculée à partir du stock de capital estimé ici est supérieure à celle obtenue à partir des données habituelles de comptabilité nationale, dans tous les pays sauf la France.

La comparaison avec les données issues des bases d'entreprises reflète les mêmes difficultés à obtenir une valorisation incontestable du capital. Alors qu'en comptabilité nationale la hiérarchie des pays par rentabilité décroissante va de l'Allemagne aux États-Unis et à la France, à partir des données d'entreprises elle va des États-Unis à la France puis à l'Allemagne. Pour aller au-delà de l'information au coût historique contenue dans les comptes des entreprises, Picard (2004) retraite les données de capital de SUSE dans l'esprit de la comptabilité nationale. Il tient également compte de la démographie des entreprises, et notamment de l'incidence des faillites sur le stock de capital et donc sur les mesures de rentabilité. Ces résultats convergent en évolution vers ceux que l'on obtient pour la France sur données de comptabilité nationale.

---

[1] *La distinction n'a pas été faite dans le cas du Japon. Pour l'Allemagne, il a été supposé que le stock de capital de l'Allemagne de l'Est au moment de la réunification était nul.*

[2] *Cependant, ses mesures de rentabilité ne tiennent pas compte, contrairement à celles utilisées dans cette étude, des besoins en fonds de roulement.*

La comparaison des mesures du taux de marge et de la productivité du capital, ou taux de rotation de l'actif économique, révèle les difficultés liées à la mesure du capital : en particulier, le taux de rotation du capital aux États-Unis et en Allemagne baisse nettement sur données d'entreprises alors que la productivité du capital qui lui est comparable en comptabilité nationale est stable ou croissante. Cela résulte pour ces deux pays de l'inclusion des participations dans l'actif économique des données d'entreprises, la base BACH ne donnant pas une répartition assez fine des immobilisations. L'effet est plus marqué en Allemagne sur les comptes sociaux qu'aux États-Unis où les comptes sont consolidés. Pour la France, les deux jeux de séries ne font pas apparaître de divergences marquantes, hormis quelques décalages dans les phases du cycle.

3. Le coût de la dette

Le coût de la dette intervient dans le calcul de la rentabilité financière et de l'effet de levier. Lorsque l'écart entre la rentabilité économique et le coût réel de la dette nette est positif, les entreprises sont incitées à emprunter pour investir dans leur activité productive. Dans le cas contraire, elles devraient en être dissuadées.

Le calcul de la rentabilité et de l'effet de levier tel qu'on l'envisage ici est réalisé *ex post*, à partir de la structure effective de l'endettement des entreprises. Il n'éclaire pas les facteurs dynamiques qui président aux décisions d'investissement. En particulier, dans notre modèle, le taux d'intérêt qui prévaut aujourd'hui sur le marché n'a pas d'impact sur l'effet de levier. De fait, les décisions de financement des investissement nouveaux sont prises par les entreprises à partir du coût du capital courant, sous forme de dette et sous forme de fonds propres, et de leur rentabilité anticipée des projets d'investissement examinés, pour lesquels il n'existe pas d'information au niveau agrégé. Ces caractéristiques déterminent parmi d'autres les modalités de calcul du coût de la dette, concept relativement élaboré qui intègre déjà plusieurs éléments explicatifs et peut être décrit comme un taux d'intérêt « réel », « apparent », « après impôt » de la « dette nette », suivant en cela les travaux de Maarek (1984) et Lévy-Garboua et Maarek (1995).

Tout d'abord, c'est un *taux « apparent »*, calculé comme le rapport des intérêts nets effectivement versés sur la période à la dette nette, prise en moyenne sur la période pour les données de comptabilité nationale et en valeur de fin de période pour ce qui concerne la base BACH. Il intègre, non seulement, le coût des emprunts nouveaux, contractés au cours de l'année au taux en vigueur sur le marché, mais aussi et surtout le coût des emprunts de maturités différentes contractés par le passé. Dans une période essentiellement marquée dans tous les pays par la baisse des taux de marché, le taux apparent va intégrer avec retard ces évolutions favorables à la rentabilité financière des entreprises.

Ensuite c'est un *taux « réel »* qui peut être comparé à la rentabilité économique, laquelle rapporte un flux en valeur courante — l'excédent net d'exploitation — à un actif économique réévalué en valeur courante, tenant ainsi compte de l'évolution des prix des biens d'investissement, du moins en comptabilité nationale. De la même manière, le coût réel de la dette peut être obtenu en rapportant le flux d'intérêt en valeur courante à une dette réévaluée en fonction de la dérive des prix des biens. Pour calculer un coût « réel » de la dette, on pourrait donc la réévaluer grâce à un indice de prix. On préfère corriger les intérêts versés du montant correspondant à sa dévalorisation en termes réels.

Les taux courants, proposés aux emprunteurs au moment de la signature des contrats d'emprunt, tarifient la perte qui surviendra pour les prêteurs lorsque le prêt leur sera remboursé pour son montant nominal, alors que le prix des biens aura augmenté. Si les anticipations s'avèrent justes, l'inflation n'a donc aucun impact sur le coût réel de la dette. En revanche, si la croissance effective des prix s'avère supérieure à celle anticipée, les taux nominaux sont insuffisants pour compenser la dévalorisation effective des dettes ; l'écart entre rentabilité économique et coût de la dette est plus élevé et l'effet de levier plus important. Cette situation a pu être observée dans les périodes de forte inflation. Les entreprises ont alors été incitées

à investir massivement, dans une optique de croissance des volumes de production. La rentabilité financière, soutenue artificiellement par un coût réel de la dette faible, voir négatif, et par l'effet de levier, a masqué la relative faiblesse de la rentabilité économique de certaines entreprises. *A contrario*, le retour à des taux réels, *a posteriori* positifs, à partir du milieu des années soixante-dix a rendu coûteuse et déstabilisante cette stratégie. Les entreprises concernées ont donc été amenées à assainir leur bilan et à renforcer leur rentabilité économique.

C'est également un *taux « après impôt »*, qui tient compte de l'économie d'impôt que procure le financement par dette relativement au financement par fonds propres. En effet, les intérêts étant, dans tous les pays, déductibles du revenu imposable, le coût de l'endettement pour l'entreprise en est réduit d'autant par rapport au coût des fonds propres (cf. encadré 2). La baisse du taux d'imposition accroît la rentabilité financière, la rentabilité économique après impôt et l'effet de levier dès lors que la rentabilité économique est supérieure au coût nominal de la dette brute.

C'est enfin un *taux « net »,* calculé comme le rapport des intérêts nets à l'endettement net des créances. En comptabilité nationale, le coût de la dette nette est calculé comme les intérêts versés moins les intérêts reçus. Le principe reste le même pour les données de la base BACH, mais le calcul tient compte également des corrections de valeurs sur actifs financiers (cf. annexe 3).

Si les créances sont rémunérées à un taux inférieur à celui de l'endettement, les entreprises réalisent sur leurs opérations financières une marge négative et le coût de la dette nette augmente. Dans un contexte général d'accroissement de la taille des bilans et de développement parallèle des dettes et des créances, il est important de comprendre pourquoi les entreprises acquièrent des actifs financiers, même lorsque leur coût de financement net en est accru. Les regroupements d'entreprises, notamment transfrontaliers, réalisés à la faveur de la mise en place de l'euro, peuvent expliquer en partie le développement parallèle des créances et des dettes et des évolutions indépendantes des taux de marché dans le coût des emprunts et le rendement des créances.

On peut résumer les corrections précitées dans la relation suivante :

$$r = \frac{(1-\tau)\,.\,INP - \pi DN}{DN}$$

INP : intérêts nets payés
DN : dette nette = dette brute (emprunts, titres autres qu'actions) – actifs portant intérêt (dépôts, crédits, titres autres qu'actions)
π : taux d'inflation
τ : taux d'imposition apparent

La prise en compte de ces différents facteurs permet de raffiner substantiellement la formule de l'effet de levier (cf. annexe 1). Elle permet surtout de faire apparaître, à partir de nos données, un effet de levier positif là où une approche purement comptable du coût de l'endettement aurait montré, pour certains pays, la persistance d'un effet de levier négatif et aurait conduit à s'interroger sur l'avantage à s'endetter pour investir.

La comparaison du coût réel apparent de la dette nette après impôt en comptabilité nationale et en comptabilité d'entreprise conduit aux mêmes conclusions, si on fait abstraction des niveaux absolus :

• le coût de la dette nette est plus élevé en France qu'en Allemagne et aux États-Unis. L'examen des données de comptabilité nationale révèle que cela résulte essentiellement de l'acquisition de créances moins rémunérées que le coût des emprunts ;

• les profils sont semblables dans les deux jeux de données, sauf aux États-Unis, où la chute des produits financiers autres que les intérêts renchérit ponctuellement le coût de la dette nette en 1992 et 2001. On remarque, notamment, un fort renchérissement du coût de la dette en 1993 en France, en relation peut-être avec la montée de la prime de risque en phase de récession, et une baisse ensuite. La même année, en Allemagne, le coût de la dette chute, évoluant de façon strictement parallèle à la rentabilité économique. Il est difficile sans une connaissance plus approfondie des usages bancaires d'en tirer des conclusions : les renégociations des conditions tarifaires seraient elles facilitées en Allemagne ?

4. Le levier ou taux d'endettement

Le levier a été défini dans cet exercice comme le rapport de la dette nette aux fonds propres. Comme tel, c'est à la fois un indicateur d'endettement et un indicateur de santé financière. Il mesure la capacité des entreprises à rembourser leurs dettes, même lorsque leurs profits diminuent, en vendant leurs actifs financiers ou en réduisant leurs fonds propres. Sans qu'il soit aisé de mettre en évidence un seuil d'endettement à partir duquel les prêteurs hésitent à accorder des financements aux entreprises, on peut imaginer que le coût de la dette augmente avec le levier et qu'il existe, dans les faits, une limite à l'endettement des entreprises.

Lorsque le levier se calcule à partir d'une dette nette sur fonds propres, son évolution synthétise deux effets : l'évolution de l'endettement brut et celle des actifs financiers. Les comportements d'endettement et de placement répondent à des mécanismes qui ne sont pas complètement symétriques, il est donc intéressant de les isoler en calculant, en plus du levier « net », un levier « brut » rapportant la dette brute aux fonds propres. L'augmentation des actifs financiers par rapport aux fonds propres étant une évolution structurelle dans tous les pays, elle réduit le levier net pendant que le levier brut s'accroît. Il est difficile alors de conclure sur l'accroissement du risque pris par les entreprises en l'absence d'information sur la liquidité des actifs financiers ou leur faculté à compenser des passifs financiers de même nature (dette intragroupe par exemple).

Sur données d'entreprises comme sur données de comptabilité nationale, le levier d'endettement net est stable aux États-Unis depuis 1987, légèrement décroissant en France depuis 1991 et croissant en Allemagne depuis 1994. La baisse du levier en France est plus précoce et plus marquée sur données d'entreprises car, les fonds propres n'étant pas consolidés au contraire de la comptabilité nationale, ils augmentent avec les prises de participation dans les filiales qui ont cru activement sur toute la période.

Aux États-Unis, le levier net de la comptabilité d'entreprise, proche de 100 %, est supérieur au levier net de la comptabilité nationale (environ 60 %). En France et en Allemagne en revanche, les niveaux sont très comparables entre les deux jeux de séries et convergent respectivement vers 40 % et 60 %. Dans ces deux derniers pays, les différences méthodologiques dans la mesure des fonds propres et de la dette (valorisation au coût historique ou en valeur de marché, consolidation ou non des fonds propres) se compensent, contrairement aux États-Unis où les données sont consolidées dans les deux cadres d'analyse.

Dans les deux approches, le levier brut est parallèle au levier net aux États-Unis, car dans les deux cas les comptes sont consolidés. Pour l'Allemagne et la France, le levier brut est parallèle au levier net sur les données d'entreprise, constituées de comptes sociaux agrégés, mais il diverge très fortement en comptabilité nationale, du fait de la « pseudo » consolidation des fonds propres mais pas des créances (cf. encadré 1). Cela signifie qu'une part significative de l'accroissement des dettes des entreprises européennes depuis 1998 est constituée de dettes intra-groupes, qui se compensent lorsqu'on calcule un endettement net, mais nourrissent l'accroissement de l'endettement brut. Autrement dit, l'accroissement de la taille des bilans repérée sur comptes sociaux agrégés ne serait pas une observation pertinente sur comptes consolidés.

Afin de conforter la pertinence de leur modèle, Modigliani et Miller (1958) mettent en relation la rentabilité financière et le levier pour montrer que la première croît avec le second. Ils montrent de la même manière qu'il n'y a pas de relation étroite entre la rentabilité économique et le levier. On peut souhaiter aller au-delà du modèle analytique en s'interrogeant sur les relations entre les autres variables du modèle. Si, d'un point de vue théorique, il est exclu de parler de valeur cible pour le levier, dans la pratique celui-ci agit bien comme une force de rappel à partir d'un certain niveau et comme un signal pour les actionnaires. En particulier, dès lors que les firmes peuvent décider de leur niveau de dette, on peut supposer qu'un écart positif élevé entre la rentabilité économique et le coût de la dette nette va les conduire à accroître leur taux d'endettement et leur levier. Au contraire, un écart faible ou négatif entre la rentabilité économique et le coût de la dette nette va les conduire à réduire leur endettement.

Au-delà des écarts de diverses natures, certains des enseignements apportés par les deux sources sont proches, ce qui conforte leur robustesse :

• dans tous les cas, la rentabilité économique est le déterminant principal de la rentabilité financière et lui imprime un profil nettement cyclique. Cette conclusion rejoint les résultats obtenus par Lévy-Garboua et Maarek (1995) et Plihon (2002). Par ailleurs, la rentabilité financière calculée à partir de données d'entreprise est plus variable que celle qui résulte des données de comptabilité nationale, du fait notamment de la prise en considération, au numérateur de la première et non de la seconde, des provisions pour dépréciation d'actifs non financiers ;

• au total, sur moyenne période, la rentabilité économique calculée dans le cadre de la comptabilité nationale est beaucoup plus stable que la rentabilité financière, l'effet de levier renforçant systématiquement son *trend*, croissant aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni, et légèrement décroissant en France et au Japon. Les comptes d'entreprises reflètent plutôt une rentabilité stable pour l'Allemagne de l'Ouest, les États-Unis et l'Espagne, et en baisse pour l'Italie et, dans une moindre mesure, pour la France ;

• après retraitements du coût de la dette pour tenir compte de l'inflation et de la fiscalité, l'effet de levier est le plus souvent positif. Les cas de la France, de l'Espagne et du Japon témoignent que la baisse du levier est alors défavorable à la rentabilité financière. Toutefois, plus variable en comptabilité d'entreprise qu'en comptabilité nationale du fait de la prise en compte des provisions pour dépréciation d'actifs et des produits financiers autres que les intérêts, l'effet de levier peut s'inverser exceptionnellement (Espagne, 1993), illustrant le risque que prennent les entreprises lorsqu'elles s'endettent excessivement ;

• la baisse des taux nominaux ne renforce l'effet de levier que dans la mesure où elle n'est pas entièrement compensée dans les taux réels par la baisse parallèle de l'inflation ou par des marges financières négatives dues à l'acquisition de créances moins rémunérées que les emprunts, comme dans le cas de la France. Sa répercussion dans le coût réel apparent de la dette nette des entreprises étant perturbée par ces différents facteurs et atténuée par le jeu de la fiscalité, son caractère éminemment favorable à la rentabilité financière est plus difficile à mettre en évidence de manière systématique et incontestable sur les données dont on dispose.

Bibliographie

Bardos (M.) et Cette (G.) (1996) : « La dette financière des sociétés et quasi sociétés de 1971 à 1995 », fiche thématique n° 7, Rapport du Conseil national du crédit et des titres, exercice 1995, juin

Bardos (M.), Cordier (J.) et Lefilliatre (D.) (1995) : « L'évolution des financements et des placements des sociétés et quasi-sociétés des années 1980 aux années 1990 », *Les études de la Centrale de Bilans*, Banque de France, janvier

Ecker (M.) et Wurgler (J.) (2002) : « *Market Timing and Capital Structure* », *Journal of Finance*, volume 57, n° 1, p. 1-32, février

Jensen (M. C.) et Meckling (W. H.) (1976) : « *Theory of the firm: managerial behavior – agency costs and ownership structure* », *Journal of Financial Economics*, volume 3, p. 305-360

Levy-Garboua (V.) et Maarek (G.) (1995) : « La dette, le boom, la crise », *Economica*

Modigliani (F.) et Miller (M.H.) (1958) : « *The cost of capital – corporate finance and the theory of investment* », *The American economic review*, volume 48, p. 261-297

Modigliani (F.) et Miller (M.H.) (1963) : « *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction* », *The American Economic Review*, volume 53, p. 433-443

Maarek (G.) (1984) : « Rentabilité et endettement des entreprises françaises : une analyse rétrospective 1963-1962 » , revue de l'IPECODE, n° 6

Maarek (G.) (1984) : « Le partage de la valeur ajoutée dans l'économie française : une analyse rétrospective 1970-1982 », revue de l'IPECODE, n° 4, février

Myers (S.) (1984) : « *The capital structure puzzle* », *Journal of Finance*, volume 39, n° 3, p. 575-592, juillet

OCDE (2001) : « *Measuring capital, a manual on the measurement of capital stocks, consumption of fixed capital and capital services* », septembre

Picart (C.) (2004) : « Rentabilité et durée de vie des équipements », Séminaire INSEE, septembre

Plihon (D.) (2002) : « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », Rapport du Commissariat général au Plan, septembre

Ross (S.) (1977) : « *The determination of financial structure: the incentive- signalling approach* », *Bell Journal of Economics*, p. 23-29

Sylvain (A.) (2001) : « Rentabilité et profitabilité du capital : le cas de six pays industrialisés », *Économie et statistique*, n° 341-342 – 1/2

Vernimmen (P.), Quiry (P.) et Le Fur (Y.) (2002) : « Finance d'entreprise », Dalloz, 5e édition

Villetelle (J.-P.) (2002) : « Construction de séries de capital pour la base de données du modèle réel », *mimeo*, Banque de France, *Notes d'études*, mars

Villetelle (J.-P.) (2004) : « Construction de séries de capital net à partir de séries de capital productif pour les sociétés non financières : une comparaison avec les séries de la comptabilité nationale françaises », *mimeo*, Banque de France, *Notes d'études*, janvier

Annexe 1

Le modèle

$$R_f = R_e + (R_e - r)\frac{DN}{FP}$$

$$R_f = \frac{ENE - INP - T + \pi DN}{FP}$$

$$R_e = \frac{(1-\tau)\,.\,ENE}{K}$$

$$r = \frac{(1-\tau)\,.\,INP - \pi DN}{DN}$$

$$\tau = \frac{T}{ENE - INP}$$

R_f : rentabilité financière

R_e : rentabilité économique

r : coût réel apparent de la dette nette

τ : taux d'imposition apparent

π : taux d'inflation

K : capital non financier = actifs productif fixe + stock + créances commerciales nettes + délais de paiement nets

DN : dette nette = titres de dette émis + emprunts bancaires et auprès d'agents non financiers – titres de dette détenus – prêts à d'autres agents non financiers – dépôts

FP : fonds propres = $K - DN$

ENE : excédent net d'exploitation

INP : intérêts nets payés

T : impôt autre qu'impôts sur les produits

$$R_f = \frac{ENE - INP - T + \pi DN}{FP}$$

$$= \frac{ENE - INP - \tau(ENE - INP) + \pi DN}{FP}$$

$$= \frac{(1-\tau)\,.\,ENE - (1-\tau)\,.\,INP - T + \pi DN}{FP}$$

$$= \frac{(1-\tau)\,.\,ENE}{K}\cdot\frac{K}{FP} - \frac{(1-\tau)\,.\,INP - \pi DN}{DN}\cdot\frac{DN}{FP}$$

$$= \frac{(1-\tau)\,.\,ENE}{K}\cdot\frac{FP + DN}{FP} - \frac{(1-\tau)\,.\,INP - \pi DN}{DN}\cdot\frac{DN}{FP}$$

$$= \frac{(1-\tau)\,.\,ENE}{K} + \left[\frac{(1-\tau)\,.\,ENE}{K} - \frac{(1-\tau)\,.\,INP - \pi DN}{DN}\right]\frac{DN}{FP}$$

$$= R_e + (R_e - r)\frac{DN}{FP}$$

Annexe 2

Comparaison du bilan des sociétés non financières de la base BACH et des comptes de patrimoine de la comptabilité nationale

ACTIF				
		Comptabilité d'entreprise		**Comptabilité nationale**
Code		Intitulé	Code	Intitulé
A		**Capital souscrit non versé**		
C		**Actifs immobilisés**		
C1		Immobilisations incorporelles	AN.112	Actifs fixes incorporels
	C1.1	Frais d'établissement		
	C1.5	Autres immobilisations incorporelles		
C2		Immobilisations corporelles	AN.111	Actifs fixes corporels
	C2.1	Terrains et constructions		
	C2.2	Installations techniques et machines		
	C2.3	Autres installations, outillages, mobiliers		
	C2.4	Acomptes versés et immobilisations en cours		
C3		Immobilisations financières	//AF51	Actions et autres participations
	C3.1/3	Parts dans des entreprises liées et participations		
	C3.8	Autres immobilisations financières	AF6	Réserves techniques d'assurance
D		**Actifs circulants**		
D1		Stocks	AN.12	Stocks
	D1.1	Matières premières et consommables		
	D1.4	Accomptes versés		
	D1.5	Autres stocks		
D2		Créances		
	D2.1	Créances résultant de ventes et de services	AF71	Créances commerciales
	D2.7	Autres créances	AF4	Crédits
D3		Valeurs mobilières	AF3	Titres autres qu'actions
			//AF51	Actions et autres participations
			AF52	Titres d'OPCVM
D4		Avoirs en banque, chèques et encaisse	AF2	Numéraire et dépôts
E		**Comptes de régularisation**	AF79	Autres comptes à recevoir ou à payer
AE		**Total de l'actif**		

PASSIF				
		Comptabilité d'entreprise		**Comptabilité nationale**
Code		Intitulé	Code	Intitulé
F		**Dettes dont la durée résiduelle n'est pas supérieure à un an**		
	F2	Dettes envers des établissements de crédit	PF411	Crédits des institutions financières de durée initiale n'est pas inférieure à un an
	F3	Acomptes reçus sur commandes	//PF79	Autres comptes à recevoir ou à payer
	F4	Dettes sur achats et prestations de services	PF711	Créances commerciales de durée initiale n'est pas inférieure à un an
	F10	Autres dettes		
	F101	Autres dettes financières	PF331	Titres hors actions de durée initiale n'est pas inférieure à un an
			PF2	Numéraire et dépôts
			//PF419	Crédits entre agents non financiers de durée initiale n'est pas inférieure à un an
	F102	Autres dettes non financières		
I		**Dettes dont la durée résiduelle est supérieure à un an**		
	I1	Emprunts obligataires	PF332	Titres hors actions de durée initiale supérieure à 1 an
	I2	Dettes envers des établissements de crédit	PF421	Crédits des institutions financières de durée initiale est supérieure à un an
	I4	Dettes sur achats et prestations de services	PF712	Créances commerciales de durée initiale est supérieure à un an
	I10	Autres dettes		
	I101	Autres dettes financières	//PF419	Crédits entre agents non financiers de durée initiale est supérieure à un an
	I102	Autres dettes non financières		
J		**Provisions pour risques et charges**		
	J1	Provisions pour fonds de pension et obligations similaires	PF612	Droits nets des ménages sur les réserves techniques des fonds de pension
	J4	Autres provisions		
K		**Comptes de régularisation**	//PF79	Autres comptes à recevoir ou à payer
L		**Capitaux propres**		
	L1	Capital souscrit	PF51	Actions et autres participations
	L2	Primes d'émission	PF9	Valeur nette
	L3	Réserves de réévaluation		
	L4	Réserves		
	L5	Résultats reportés		
	L6	Résultat de l'exercice		
FL		**Total du passif**		**Total du passif**

Annexe 3

Comparaison du compte de résultat des sociétés non financières de la base BACH et du compte non financier de la comptabilité nationale

Comptabilité d'entreprise		Comptabilité nationale	
Code	Intitulé	Code	Intitulé
1	Montant net du chiffre d'affaires	P1	Production
2	Variation du stock de produits finis et d'encours de production		
3	Travaux portés à l'actif		
4	Autres produits d'exploitation	D39	Subventions d'exploitation
		D72	Indemnités d'assurance dommage
		D75	Transferts courants divers
S	**Produits d'exploitation**		
5	Consommation de biens et services	P2	Consommations intermédiaires
5a	*Charges de matières premières et consommation*		
5b	*Autres charges externes*		
8	Autres charges et impôts d'exploitation	D291	Impôts sur les salaires et la main d'œuvre
		D292	Impôts divers sur la production
		D45	Revenus des terrains et gisements
		D71	Primes nettes d'assurance dommage
		D75	Transferts courants divers
T	**Valeur ajoutée BACH (S-5-8)**	**B1(corr.)**	**Valeur ajoutée brute (corr.)**
6	Frais de personnel		
6a	*Salaires et traitements*	D11	Salaires et traitements bruts
6b	*Charges sociales*	D121	Cotisations sociales effectives à la charge des employeurs
		D122	Cotisations sociales imputées à la charge des employeurs
		D61	Cotisations sociales
		D62	Prestations d'assurance sociale de régimes privés et d'employeurs
U	**Résultat brut d'exploitation (T-6)**	**B2(corr.)**	**Excédent brut d'exploitation**
7	Corrections de valeur sur actifs non financiers		
7a	*Amortissements sur immobilisations incorporelles et corporelles*		Consommation de capital fixe
7c	*Autres corrections de valeur et provisions*		
V	**Résultat net d'exploitation (U-7)**	**B2n (corr.)**	**Excédent net d'exploitation**
9-11	Produits financiers	D42	Revenus distribués des sociétés
		D43	Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers
12	Corrections de valeurs sur actifs financiers	D44	Revenus de la propriété attribués aux assurés
13	Intérêts et charges similaires	D41	Intérêts
13a	*Intérêts versés sur dettes financières*		
13b	*Autres charges financières*		
		D4A	Ajustement pour services bancaires imputés

Comptabilité d'entreprise		Comptabilité nationale	
Code	Intitulé	Code	Intitulé
W	**Résultat financier**		
X	**Résultat net des activités ordinaires avant impôts (V+9/11-12-13)**		
16	Produits exceptionnels		
17	Charges exceptionnelles		
Y	**Impôts sur les résultats**	D51 D59	Impôts sur le revenu Autres impôts courants
21	**Résultat net après impôts (X+16-17-Y)**	**B8**	**Épargne**

La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux

Des comparaisons internationales de la rentabilité des sociétés non financières peuvent être tentées à partir des données de comptabilité nationale, celles-ci étant, au moins partiellement, harmonisées. Dans cette étude, le calcul de la rentabilité et de l'effet de levier a été réalisé à partir des données annuelles fournies par les comptes nationaux pour les États-Unis, la France, le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne.

Après le ralentissement du début des années quatre-vingt-dix, la rentabilité économique a progressé jusqu'en 1997 aux États-Unis et au Japon, jusqu'en 1998 au Royaume-Uni, en Allemagne et en France. Le ratio a ensuite décru partout jusqu'en 2001, sauf en Allemagne où il a recommencé à croître dès 2000. Dans tous les pays, l'année 2002 apparaît comme un point d'inflexion à la hausse de la rentabilité économique. À cette date, la rentabilité économique apparaît plutôt élevée en Allemagne (11,9 %) et au Royaume-Uni (11,2 %), plutôt faible au Japon (4,7 %) et intermédiaire aux États-Unis (8,4 %) et en France (6,9 %).

Enfin, d'un haut de cycle à l'autre, la rentabilité économique augmente aux États-Unis et au Royaume-Uni alors qu'elle stagne, voire diminue, en France. Dans ce dernier pays, les variations cycliques sont très atténuées. L'INSEE (2003) montre que les entreprises ont réduit leurs dépenses en période de ralentissement (1993, 1995-1996), et ainsi limité la dégradation des profits d'exploitation, mais que la forte concurrence et la progression des coûts unitaires ne leur ont pas permis de tirer bénéfice des périodes d'expansion. Par ailleurs, la croissance du capital non financier est ravivée, en 2000, par la forte hausse des prix des bâtiments. Elle empêche la rentabilité économique de progresser au haut du cycle.

L'effet de levier est toujours positif, mais son intensité varie selon les pays et les périodes. Stable aux alentours de 2-3 points aux États-Unis, il semble s'être élargi progressivement en Europe, à partir de 1996, pour atteindre 5 points au Royaume-Uni et en Allemagne, mais seulement 0,8 point en France.

L'analyse des contributions explique ces évolutions.

• La baisse du taux d'imposition aux États-Unis et au Japon entre les deux hauts de cycle a été clairement favorable à l'évolution de la rentabilité financière. Dans les pays d'Europe, qui n'ont pas connu cette baisse, la contribution des impôts à la rentabilité financière est négative.

NB : Cette analyse est également développée dans Cordier (J.), Durant (D.) (2004) « *Corporate profitability and leverage: an international comparison in the framework of national accounts* », *Contribution to the IFC Conference*, Bâle, 9 et 10 septembre.

• La baisse des taux d'intérêt nominaux a été favorable à la rentabilité financière, dans tous les pays. En France, elle a été contrecarrée par des acquisitions de créances, essentiellement intra-groupes, rémunérées à des taux inférieurs au coût des emprunts contractés par les entreprises.

• La baisse des taux d'intérêt nominaux est d'autant plus favorable à la rentabilité financière qu'elle se répercute sur les taux d'intérêt réels. Ainsi, la baisse non anticipée de l'inflation, quoique modérée sur l'ensemble de la période, a été en son début défavorable à la rentabilité financière, en provoquant une augmentation temporaire des taux d'intérêt réels.

• La hausse du levier a un effet favorable sur la rentabilité financière (Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni). Dans les pays où le levier a baissé depuis 1992 (France, Japon), la contribution est négative.

Dominique DURANT
Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service des Études sur les opérations financières

La rentabilité des entreprises, en rapportant une mesure de résultats à des moyens engagés pour les obtenir, est une mesure de leur efficacité. Pour les apporteurs de capitaux, c'est un critère de placement et, pour les entreprises, un indicateur qui leur permet de se situer par rapport à leurs concurrents. Les comparaisons internationales en la matière sont délicates à réaliser mais elles peuvent être tentées à partir des données de la comptabilité nationale, celles-ci étant, au moins partiellement, harmonisées. La rentabilité peut ainsi être calculée pour le secteur des sociétés non financières [1] d'un pays dans son ensemble. Elle fournit une mesure de l'efficacité du système productif national et de son attrait pour les investisseurs internationaux. De même qu'en comptabilité d'entreprise, on peut distinguer :

• la rentabilité économique, qui rapporte le résultat d'exploitation, le plus souvent net de la consommation de capital fixe, au capital non financier, composé du capital productif fixe et du besoin en fond de roulement. La rentabilité économique reflète l'efficacité du processus productif seul, indépendamment des modes de financement adoptés ;

• la rentabilité financière, qui rapporte aux fonds propres le profit à la disposition des actionnaires après paiement des impôts et des intérêts. La rentabilité financière est celle qui est prise en compte par les investisseurs pour sélectionner leurs acquisitions de parts de capital ;

• la différence entre la rentabilité économique et la rentabilité financière, dénommée effet de levier. Elle dépend, d'une part, du coût de l'endettement et, plus précisément, de l'écart entre le coût de l'endettement et la rentabilité économique compte tenu de l'impact de l'inflation et du taux d'imposition, et, d'autre part, du niveau de l'endettement, rapporté ici aux capitaux propres, c'est-à-dire du levier proprement dit.

Le profit en comptabilité nationale diffère du profit en comptabilité d'entreprise parce qu'il exclut les plus et moins-values, latentes ou réalisées, lesquelles ne sont pas considérées comme un revenu. En revanche, les impôts sur les plus-values ou, inversement, la diminution de l'impôt, liée à la réalisation de moins-values, sont bien pris en compte. Peu importe à ce stade que le profit soit distribué sous forme de dividendes ou réinvesti au sein de l'entreprise, augmentant de ce fait la valeur de la firme. Les capitaux propres sont mesurés de manière très classique comme la différence entre les actifs et les dettes, mais cette mesure est affectée par le mode de valorisation retenu en comptabilité nationale, à savoir la valorisation des actifs et des passifs en valeur de marché, à l'exception des dépôts et crédits comptabilisés en valeur nominale. La « valeur de marché » est parfois obtenue de manière très conventionnelle, ce qui n'est pas sans influence sur les résultats.

Le mode de calcul de la rentabilité et de l'effet de levier (cf. annexe 1), lequel reprend très largement les travaux de Gérard Maarek (1984) et Vivien Lévy-Garboua et Gérard Maarek (1995), ainsi que les différences entre la comptabilité nationale et la comptabilité d'entreprise, sont développés dans l'article « Mesure de la rentabilité économique », Éric Bataille et Dominique Durant, du présent dossier.

[1] Dans le cadre du Système de comptabilité nationale (SCN 93) le secteur des sociétés non financières regroupe les entreprises privées ou publiques produisant des services marchands et constituées sous forme de sociétés ; il exclut les entrepreneurs individuels.

L'examen de la rentabilité calculée pour plusieurs pays à partir des données de la comptabilité nationale permet, plus spécifiquement, de comparer les éléments du contexte macroéconomique déterminants pour la rentabilité (niveau de l'inflation, des taux d'intérêt et des taux d'imposition) et les variables sur lesquelles les entreprises peuvent agir pour s'adapter à ce contexte (répartition entre salaires et profits, taux d'endettement). Les données de comptabilité nationale se prêtent tout particulièrement aux comparaisons internationales puisqu'elles sont en principe harmonisées sous l'égide de règlements communs (Système des comptes nationaux 1993 au plan mondial et Système européen de comptes 1995 au plan européen). Il est toutefois recommandé de rester prudent pour les comparaisons en niveau, car la mise en œuvre des mêmes normes peut se faire sur la base de conventions différentes entre les pays.

Pour cette étude, le calcul de la rentabilité et de l'effet de levier a été réalisé à partir des données annuelles fournies par les comptes nationaux pour les États-Unis, la France, le Royaume-Uni (1987-2002), le Japon (1990-2002) et l'Allemagne (1991-2002).

Par ailleurs, les données agrégées utilisées ici ne permettent pas de tenir compte dans les comparaisons des effets de structure, qui pourtant sont susceptibles d'affecter fortement la rentabilité des entreprises. Par exemple, il n'est pas tenu compte des différences en termes de secteur d'activité, qui sont déterminantes pour le rapport du résultat au capital productif. La taille des entreprises ne peut pas non plus être utilisée comme variable de contrôle, alors même que ce facteur influence fortement le coût du crédit et la structure financière (cf. notamment à ce sujet INSEE, 2003).

Cette étude est structurée comme suit : la section 1 montre que l'effet de levier diffère fortement selon les pays ; la section 2 met en évidence l'importance de la rentabilité économique, qui constitue véritablement le fondement de la rentabilité financière ; la section 3 analyse l'évolution du coût de la dette et son impact sur l'effet de levier ; enfin, la section 4 montre que l'écart entre le coût de la dette et la rentabilité économique a rétroagi sur les choix de structure financière et largement déterminé l'évolution du levier sur moyenne période dans tous les pays.

1. Rentabilité et effet de levier : comparaisons internationales

Le graphique 1 retrace la rentabilité économique et la rentabilité financière, calculées après impôts. L'écart entre les deux courbes représente l'effet de levier.

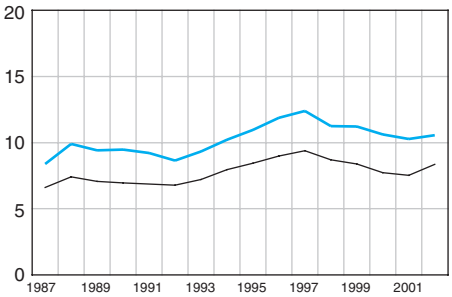
Après le ralentissement du début des années quatre-vingt-dix, la rentabilité économique a progressé jusqu'en 1997 aux États-Unis et au Japon, jusqu'en 1998 au Royaume-Uni, en Allemagne et en France. Le ratio a ensuite décru partout jusqu'en 2001, sauf en Allemagne ou il a recommencé à croître dès 2000. Dans tous les pays, l'année 2002 apparaît comme un point d'inflexion à la hausse de la rentabilité économique. À cette date, la rentabilité économique apparaît plutôt élevée en Allemagne (11,9 %) et au Royaume-Uni (11,2 %), plutôt faible au Japon (4,7 %) et intermédiaire aux États-Unis (8,4 %) et en France (6,9 %). Toutefois, les comparaisons en niveau sont fragiles, en raison essentiellement des difficultés rencontrées dans la mesure du capital (cf. article introductif – encadré 3). À cet égard, les ratios de profits sur capital employé, obtenus par Walton et Citron (2002) à partir des données communiquées par les offices nationaux statistiques, sont similaires en évolution, mais pas toujours en niveau. En particulier, la rentabilité des entreprises allemandes y apparaît moins élevée.

Graphique 1

Effet de levier, rentabilité économique et rentabilité financière, après impôt

États-Unis

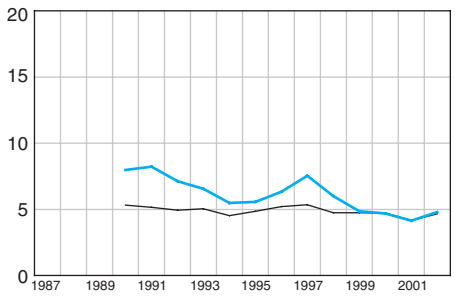
(en %)



Sources : *Bureau of Economic Analysis* (BEA), Système fédéral de réserve (FED), Banque de France
Calculs : Banque de France

Japon

(en %)

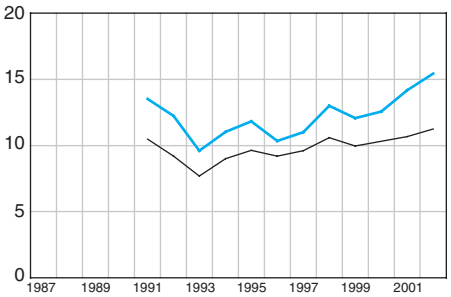


Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

— Rentabilité économique après impôt
— Rentabilité financière après impôt

Allemagne

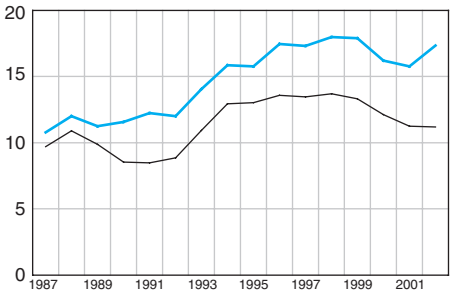
(en %)



Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

Royaume-Uni

(en %)

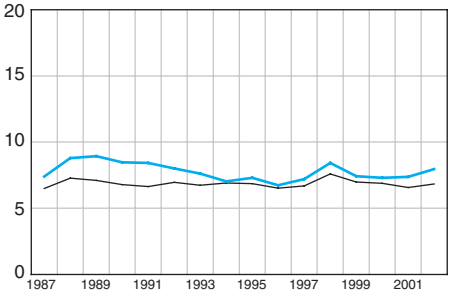


Sources : Office national des statistiques (ONS), OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

— Rentabilité économique après impôt
— Rentabilité financière après impôt

France

(en %)



— Rentabilité économique après impôt
— Rentabilité financière après impôt

Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

L'effet de levier est toujours positif, mais son intensité varie selon les pays et les périodes. Stable aux alentours de 2-3 points aux États-Unis, il semble s'être élargi progressivement en Europe, à partir de 1996, pour atteindre 5 points au Royaume-Uni et en Allemagne, mais seulement 0,8 point en France : nul dans ce dernier pays entre 1994 et 1996, il a ensuite progressé de manière plus modérée qu'ailleurs. Néanmoins, Plihon (2002) confirme l'existence en France, sur la période 1998-2000, d'une effet de levier positif. Au Japon, au contraire, l'effet de levier a quasiment disparu depuis 1999.

Au total, le profil de la rentabilité financière calculé est très proche de celui de Plihon (2002) mais son niveau est supérieur. Pour les États-Unis, cela résulte de divergences dans les modes de calcul : au résultat net ont été rajoutés pour cette étude la prime inflationniste et les services d'intermédiation financière indirectement mesurés. En effet, ceux-ci sont déduits de l'excédent net d'exploitation dans le compte des sociétés américaines au titre de la consommation intermédiaire, ce qui n'est pas le cas jusqu'à présent dans les comptes nationaux européens et japonais. Par ailleurs, les actifs et passifs non identifiés ont été exclus du calcul des fonds propres et une évaluation du capital non financier alternative à celle de la comptabilité nationale a été utilisée. Pour la France, l'explication réside dans l'ajout de la prime inflationniste et dans le mode d'évaluation du capital non financier. Picard (2004) obtient pour la France des résultats très proches avec un mode d'évaluation du capital non financier comparable à celui qui a été adopté dans la présente étude.

2. La rentabilité économique est déterminante dans l'évolution de la rentabilité financière

La rentabilité économique (excédent net d'exploitation/actif non financier) mesure l'efficacité du seul processus de production, en excluant les éléments financiers et fiscaux, qui lui sont exogènes. Son importance pour la rentabilité financière invite à approfondir la description réalisée précédemment.

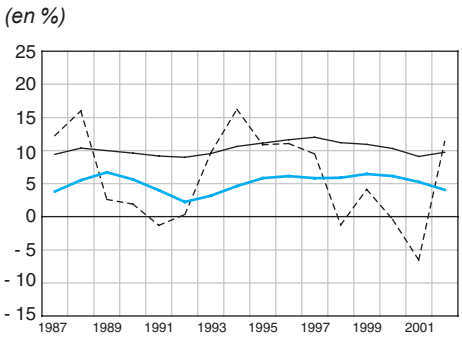
Une première approche du ratio de rentabilité économique consiste à comparer l'évolution de son numérateur — l'excédent net d'exploitation — à celle de son dénominateur — le capital non financier. Lorsque le premier croît plus vite que le second, la rentabilité économique augmente. Elle diminue dans le cas contraire. On peut s'attendre naturellement à ce que l'excédent net d'exploitation soit plus sensible au cycle que le stock de capital, lequel fluctue également, mais de manière plus lissée, en fonction de l'investissement et des variations de prix des biens d'investissement.

Ainsi, aux États-Unis, le taux de croissance du capital est stable autour de 5 % depuis 1995, alors que l'excédent net d'exploitation connaît des fluctuations cycliques marquées, qui se traduisent par des fluctuations de même ampleur de la rentabilité économique.

Au Japon, la croissance du capital a fortement décliné jusqu'à devenir proche de zéro depuis 1997, mais l'excédent net d'exploitation a également baissé. Il en est résulté une diminution de près de 4 points de la rentabilité économique entre 1990 et 2002.

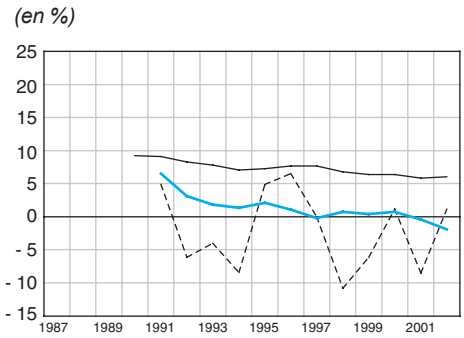
Graphique 2
Rentabilité économique avant impôts : excédent net d'exploitation et capital non financier

États-Unis



Sources : BEA, FED, Banque de France
Calculs : Banque de France

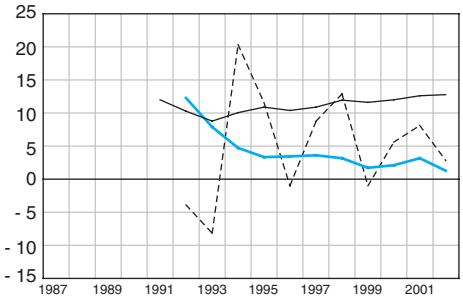
Japon



Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

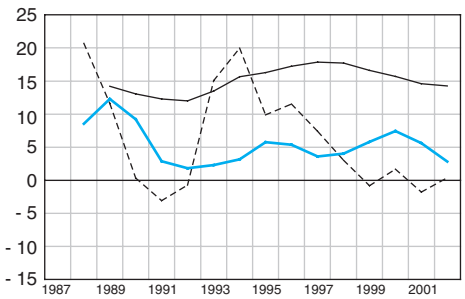
Excédent net d'exploitation (glissement annuel)
Capital non financier (glissement annuel)
Rentabilité économique avant impôt

Allemagne



Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

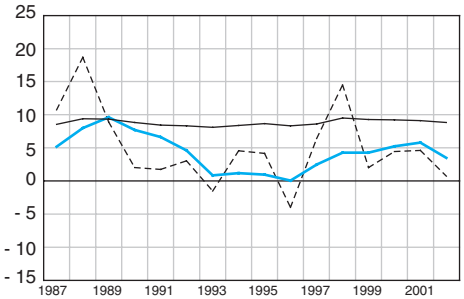
Royaume-Uni



Sources : ONS, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Excédent net d'exploitation (glissement annuel)
Capital non financier (glissement annuel)
Rentabilité économique avant impôt

France



Excédent net d'exploitation (glissement annuel)
Capital non financier (glissement annuel)
Rentabilité économique avant impôt

Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

En Allemagne, le taux de croissance du capital a décliné également, tout en se maintenant à des niveaux plus élevés qu'au Japon. Le dynamisme de l'excédent net d'exploitation a alors permis une progression de la rentabilité économique de près de 4 points entre 1993 et 2002.

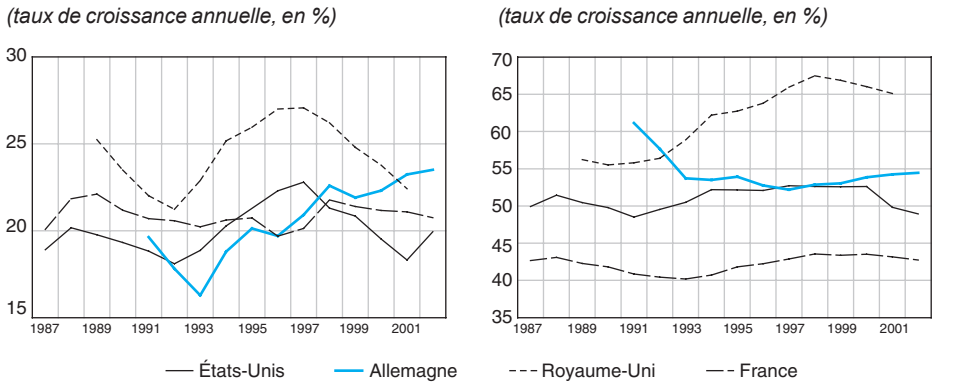
Au Royaume-Uni, la situation est comparable à celle des États-Unis : quasi stabilité du taux de croissance du capital et fortes variations cycliques de la croissance de l'excédent net d'exploitation se traduisent par des mouvements cycliques marqués de la rentabilité économique.

En France, le taux de croissance du capital a été quasi nul entre 1993 et 1996, ce qui a permis, dans cette phase de croissance modeste, le maintien de la rentabilité économique autour de 7 %. Dans la phase haute du cycle qui a suivi, la rentabilité économique n'a en revanche que peu progressé car la croissance du stock de capital s'est accélérée, en raison notamment de la hausse des prix des bâtiments en 2000. Ces résultats sont également obtenus par Picard (2004).

La décomposition de la rentabilité économique comme le produit du taux de marge et de la productivité apparente du capital — aussi qualifiée de taux de rotation du capital économique, en comptabilité d'entreprise — permet d'adopter un autre point de vue tout en confirmant l'analyse précédente. Dans ce cadre, c'est le taux de marge qui constitue la composante la plus cyclique. Ainsi, la forte variabilité de la rentabilité économique aux États-Unis et au Royaume-Uni provient de la forte variabilité du taux de marge. En France, ces variations cycliques sont très atténuées : l'INSEE (2003) montre que les entreprises ont réduit leurs dépenses en période de ralentissement (1993, 1995-1996) et ainsi limité la dégradation des profits d'exploitation mais que la forte concurrence et la progression des coûts unitaires ne leur ont pas permis de tirer bénéfice des périodes d'expansion. En Allemagne, elles sont effacées par ce qui peut sembler, après le choc de la réunification, un rattrapage du taux de marge vers des niveaux particulièrement élevés en fin de période.

La productivité apparente du capital enregistre les cycles de manière beaucoup plus lissée. Au Royaume-Uni, elle est forte et s'accroît rapidement, confortant un taux de marge également élevé et expliquant ainsi la forte rentabilité. Elle croît également en Allemagne depuis 1993, quoique de manière plus limitée. Au total, taux de marge et productivité du capital croissante expliquent le rattrapage de la rentabilité économique vers des niveaux comparables à celui du Royaume-Uni, en fin de période. Aux États-Unis et en France, la productivité du capital est stable sur la période et oscille selon les phases du cycle avec une amplitude inférieure à 5 points. Le niveau particulièrement faible de la productivité du capital en France (entre 40 et 45 %) explique la faiblesse de la rentabilité, et désigne la mesure du stock de capital comme principal facteur explicatif ; celle-ci reposant largement sur des conventions, il ne faut attacher à ces comparaisons en niveau qu'une importance relative.

Graphique 3
Rentabilité économique avant impôts : taux de marge et productivité apparente du capital



Sources : Banques centrales et offices statistiques nationaux, OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

3. La rentabilité économique est toujours supérieure au coût de la dette et induit un effet de levier positif d'intensité variable

L'effet de levier est le produit de deux facteurs : d'une part, la différence entre la rentabilité économique et le coût réel apparent de la dette nette, d'autre part, le levier ou rapport des dettes nettes aux fonds propres.

L'effet de levier est positif si la rentabilité économique est supérieure au coût réel apparent de la dette nette. Dans ce cas seulement, les entreprises ont intérêt à financer leurs investissements en s'endettant. L'effet de levier est d'autant plus élevé que les entreprises sont endettées par rapport à leur fonds propres. Toutefois, plus les entreprises s'endettent, plus elles sont vulnérables à une baisse inattendue de la rentabilité économique. Lorsque celle-ci devient inférieure au coût réel de la dette nette, l'effet de levier devient négatif et la rentabilité financière inférieure à la rentabilité économique.

Le coût réel apparent de la dette nette est calculé selon la méthode détaillée dans l'article introductif, dont on rappellera ici seulement les grandes lignes. C'est :

• un coût apparent, calculé comme le rapport des intérêts nets effectivement versés sur la période, à la dette nette moyenne sur la période ;

• un coût réel, diminué de l'économie que procure aux emprunteurs le remboursement d'emprunts dévalorisés par l'inflation ;

• un coût diminué de l'économie d'impôt que procure le financement par dette, les intérêts étant déductibles du revenu imposable ;

• un coût net, calculé sur un endettement net des créances : si ces dernières sont rémunérées à un taux inférieur à celui de l'endettement, les entreprises réalisent sur leurs opérations financières une marge négative et le coût de la dette nette en est augmenté.

Au total, la baisse des taux d'intérêt nominaux est d'autant plus favorable à la rentabilité économique qu'elle se répercute sur les taux d'intérêt réels nets après impôt. Le graphique 4 compare la rentabilité économique et le coût réel apparent de la dette nette ainsi calculé.

L'écart entre ces deux indicateurs est particulièrement élevé au Royaume-Uni, il s'est brutalement accru en 1996, pour se stabiliser autour de 7 % depuis, la baisse conjoncturelle de la rentabilité économique ayant été suivie, avec retard, d'une baisse du coût de la dette.

En Allemagne, l'écart s'accroît depuis 1996 sous l'effet conjugué d'une hausse de la rentabilité économique et d'une baisse du coût de la dette ; il est de plus de 8 % en 2002.

Aux États-Unis, il a atteint un pic (4,4 %) en 1997, pour diminuer progressivement depuis (2,3 % en 2002).

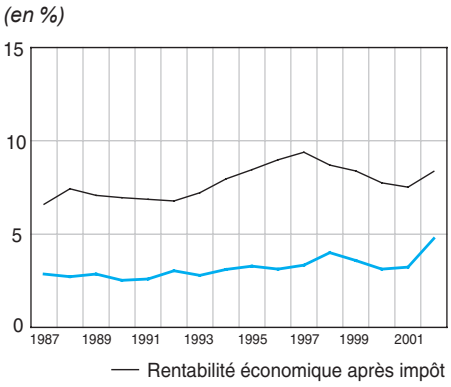
En France, l'écart est beaucoup plus faible, mais il s'est accru progressivement depuis 1996 grâce à la baisse du coût de la dette ; il s'établit, en 2002, à 2,3 %.

Au Japon au contraire, l'écart s'est réduit progressivement et stabilisé autour de zéro depuis 1999, en raison d'une hausse du coût réel de la dette, liée à la déflation.

Le coût réel apparent de la dette nette, tel qu'il est calculé ici, est un concept élaboré qui intègre plusieurs facteurs explicatifs, tels que l'évolution des taux de marché de référence, la structure de la dette par maturités, l'inflation non anticipée, l'évolution du taux d'imposition et enfin la politique d'acquisition d'actifs financiers sous forme de dettes. Il est intéressant de détailler les effets de ces divers facteurs sur le coût réel de la dette. C'est ce que propose le graphique 5.

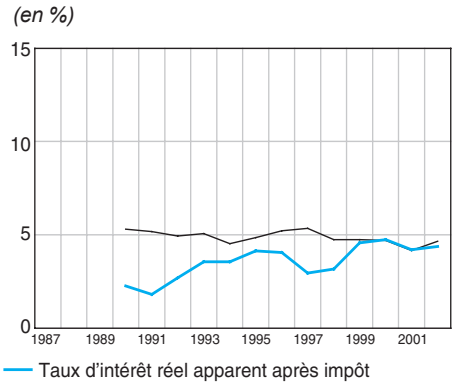
Graphique 4
Variation de la rentabilité économique et du coût réel apparent de la dette nette, après impôts

États-Unis



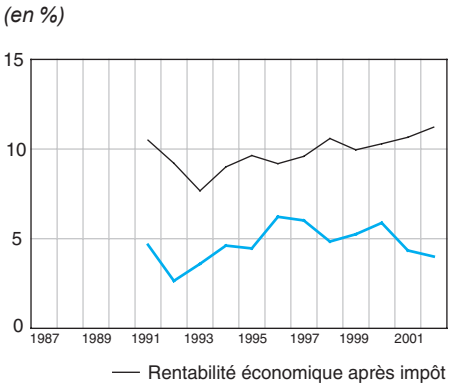
Sources : BEA, FED, Banque de France
Calculs : Banque de France

Japon



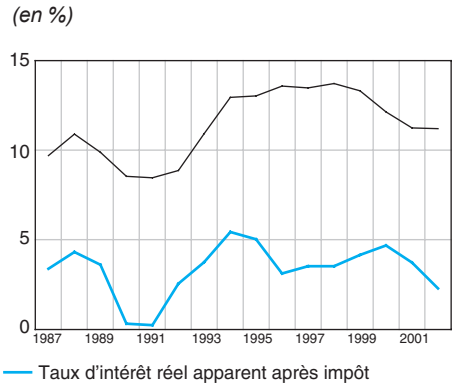
Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Allemagne



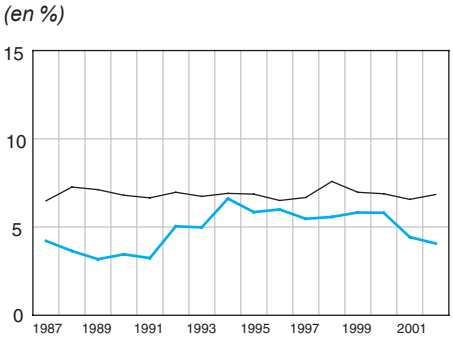
Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

Royaume-Uni



Sources : ONS, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

France



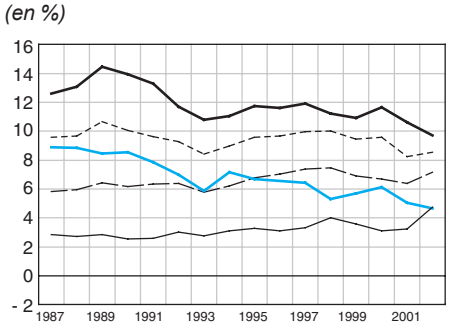
Rentabilité économique après impôt
Taux d'intérêt réel apparent après impôt

Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Graphique 5

Du taux d'intérêt sans risque au coût réel apparent de la dette nette après impôt

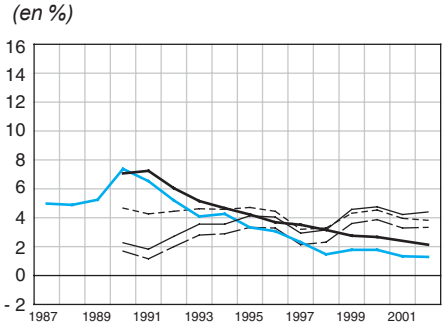
États-Unis



Taux des obligations d'État à 10 ans
Taux nominal apparent avant impôt sur la dette brute
Taux réel apparent après impôt sur la dette nette

Sources : BEA, FED, Banque de France
Calculs : Banque de France

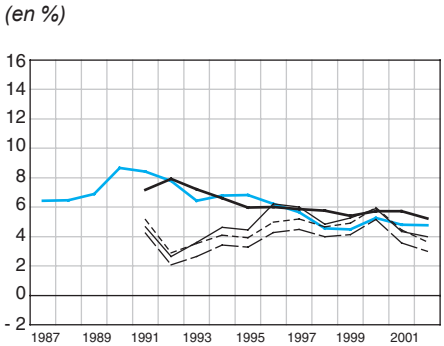
Japon



Taux réel apparent avant impôt sur la dette brute
Taux réel apparent après impôt sur la dette brute

Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

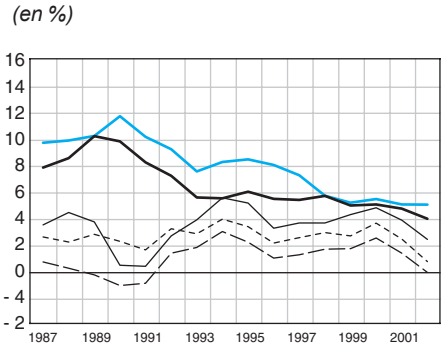
Allemagne



Taux des obligations d'État à 10 ans
Taux nominal apparent avant impôt sur la dette brute
Taux réel apparent après impôt sur la dette nette

Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

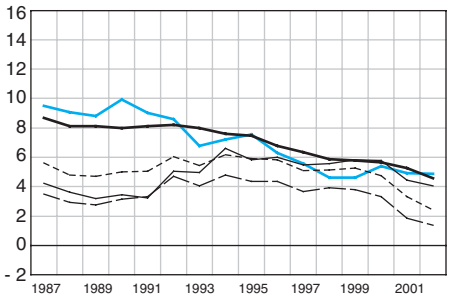
Royaume-Uni



Taux réel apparent avant impôt sur la dette brute
Taux réel apparent après impôt sur la dette brute

Sources : ONS, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

France



Taux des obligations d'État à 10 ans
Taux nominal apparent avant impôt sur la dette brute
Taux réel apparent après impôt sur la dette nette
Taux réel apparent avant impôt sur la dette brute
Taux réel apparent après impôt sur la dette brute

Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Dans une période de baisse de l'inflation, on s'attend à ce que le coût apparent de la dette brute soit plus élevé que les taux courants sans risque, du fait, dans le calcul du taux apparent, du poids des crédits anciens, contractés à un taux nominal plus élevé. Par ailleurs, on s'attend à ce que le coût moyen de la dette des entreprises dépasse, à hauteur du coût du risque, le taux observé sur les titres d'État de maturité comparable. Si ce phénomène est bien vérifié aux États-Unis, il ne l'est pas aussi clairement dans les autres pays, le taux de marché sans risque pouvant être supérieur au taux apparent supporté par les entreprises. Pour analyser ces résultats contre-intuitifs, il serait probablement utile de connaître la structure de la dette par maturités et, en particulier, la part des crédits à taux variable, rapidement adaptés aux coûts du marché, ainsi que les modes de tarifications adoptés par les banques dans les différents pays, les services bancaires pouvant être tarifés sous forme de commissions (exclues du coût de la dette calculé ici) ou sous forme de marge d'intérêt (incluse dans le coût de la dette).

Les taux apparents « réels » sont naturellement inférieurs aux taux apparents nominaux dans tous les pays, sauf au Japon du fait de la déflation. La différence s'est réduite jusqu'en 1998-2000 en raison de la désinflation et s'accroît modérément depuis lors, avec l'augmentation des prix du pétrole. L'analyse des séries depuis 1979 (États-Unis et France) confirme l'avantage que l'inflation procure aux emprunteurs lorsqu'elle n'est pas totalement anticipée dans les taux nominaux. Levy-Garboua et Maarek (1995) calculent la rentabilité financière et l'effet de levier entre 1961 et 1983. Ils montrent que l'effet de levier, élevé auparavant, s'est amenuisé avec la hausse des taux réels en fin de période. Le cas du Japon démontre l'impact négatif de la déflation sur la rentabilité financière.

La baisse dans tous les pays des taux d'imposition au régime « normal » affichés (cf. graphique 6) s'est traduite par une variation plus contrastée des taux d'imposition apparents, qui tiennent compte des situations particulières et des entreprises qui ne payent pas d'impôt parce qu'elles réalisent des pertes. Ainsi, le taux d'imposition apparent fluctue avec le cycle, diminuant lors des phases de ralentissement et augmentant dans les phases hautes. Ce phénomène explique la hausse des taux d'imposition apparent dans tous les pays à la fin des années quatre-vingt-dix et sa baisse plus rapide au Japon sur la période.

Par ailleurs, les intérêts étant déductibles du revenu imposable, plus le taux d'imposition apparent est élevé et plus les intérêts versés sont élevés, plus le coût de la dette après impôt s'écarte du coût de la dette avant impôt [2]. Aux États-Unis, un coût nominal de la dette brute élevé et un taux d'imposition apparent important se traduisent par un avantage en termes de coût de la dette après impôt élevé, équivalent à une décote sur le taux d'intérêt de 3 points en moyenne. Au Japon, le très faible coût nominal de la dette ne permet pas aux entreprises de bénéficier pleinement d'un taux d'imposition apparent élevé. Dans ce pays, comme en France et au Royaume-Uni, l'avantage moyen sur le coût de la dette après impôt peut être chiffré à 1,5 point. En Allemagne il est plus faible (0,8 point en moyenne) en raison d'un taux d'imposition apparent calculé particulièrement faible [3]. La diminution dans tous les pays de l'avantage fiscal lié à l'endettement est due à la désinflation, qui réduit les taux d'intérêt nominaux.

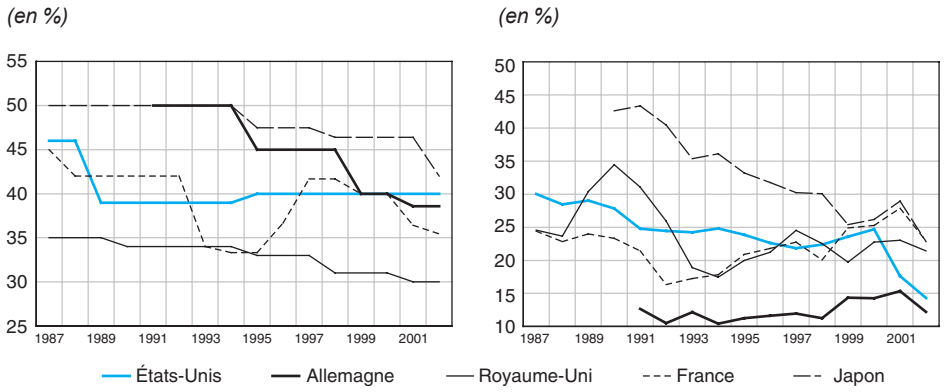
[2] On notera que, si un taux d'imposition élevé contribue à baisser le coût de la dette, il diminue aussi la rentabilité économique. Dans la mesure où, en situation « normale » la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette, un taux d'imposition élevé a un impact négatif sur l'effet de levier.

[3] Des données issues d'autres sources font état d'un taux d'imposition apparent plus élevé.

Sauf aux États-Unis, où les entreprises semblent bénéficier d'une rémunération sous forme d'intérêt intéressante pour leurs actifs financiers, le coût de la dette nette est supérieur au coût de la dette brute. La différence est plus forte en France et au Royaume-Uni (environ 3 points) qu'en Allemagne et au Japon. Cela signifie que la rémunération des créances que les entreprises non financières ont acquises en s'endettant est inférieure au coût de leurs emprunts. On peut se demander alors pourquoi les entreprises empruntent pour placer avec des marges négatives. On peut trouver une explication dans les opérations de concentration qui se sont développées en Europe depuis la fin des années quatre-vingt-dix : d'une part, ces opérations nécessitent des liquidités abondantes en prévision de leur réalisation, d'autre part, les crédits développés au sein des groupes d'entreprises ainsi formés peuvent ignorer parfois les normes habituelles de rentabilité. Les comptes américains étant consolidés au niveau du secteur des sociétés non financières, ces prêts intra-groupes n'apparaissent pas dans les comptes, et donnent ainsi une image différente du coût des créances et des dettes.

Graphique 6
Taux d'imposition au régime « normal » et apparent

Taux « normal » Taux apparent



Source : divers presse
Interpolation : Banque de France

Sources : Banques centrales et offices statistiques nationaux, OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

4. Les entreprises ont-elles intérêt à s'endetter ?

Le levier est défini comme le rapport de la dette nette aux fonds propres. Son évolution est donc fortement conditionnée par celle de la dette nette. Pour un stock constant d'actifs non financiers, l'accroissement de la dette brute augmente le numérateur et réduit le dénominateur, donnant lieu à une hausse d'autant plus forte du levier. Inversement, acheter des actifs financiers réduit le numérateur et augmente le dénominateur, tirant le levier vers le bas. Or, dans une certaine mesure, la politique d'endettement d'une entreprise est indépendante de sa politique de placement. Par ailleurs, le coût de l'un et le rendement des autres peuvent diverger fortement. Il est donc intéressant de s'abstraire un moment de ce ratio synthétique que constitue le levier « net » et de lui comparer un levier « brut », calculé comme le rapport de la dette brute aux fonds propres.

Le graphique 7 représente le levier brut et le levier net pour chacun des 5 pays. Sauf au Japon, ces deux indicateurs ont connu un creux autour de l'année 1995, les entreprises ayant en général opéré leur désendettement après le creux du cycle observé au début des années quatre-vingt-dix. Ils ont plutôt réaugmenté ensuite, avec la phase de reprise.

Au Japon, les deux ratios chutent fortement et de manière parallèle depuis 1995, date à laquelle ils se situaient à des niveaux élevés par rapport aux autres pays. Ce désendettement des entreprises japonaises est vérifié à partir d'autres indicateurs d'endettement tels que le rapport de la dette brute au produit intérieur brut.

Aux États-Unis, les deux ratios sont proches et s'accroissent modérément, laissant supposer que les acquisitions d'actifs financiers sous forme de créances sont restées stables par rapport aux fonds propres sur la période. Cela résulte du caractère consolidé, déjà mentionné, des comptes des entreprises américaines.

En Allemagne, le ratio brut augmente depuis 1998, de manière beaucoup plus rapide que le ratio net, signalant de fortes acquisitions d'actifs financiers sous forme de créances. Le phénomène est encore plus marqué au Royaume-Uni, où le levier brut connaît depuis 1996 une croissance exceptionnelle et atteint un niveau particulièrement élevé en 2002.

La France connaît une situation spécifique :

• le désendettement a été peu prononcé mais la limitation de la dette par rapport aux fonds propres a été durable, le levier brut n'ayant recommencé à augmenter qu'en 1999 ;

• le levier net a décliné depuis 1992 pour retrouver les niveaux du milieu des années quatre-vingt. Clairement les entreprises françaises se sont endettées pour augmenter leurs actifs sous forme de créances (trésorerie et prêts intra-groupes).

Le dynamisme des ratios d'endettement au Royaume-Uni et en Allemagne, leur modération en France et aux États-Unis et leur chute aux Japon sont confirmés par d'autres indicateurs, tels que le ratio dette financière brut/PIB (cf. Durant et Girard, 2004, et Plihon, 2002).

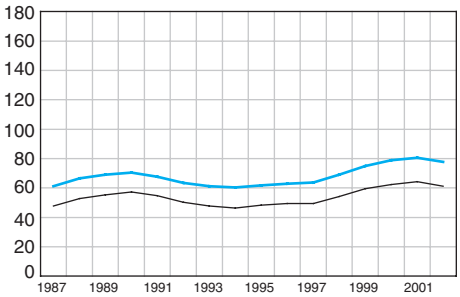
Le levier reflète principalement l'arbitrage effectué par les entreprises entre le financement du stock donné de capital par endettement ou par fonds propres. Dans le cadre de ce modèle, le financement par fonds propres, calculé comme la différence entre les actifs (hors actions) et les dettes, est aussi une estimation propre à la comptabilité nationale de la valeur de marché « fondamentale » des entreprises. Elle recouvre à la fois les actions émises, l'accumulation des profits dans l'entreprise sous forme de réserves et les réévaluations/dévaluations des actifs financiers (hors actions) et non financiers.

Pour analyser de manière plus précise les éléments de cet arbitrage, la contribution de la dette nette d'une part, de la dette brute d'autre part, aux variations du stock de capital sont représentées sur le graphique 8. Globalement, on observe que toute diminution de la contribution de la dette nette est partiellement compensée par une augmentation de la contribution des fonds propres, avec une exception pour la France entre 1993 et 1996.

Graphique 7
Levier net et levier brut

États-Unis

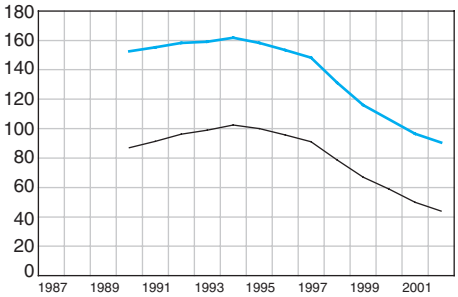
(en %)



Sources : BEA, FED, Banque de France
Calculs : Banque de France

Japon

(en %)

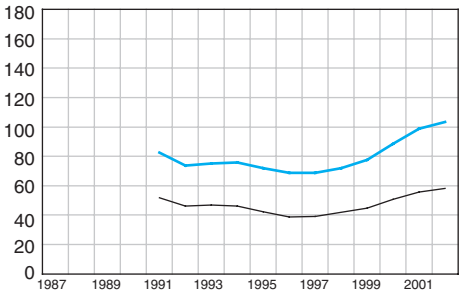


Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Dette nette / capitaux propres — Dette brute / capitaux propres

Allemagne

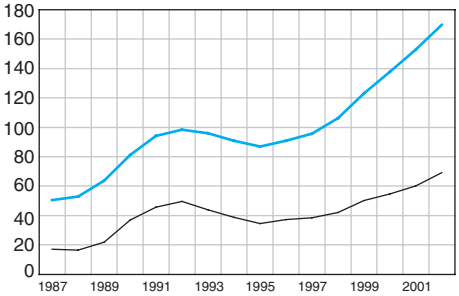
(en %)



Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

Royaume-Uni

(en %)

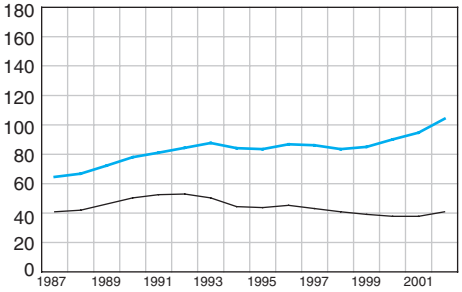


Sources : ONS, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Dette nette / capitaux propres — Dette brute / capitaux propres

France

(en %)



Dette nette / capitaux propres
Dette brute / capitaux propres

Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Au Japon, l'accroissement des fonds propres ne compense pas totalement la baisse de la dette nette ; il en résulte une forte baisse du levier et une croissance plus faible, voire une baisse du stock de capital, due à l'effondrement continu du prix des actifs depuis 1992.

En Allemagne, à la suite du choc de la réunification, la baisse continue de la contribution des fonds propres s'est traduite par un ralentissement du capital non financier et une baisse du levier jusqu'en 1996 [4]. Depuis lors, l'augmentation de la dette nette a compensé la baisse de la contribution des fonds propres, la croissance du capital non financier s'est stabilisée et le levier a augmenté.

Les États-Unis ont enregistré une baisse cyclique de la contribution de la dette nette en 1991-1992 et 2000-2002, concomitante avec une baisse temporaire dans la croissance du stock d'actifs non financiers, liée à une croissance plus faible de l'investissement net de la consommation de capital fixe. Les fonds propres n'ont pas été affectés et le levier a donc mécaniquement baissé sur ces périodes.

Au Royaume-Uni, les variations cycliques de la dette ont plus largement été compensées par des variations opposées des fonds propres, l'actif non financier évoluant essentiellement sous l'effet des fortes fluctuations des prix de l'immobilier, avec des creux en 1992 et 1997 et des pics en 1995 et 1999. Il en est résulté une baisse du levier en 1995. En 1999, au contraire, la croissance de la dette a été telle que le levier a continué d'augmenter.

En France, une baisse cyclique dans la contribution de la dette à la croissance du capital a été enregistrée en 1993-1994, donnant lieu à une baisse modérée du levier. Depuis lors et jusqu'en 2000, la croissance du capital non financier est soutenue par la contribution des fonds propres. Il faut distinguer à ce stade l'accroissement du capital non financier, lié à des investissements et nécessitant des financements nouveaux sous forme de bénéfices réinvestis, d'émission d'actions ou d'endettement et la croissance du capital liée à la revalorisation des actifs qui, dans le cadre de la comptabilité nationale, est « autofinancée » par les hausses des fonds propres qui résultent mécaniquement de la réévaluation des actifs. Entre 1994 et 1996, la croissance du capital est restée ralentie en raison de la faiblesse des investissements en équipements et n'a guère eu besoin de financements nouveaux, de quelque nature que ce soit. Lorsqu'elle a redémarré en 1997 et 1998, les investissements nouveaux ont été financés par la croissance des profits (voir les taux de croissance de l'excédent net d'exploitation sur cette période). En 2000 et 2001, la croissance du capital est largement due à l'explosion des prix des bâtiments et donc autofinancée par les fonds propres. Jusqu'à cette date, la contribution de la dette a été faible et le levier a été maintenu à 40 %. Ce n'est qu'en 2002 que le financement par dette recommence à dépasser le financement par fonds propres, provoquant un timide redressement du levier.

On peut chercher à dépasser le caractère mécaniste du modèle présenté ici pour mettre en évidence les possibles rétroactions du coût de la dette sur l'endettement, *via* l'effet de levier.

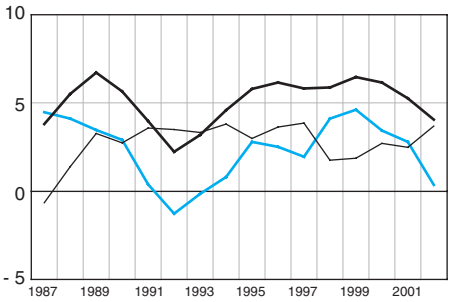
[4] Voir pour une analyse plus approfondie, *Deutsche Bundesbank* (2002, 2003).

Graphique 8

Contributions de la dette nette et des fonds propres au taux de croissance annuel du capital

États-Unis

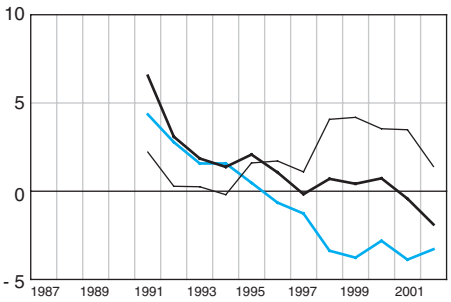
(en %)



Sources : BEA, FED, Banque de France
Calculs : Banque de France

Japon

(en %)

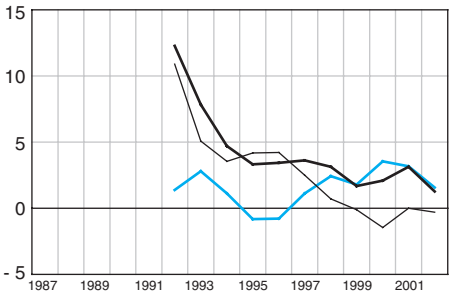


Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Contribution de la dette nette à la variation du capital
Contribution des fonds propres à la variation du capital
Variation du capital

Allemagne

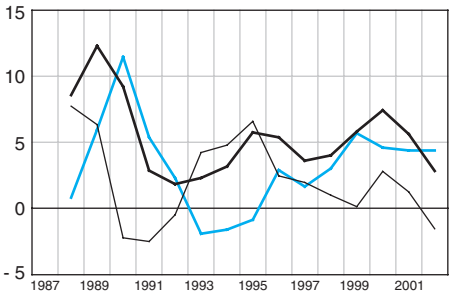
(en %)



Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

Royaume-Uni

(en %)

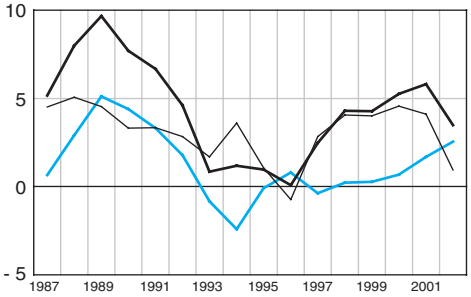


Sources : ONS, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Contribution de la dette nette à la variation du capital
Contribution des fonds propres à la variation du capital
Variation du capital

France

(en %)



Contribution de la dette nette à la variation du capital
Contribution des fonds propres à la variation du capital
Variation du capital

Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Si on se place du côté des prêteurs, le levier n'est pas seulement un ratio d'endettement mais aussi un ratio de santé financière. Il mesure la capacité des entreprises à rembourser leur dette même lorsqu'elles sont confrontées à de fortes baisses des profits, soit en réduisant leurs fonds propres soit en vendant des actifs financiers. Il est examiné par les analystes financiers lors de l'octroi d'un prêt comme un indicateur du risque représenté par l'emprunteur. S'il est difficile d'établir une norme, en termes de niveau à partir duquel les prêteurs procéderaient à un rationnement du crédit ou augmenteraient significativement le coût de la dette, on peut néanmoins supposer une relation positive entre le niveau d'endettement et le coût de la dette. On peut également supposer que les prêteurs seront plus enclins à prêter si la rentabilité *ex post* de l'entreprise, comme proxy de la rentabilité *ex ante*, est élevée. Ces deux phénomènes se résument en un seul : le levier devraient être d'autant plus élevé que l'écart entre la rentabilité économique et le coût de la dette est élevé.

L'entreprise, de son côté, peut chercher d'autant plus à accroître l'effet de levier que l'écart entre rentabilité économique et coût de la dette est élevé, surtout si la recherche d'une rentabilité financière incitative pour les actionnaires est au centre de ses préoccupations. De ce point de vue également, le levier devrait être d'autant plus élevé que l'écart entre la rentabilité économique et le coût de la dette est élevé.

Le graphique 9 représente, année par année, l'écart entre la rentabilité économique et le coût réel de la dette nette selon le levier. La corrélation apparaît effectivement positive mais limitée à des sous-périodes successives, sauf au Royaume-Uni où elle est négative, quelle que soit la période choisie, ainsi qu'au Japon, avant 1997, alors que le levier était très élevé et assez stable. À partir de 1997 au Japon, le levier a baissé très rapidement et l'écart entre la rentabilité économique et le coût réel de la dette nette a été réduit à néant ; la corrélation est alors devenue franchement positive. Les comportements ou les modifications structurelles, qui ont conduit aux glissements d'une sous-période à l'autre en France et aux États-Unis, méritent d'être étudiés plus attentivement. C'est en Allemagne que la corrélation positive est la plus solide puisqu'elle est vérifiée sur toute la période 1991-2002.

La corrélation positive paraît encore plus nettement établie sur longue période. Le graphique 10 retrace, pour chaque pays, en abscisse l'écart moyen entre la rentabilité économique et le coût réel apparent de la dette nette sur la période 1991-2002, et, en ordonnée, la variation du levier net entre ces deux dates. La corrélation est très bonne lorsqu'on s'intéresse au levier net, mais beaucoup moins bonne avec le levier brut.

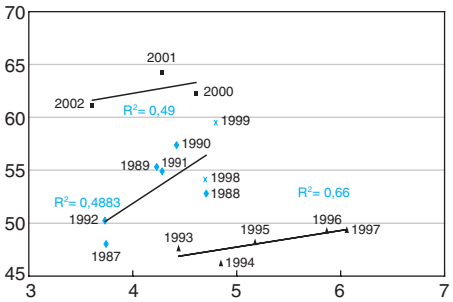
Ces éléments méritent d'être confirmés dans le cadre d'un modèle dynamique. Il faut, en effet, rappeler à ce stade que les résultats obtenus sont fortement déterminés par l'utilisation d'un coût moyen de la dette existante et de la rentabilité moyenne du capital déjà installé en lieu et place d'un coût marginal de la dette nouvelle et de la rentabilité anticipée des nouveau projets d'investissement qui sont les variables de décision effective des entreprises.

Graphique 9

Corrélation à court terme entre le coût relatif de la dette et le levier

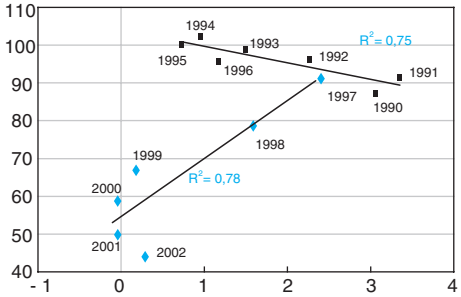
Écart entre la rentabilité économique et le coût réel de la dette nette (en abscisse, en %), levier (en ordonnée, en %)

États-Unis



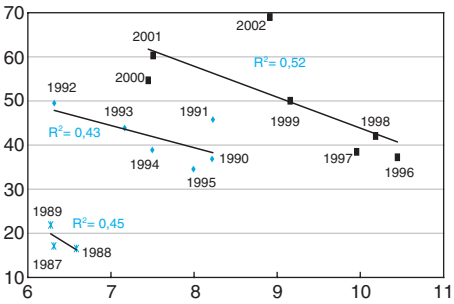
Sources : BEA, FED, Banque de France
Calculs : Banque de France

Japon



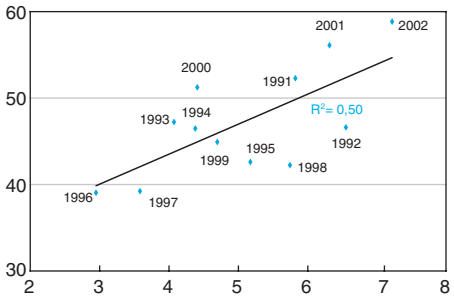
Sources : Banque du Japon, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Royaume-Uni



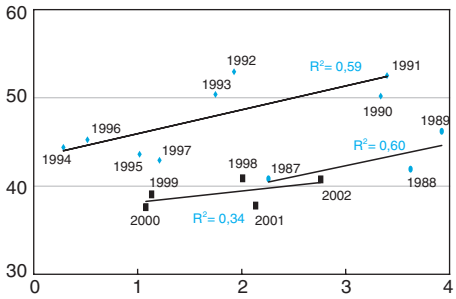
Sources : OCDE, Eurostat, Banque de France
Calculs : Banque de France

Allemagne



Sources : ONS, OCDE, Banque de France
Calculs : Banque de France

France



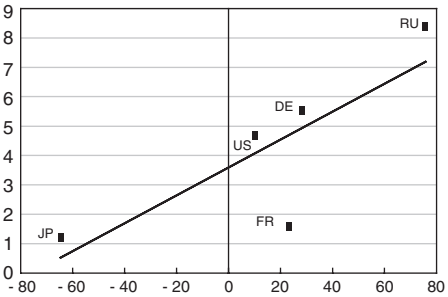
Sources : INSEE, Banque de France
Calculs : Banque de France

Graphique 10

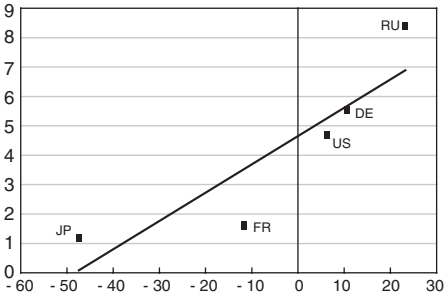
Variation du levier et écart moyen entre la rentabilité économique et le coût réel de la dette nette

(en ordonnée : rentabilité économique – taux réel apparent : écart moyen 1991-2002, en % ; en abscisse : variation absolue du levier brut 1991-1992, graphique de gauche ; variation absolue du levier net 1991-1992, graphique de droite)

Levier brut



Levier net



Sources : Banques centrales et offices statistiques nationaux, OCDE, Eurostat, Banque de France

L'analyse des contributions synthétise les effets précédemment décrits. Réalisée sur des sous-périodes définies en fonction des phases du cycle (1988-1993 et 1993-2000, sauf aux États-Unis où le creux du cycle se situe en 1991), elle montre que :

• la *rentabilité économique* est le déterminant principal dans les variations de la rentabilité financière : lorsque l'examen est réalisé par sous-périodes, elle joue toujours dans le même sens et se trouve être, le plus souvent, d'un ordre de grandeur comparable ; les moyennes, sur l'ensemble de la période 1991-2002, sont évidemment moins probantes compte tenu des compensations qui s'opèrent entre valeurs positives et négatives dans les différentes phases du cycle ;

• l'évolution du *taux d'imposition apparent* joue un rôle nettement contra-cyclique dans tous les pays. Sa baisse aux États-Unis et au Japon, entre les deux hauts de cycle, a été clairement favorable à l'évolution de la rentabilité financière. Dans les pays d'Europe, qui n'ont pas connu cette baisse, la contribution des impôts à la rentabilité financière est négative sur la période 1988-2000 ;

• la baisse du *coût nominal apparent de la dette nette* sur la période a été favorable à la rentabilité financière, dans tous les pays sauf la France. Dans ce pays, les acquisitions de créances, notamment intra-groupe, rémunérées à des taux inférieurs au coût des emprunts contractés par les entreprises, ont empêché ces dernières de bénéficier de la baisse des taux d'intérêt nominaux, laquelle a pourtant été comparable à celle observée dans les autres pays. Au Japon en revanche, la baisse des taux a joué de manière fortement positive sur la rentabilité financière, évitant son effondrement ;

• la baisse des taux d'intérêt nominaux est d'autant plus favorable à la rentabilité qu'elle se répercute sur les taux réels. Ainsi, la baisse non-anticipée de l'*inflation*, quoique modérée sur l'ensemble de la période, a été, en son début, défavorable à la rentabilité financière, en provoquant une augmentation temporaire des taux réels. En Europe et aux États-Unis, le retournement de l'évolution des prix sur la fin de période se traduit par une contribution positive (États-Unis, France, Allemagne) ou moins négative (Royaume-Uni). Au Japon, la déflation enregistrée depuis 1995 contribue de manière marquée à la baisse de la rentabilité financière ;

• de manière également attendue, la hausse du *levier* a un effet favorable sur la rentabilité financière (Allemagne, États-Unis, Royaume-Uni). Au Royaume-Uni, où le levier a connu une croissance spectaculaire, c'est même le facteur, après la rentabilité économique, qui a le plus fort impact sur la rentabilité financière. Dans les pays où le levier a baissé depuis 1992 (France, Japon), la contribution est négative.

Enfin, d'un haut de cycle à l'autre, la rentabilité économique et la rentabilité financière augmentent aux États-Unis et au Royaume-Uni, alors qu'elle diminue en France [5]. Dans ce dernier pays, la rentabilité économique joue, globalement, un rôle négatif en raison d'un moindre dynamisme de l'excédent net d'exploitation après impôt : entre 1988 et 2000, sa croissance annuelle moyenne est de 6 à 7 % dans les premiers pays ; elle atteint à peine 5 % en France. Par ailleurs, les variations cycliques transparaissent au travers de la rentabilité de manière très atténuée.

[5] L'analyse n'est pas conduite sur le Japon et l'Allemagne car les données ne sont disponibles que, respectivement, à partir de 1990 et 1991.

L'INSEE (2003) explique ce phénomène : « En période de ralentissement (1993, et, 1995-1996), les entreprises ont réduit leurs dépenses (salaires et consommations intermédiaires) et ont ainsi limité la dégradation de leurs profits d'exploitation. Mais, la forte concurrence et la progression des coûts salariaux unitaires ne leur ont pas permis de tirer un bénéfice des périodes d'expansion, ou de baisse du coût des matières premières, pour améliorer nettement leur taux de marge ». Par ailleurs, la croissance du capital non financier est ravivée, en 2000, par la forte hausse des prix des bâtiments. Elle empêche la rentabilité économique de progresser au haut du cycle.

L'évolution de l'effet de levier vient renforcer celle de la rentabilité économique : clairement croissant au Royaume-Uni et stable aux États-Unis, il diminue en France entre 1988 et 2000, pour ne s'élargir qu'ensuite. Cette évolution s'explique essentiellement, dans ce dernier pays, par la baisse du levier net et par la résistance à la baisse du coût de la dette nette que provoque l'acquisition de créances moins rémunérées que ne coûtent les emprunts.

Bibliographie

Cordier (J.) et Durant (D.) (2004) : « *Corporate profitability and leverage: an international comparison in the framework of national accounts* », *Contribution to the IFC Conference*, Bâle, 9 et 10 septembre

Deutsche Bundesbank (2002) : « *German enterprises' profitability and financing in 2000* », *Monthly report*, avril

Deutsche Bundesbank (2003) : « *German enterprises' profitability and financing in 2001* », *Monthly report*, avril

Durant (D.) et Girard (E.) (2004) : « Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », *Bulletin* de la Banque de France, février

INSEE (2003) : « L'économie française édition 2003-2004 – Rapport sur les comptes de la Nation 2002 », Le livre de poche

Levy-Garboua (V.) et Maarek (G.) (1995) : « La dette, le boom, la crise » , *Economica*

Maarek (G.) (1984) : « Rentabilité et endettement des entreprises françaises : une analyse rétrospective 1963-1962 », Revue de l'IPECODE n° 6

Maarek (G.) (1984) : « Le partage de la valeur ajoutée dans l'économie française : une analyse rétrospective 1970-1982 », Revue de l'IPECODE n° 4, février

Picart (C.) (2004) : « Rentabilité et durée de vie des équipements », Séminaire INSEE, septembre

Plihon (D.) (2002) : « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance », Rapport du Commissariat général au Plan, septembre

Walton (R.) et Citron (L.) (2002) : « *International comparison of company profitability* », *Economic trends*, n° 587, octobre

Walton (R.) (2002) : « *Sources data for international comparison of company profitability (Methodology)* », *prepared for OECD meeting of national account experts,* Paris, 8 au 11 octobre

Annexe 1

Mise en œuvre du modèle de base dans le cadre de la comptabilité nationale

Rappel du modèle de base :

$$R_f = R_e + (R_e - r)\frac{DN}{FP}$$

$$R_f = \frac{ENE - INP - T + \pi DN}{FP}$$

$$R_e = \frac{(1 - \tau)\, ENE}{K}$$

$$r = \frac{(1 - \tau)\, INP - \pi DN}{DN}$$

$$r = \frac{T}{ENE - INP}$$

R_f : rentabilité financière
R_e : rentabilité économique
r : coût réel apparent de la dette nette
τ : taux d'imposition apparent
π : taux d'inflation
K : capital non financier = actifs productifs fixes + stock + créances commerciales nettes + délais de paiement nets
DN : dette nette = titres de dette émis + emprunts bancaires et auprès d'agents non financiers – titres de dette détenus – prêts à d'autres agents non financiers – dépôts
FP : $K - DN$ = fonds propres
ENE : excédent net d'exploitation
INP : intérêts nets payés
T : impôt autre qu'impôts sur les produits

Mise en œuvre dans le cadre de la comptabilité nationale

Pays diffusant leurs comptes dans le cadre du SEC 95 ou du SCN 93 (Allemagne, France, Royaume-Uni et Japon)

Les codes *A* pour actif financier, *P* pour passif financier, *R* pour recette et *E* pour emplois sont rajoutés aux codes opérations du SEC 95.

Les données sont celles des sociétés non financières (secteur S11).

ENE : B2 – consommation de capital fixe (calculée par la Banque de France) + RD44 –ED44 + RD45 – ED45 + RD61 – ED62 + RD71 – ED71 + RD72 – ED72 + RD75 – ED75

K : stock de capital en machines et équipements (AN.1113) et bâtiments non résidentiels (AN.1112) estimés par la Banque de France à partir des flux de FBCF selon un profil « âge-prix » homogène + stocks (AN.12) + AF7 – PF7 (moyenne des encours à la fin de l'année en cours et à la fin de l'année précédente)

DN : PF2 + PF3 + PF4 – AF2 – AF3 – AF4 (moyenne des encours à la fin de l'année en cours et à la fin de l'année précédente)

FP : K + PF5 + PF6 + B90 – AF5 – AF6

INP : ED41 – RD41

π : indice de prix de la *VA* des biens et services pour la France ; déflateur du PIB publié par l'OCDE pour les autres pays

T : ED5

Extrait du compte des sociétés non financières

		Ressources
B2		Excédent brut d'exploitation
		Emplois
		Consommation de capital fixe
Comptes d'affectation des revenus primaires		
		Ressources
B2n		Excédent net d'exploitation
	RD41	Intérêts
	RD42	Revenus distribués des sociétés
	RD43	Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers
	RD44	Revenus de la propriété attribués aux assurés
		Emplois
D4		Revenus de la propriété
	ED41	Intérêts
	ED42	Revenus distribués des sociétés
	ED43	Bénéfices réinvestis d'investissements directs étrangers
	ED44	Revenus de la propriété attribués aux assurés
	ED4A	Ajustement pour services bancaires imputés
	ED45	Revenus des terrains et gisements
B5		Solde des revenus primaires
Compte de distribution secondaire du revenu		
		Ressources
B5		Solde des revenus primaires
	RD61	Cotisations sociales
	RD71	Primes nettes d'assurance dommage
	RD72	Indemnités d'assurance dommage
	RD75	Transferts courants divers
		Emplois
	RD51	Impôts sur le revenu
	RD59	Autres impôts courants
	RD62	Prestations d'assurance sociale de régimes privés et d'employeurs
	RD71	Primes nettes d'assurance dommage
	RD72	Indemnités d'assurance dommage
	RD75	Transferts courants divers
B6		Revenu disponible brut
Compte d'utilisation du revenu		
		Ressources
B6		Revenu disponible brut
		Emplois
B8		Épargne

Compte de patrimoine		
		Actifs non financiers
	AN11	Actifs fixes
	AN.111	Actifs fixes corporels
	AN.1111	Logements
	AN.1112	Autres bâtiments et génie civil
	AN.1113	Machines et équipements
	AN.1114	Actifs cultivés
	AN.112	Actifs fixes incorporels
	AN.1121	Prospection pétrolière
	AN.1122	Logiciels
	AN.1123	Œuvres originales
	AN12	Stocks
	AN13	Objets de valeur
	AN2	Actifs non produits
		Actifs financiers
	AF1	Or monétaire et DTS
	AF2	Numéraire et dépôts
	AF3	Titres hors actions
	AF4	Crédits
	AF5	Actions et autres participations
	AF6	Provisions techniques d'assurance
	AF7	Autres comptes à recevoir ou à payer
		Passifs financiers
	PF1	Or monétaire et DTS
	PF2	Numéraire et dépôts
	PF3	Titres hors actions
	PF4	Crédits
	PF5	Actions et autres participations
	PF6	Provisions techniques d'assurance
	PF7	Autres comptes à recevoir ou à payer
	B90	Valeur financière nette

États-Unis

ENE : *Net operating surplus of non financial domestic corporate business* (W326RC1, table 11400 Ann BEA) + *consumption of fixed capital* (B456RC1, table 11400 Ann BEA) – consommation de capital fixe calculée par la Banque de France + i*mputed interest paid by non financial domestic corporate business* (W300RC1, table 71100 Ann BEA) – *imputed interest received by non financial domestic corporate business* (B1144C1, table 71100 Ann BEA)

K : stock de capital en machines, équipements et bâtiments non résidentiels estimés par la Banque de France à partir des flux de FBCF selon un profil « âge-prix » homogène + *private inventories of business* (A371RC1, table 50705 Ann BEA) + *Trade receivables* (FL10307000, FOF – *Flow of Funds*) – *Trade payables* (FL103170005, FOF) – *Taxes payables* (FL103178000, FOF, moyenne des cinq encours de fin de trimestre)

DN : *Commercial paper* (FL10316970) + *Municipal securities* (FL10316200) + *Corporate bonds* (FL10316300) + *Bank loans n.e.c.* (FL10316800) + *Other loans and advances* (FL10316925) + *Mortgages* (FL10316500) – *Foreign deposits* (FL10309100) – *Checkable deposits and currency* (FL10302000) – *Time and saving deposits* (FL10303000) – *Money market fund shares* (FL10303400) – *Security* RPs (FL10205000) – *Commercial paper* (FL10306910) – *Municipal securities* (FL10306100) – *US Government securities* (FL10306200) – *Mortgages* (FL10306500) – *Consumer credit* (FL10306600) – *Equities in GSEs* (FL12309200, FOF, *non farm non financial corporate business*, moyenne des cinq encours de fin de trimestre)

INP : *monetary interest paid by non financial domestic corporate business* (B1101C1) – *monetary interest received by non financial domestic corporate business* (B1135C1, table 71100 Ann BEA)

π : déflateur du PIB publié par l'OCDE pour les autres pays

T : *Taxes on corporate income* (B465RC1, table 11400 Ann BEA)

Annexe 2

Calculs des contributions à la variation de la rentabilité financière et résultats

Il s'agit de différencier la formule de la rentabilité financière du modèle de base qui est rappelée en annexe 1.

Celle-ci est préalablement modifiée afin de faire apparaître le rôle du taux d'imposition apparent, du taux d'intérêt nominal apparent sur la dette nette et du taux d'inflation d'une manière qui minimise l'écart statistique après différenciation.

$$R_f = (R'_e - \rho_1) + [(R'_e - \rho_1) - (i - \rho_2 - \pi)] \,.\, d$$

avec :

$$\rho_1 = \frac{ENE \,.\, \tau}{K}$$

$$\rho_2 = \frac{INP \,.\, \tau}{DN}$$

$$R'_e = \frac{ENE}{K}$$

$$i = \frac{INP}{DN}$$

$$d = \frac{DN}{FP}$$

$$\Delta R_f = [(1 + d) \,.\, \Delta R'_e] + [-(1 + d) \,.\, \Delta\rho_1 + d \,.\, \Delta\rho_2] + [(R'_e - \rho_1 - i + \rho_2 + \pi) \,.\, \Delta d] + [-d \,.\, \Delta i] + [d \,.\, \Delta\pi] + \varepsilon$$

Contribution de la rentabilité économique avant impôt : $[(1 + d) \,.\, \Delta R'_e]$
Contribution du taux d'imposition apparent : $-[(1 + d) \,.\, \Delta\rho_1 + d \,.\, \Delta\rho_2]$
Contribution du levier : $[R'_e - \rho_1 - i + \rho_2 + \pi) \,.\, \Delta d]$
Contribution du taux d'intérêt nominal apparent : $[-d \,.\, \Delta i]$
Contribution du taux d'inflation : $[d \,.\, \Delta\pi]$
Écart statistique : ε

Contributions à la variation annuelle de la rentabilité financière après impôts

(en points)

États-Unis	1981-1988	1988-1991	1991-2000	2001-2002	1991-2002
Variation rentabilité financière	**3,3**	**- 0,8**	**1,3**	**- 0,2**	**1,2**
Rentabilité économique avant impôts	3,5	- 2,1	1,5	- 1,0	0,5
Taux d'imposition apparent	- 0,7	0,9	- 0,6	1,5	0,9
Taux d'intérêt nominal apparent	1,2	0,2	0,7	0,0	0,8
Inflation	- 1,7	0,1	- 0,8	- 0,6	- 1,4
Levier	0,8	0,1	0,5	- 0,1	0,4
Écart statistique	0,1	0,0	- 0,1	0,0	0,0
Japon		**1990-1993**	**1993-2000**	**2001-2002**	**1991-2002**
Variation rentabilité financière	**nd**	**- 1,4**	**0,4**	**0,1**	**- 3,4**
Rentabilité économique	nd	- 2,8	- 0,8	- 0,6	- 5,8
Taux d'imposition apparent	nd	1,2	0,2	0,4	2,3
Taux d'intérêt nominal apparent	nd	1,7	1,1	0,2	4,4
Inflation	nd	- 1,8	0,4	0,1	- 4,1
Levier	nd	0,4	- 0,4	0,0	- 0,3
Écart statistique	nd	- 0,1	0,0	0,0	0,1
France	**1981-1988**	**1988-1993**	**1993-2000**	**2001-2002**	**1991-2002**
Variation rentabilité financière	**4,6**	**- 1,2**	**- 0,3**	**0,7**	**- 0,5**
Rentabilité économique	5,8	- 1,9	1,6	- 0,5	0,6
Taux d'imposition apparent	- 0,5	0,9	- 1,1	0,3	- 0,2
Taux d'intérêt nominal apparent	1,8	- 0,1	0,0	0,3	- 0,2
Inflation	- 3,0	- 0,4	- 0,8	0,5	- 0,6
Levier	0,5	0,4	- 0,2	0,1	- 0,1
Écart statistique	- 0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
Royaume-Uni		**1988-1993**	**1993-2000**	**2001-2002**	**1991-2002**
Variation rentabilité financière	**nd**	**2,1**	**2,1**	**1,1**	**5,1**
Rentabilité économique	nd	- 0,8	3,0	- 2,3	2,5
Taux d'imposition apparent	nd	0,4	- 1,3	0,6	0,5
Taux d'intérêt nominal apparent	nd	2,2	0,0	0,5	1,4
Inflation	nd	- 2,0	- 0,7	1,0	- 1,5
Levier	nd	2,0	1,3	1,1	2,3
Écart statistique	nd	0,2	- 0,1	0,1	- 0,1
Allemagne		**1991-1993**	**1993-2000**	**2001-2002**	**1991-2002**
Variation rentabilité financière	**nd**	**- 3,5**	**3,4**	**3,1**	**3,1**
Rentabilité économique	nd	- 4,5	5,2	1,3	2,0
Taux d'imposition apparent	nd	0,6	- 1,0	0,1	- 0,2
Taux d'intérêt nominal apparent	nd	- 0,3	0,8	0,1	0,5
Inflation	nd	0,9	- 1,8	1,0	0,1
Levier	nd	- 0,2	0,3	0,5	0,6
Écart statistique	nd	- 0,1	0,1	0,1	0,1

La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH

La caractérisation de l'efficacité des entreprises occupe une place importante dans l'analyse économique. La rentabilité en constitue une mesure privilégiée et un signal indispensable à l'allocation optimale des facteurs de production. Elle est évaluée ici en rapportant un résultat aux capitaux investis. Si l'on fait abstraction de l'origine des capitaux, entre capitaux propres et dettes financières, la rentabilité économique sert de baromètre global. En revanche, la rentabilité financière, en ne prenant en compte que les fonds propres, intéresse directement les actionnaires en établissant la rentabilité des fonds qu'ils ont investis dans l'entreprise. Le partage entre endettement et fonds propres est déterminé par de multiples facteurs et son impact sur la rentabilité financière se mesure par l'effet de levier.

*La comptabilité d'entreprises constitue, tant pour la firme que pour les observateurs extérieurs, un outil indispensable pour analyser le résultat des choix stratégiques. Sur le plan international, la base BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized — *base comptable internationale harmonisée), gérée par la Commission européenne, agrège des comptes individuels d'entreprises de onze pays européens auxquels s'ajoutent ceux du Japon et des États-Unis : elle permet ainsi une comparaison des modes de production des entreprises.*

Pour cette étude ont été retenues les données de la France, de l'Allemagne hors ex-RDA, de l'Italie, de l'Espagne et des États-Unis sur une période comprise entre 1982 et 2002. Le champ est restreint à l'industrie manufacturière, le secteur qui offre la meilleure représentativité des différents échantillons.

En choisissant leur levier d'endettement, les gestionnaires engagent leur entreprise pour plusieurs années. Leurs choix, s'ils s'avèrent erronés, peuvent ainsi grever à terme la rentabilité financière et donc mettre en péril la pérennité même de la firme. Agissant, comme tout agent économique, à l'aide d'informations limitées, ils anticipent l'évolution des variables qu'ils jugent pertinentes comme les taux d'inflation futurs, la fiscalité, les différents taux d'intérêt, en étant influencés par le consensus de marché qui, selon les périodes et les horizons temporels retenus, est plus ou moins fiable.

Compte tenu des hypothèses et modes de calculs retenus, une hiérarchie semble s'imposer. Le levier, lorsque la mesure de l'endettement n'est pas biaisée par des données manquantes ou une définition différente, comme dans le cas de l'Allemagne et des États-Unis, apparaît bien comme la variable qui influe le plus sur la rentabilité financière après la rentabilité

économique après impôts. En d'autres termes, si les firmes n'avaient pas réduit, de façon drastique dans certains cas, leur endettement ou, parallèlement, renforcé leurs fonds propres, pour certaines, leur rentabilité financière se serait fixée à des niveaux plus faibles au moment du ralentissement de l'activité.

Le « déficit » de rentabilité économique constaté en 2000 pour la France par rapport au précédent haut de cycle de 1988 n'a, par exemple, pas été compensé par un effet de levier plus important, en raison de la baisse marquée du taux d'endettement des entreprises du secteur manufacturier. Ainsi, à levier constant, la rentabilité financière après impôts aurait atteint les mêmes niveaux en 2000 qu'en 1988 alors que, dans les faits, elle a diminué de près de cinq points. A contrario*, le choix d'une structure financière plus solide s'est révélé plus pertinent en creux de cycle. En 1993, à levier équivalent à celui de 1984, la rentabilité financière des entreprises aurait été négative alors qu'elle atteint près de 5 %.*

Éric BATAILLE
Direction des Entreprises
Observatoire des Entreprises

L'entreprise peut être vue comme un nœud de contrats, implicites ou explicites, entre partenaires économiques : salariés, prestataires de services, fournisseurs, clients, prêteurs et actionnaires. Sa raison d'être réside dans son efficacité : efficacité à fournir à ses clients des produits ou services à moindres coûts afin de dégager un profit pour ses actionnaires. Cette efficacité peut être mesurée comptablement tout au long de la chaîne productive. La rentabilité, en rapportant un résultat aux capitaux investis, en constitue une mesure privilégiée et un signal indispensable à l'allocation optimale des facteurs de production. Si l'on fait abstraction de l'origine des capitaux, entre capitaux propres et dettes financières, la rentabilité économique sert de baromètre global. En revanche, la rentabilité financière, en ne prenant en compte que les fonds propres, intéresse directement les actionnaires en établissant la rentabilité des fonds qu'ils ont investis dans l'entreprise.

Le partage entre endettement et fonds propres est déterminé par de multiples facteurs : relations banque-entreprise, exigence de rentabilité financière des fonds propres de la part des investisseurs, environnement juridique et fiscal [1]. Son impact sur la rentabilité financière se mesure par l'effet de levier. L'écart entre rentabilité financière et rentabilité économique est le produit, en effet, de deux composantes : la différence entre la rentabilité économique et le coût de la dette, d'une part, et le levier proprement dit défini par le ratio dette nette sur fonds propres, d'autre part [1].

La comptabilité d'entreprises constitue, tant pour la firme que pour les observateurs extérieurs, un outil indispensable pour analyser le résultat de ces choix stratégiques. Sur le plan international, la base BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonized* — base comptable internationale harmonisée), gérée par la Commission européenne, agrège des comptes individuels d'entreprises de onze pays européens auxquels s'ajoutent ceux du Japon et des États-Unis : elle permet ainsi une comparaison des modes de production des entreprises. Pour cette étude, nous avons retenu les échantillons de la France, de l'Allemagne hors ex-RDA, de l'Italie, de l'Espagne et des États-Unis sur une période comprise entre 1982 et 2002. Le champ est restreint à l'industrie manufacturière [2], *i.e.* le secteur qui offre la meilleure représentativité des différents échantillons. Pour l'ensemble des pays, à l'exception des États-Unis, les échantillons sont cylindrés sur deux ans glissants, ce qui explique les discontinuités observées sur certains graphiques.

Après avoir présenté les évolutions historiques des rentabilités économiques et financières (section 1), la section 2 propose un éclairage sur la rentabilité économique, *via* une décomposition simple. Les deux sections suivantes présenteront successivement les deux composantes essentielles de l'effet de levier : le coût de la dette et le levier. Enfin, avant de conclure, la section 5 tentera de mieux appréhender l'évolution des rentabilités financières sur les vingt dernières années en dégageant l'influence respective, par le biais de leur contribution, du taux d'intérêt nominal apparent, de l'inflation, du taux d'imposition et du levier.

---

[1] Cf. l'article « Mesures de la rentabilité des entreprises » dans le présent *Bulletin*

[2] Cf. annexe 1

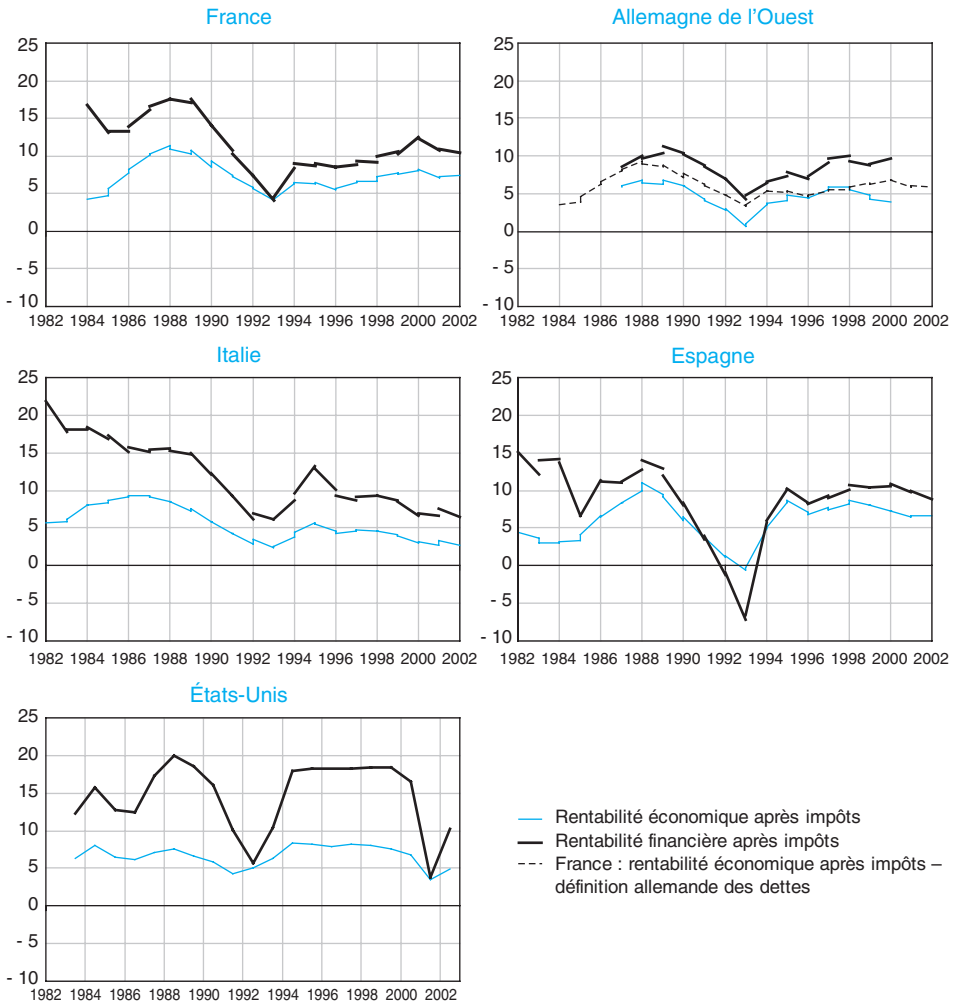
1. Rentabilités et effet de levier : vingt ans d'évolution

La décomposition usuelle de l'effet de levier permet de comprendre l'origine de la rentabilité financière à partir de la rentabilité économique, du levier d'endettement et de l'écart entre la rentabilité économique et le taux d'intérêt apparent sur la dette. Le calcul de l'effet de levier sur données comptables nécessite cependant un retraitement des ratios, notamment pour tenir compte de l'effet de l'impôt et de l'inflation. C'est cette démarche, présentée en détail dans l'article introductif, qui a été adoptée dans cette étude.

Le graphique 1 retrace ainsi, entre 1982 et 2002, les rentabilités économiques et financières calculées après impôts pour la France, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie, l'Espagne et les États-Unis.

Graphique 1
Effet de levier après impôts :
rentabilités financières et rentabilités économiques

(en %)



NB : la présence de la courbe « rentabilité économique après impôts – définition allemande des dettes » est explicitée au paragraphe suivant.
Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

Les biais de comparaison au sein de la base BACH

La base BACH vise à établir la convergence maximum des postes comptables. Mais cette harmonisation est tributaire de l'information, rarement exhaustive, contenue dans les comptes d'origine des différents pays.

Dans le cadre de cette étude, l'Allemagne et les États-Unis soulèvent des difficultés particulières.

Au sein des comptes allemands et américains, le poste « autres dettes financières » n'est pas isolé du poste « autres dettes ». Il comprend, entre autres, une partie des dettes commerciales et les prêts issus des groupes et associés, ce dernier poste ayant vu son poids particulièrement croître durant les dix dernières années. L'actif économique calculé pour ces pays est donc plus large que pour les autres : leur rentabilité économique apparaît en conséquence plus faible qu'elle ne l'est en réalité.

Les comptes américains possèdent une autre particularité. Ils sont établis à partir de comptes consolidés dans une optique de comptabilité par fonction et non de comptes sociaux fondés sur la nature des opérations, comme pour les quatre autres pays et la base BACH. Les comptes américains nécessitent donc des retraitements. Ceux-ci n'étant pas toujours possibles, tous les postes ne sont pas fournis pour toutes les années. C'est notamment le cas des charges d'intérêt. La consolidation implique également des mesures de fonds propres et de dettes différentes de celles établies en comptes sociaux : consolidation du passif au sein des groupes et mode de valorisation de certains postes du bilan souvent en valeur de marché.

La base BACH a été initialement construite pour une comparaison européenne, les États-Unis ne s'y intégrant que difficilement, compte tenu des différences de méthodologie comptable. Les résultats concernant ce pays sont donc à examiner avec beaucoup de prudence.

On constate que les rentabilités financières et économiques évoluent peu ou prou parallèlement et de façon cyclique. Pour les quatre pays européens, le sommet de 1988/1989 est suivi par une phase de ralentissement qui aboutit à la récession de 1993, clairement identifiable. La phase ascendante du cycle suivant, ainsi que le point d'inflexion favorable de 1997/1998, apparaissent nettement. En revanche le haut du cycle diffère d'un pays à l'autre : 2000 pour la France et l'Espagne, plutôt 1998 en Italie. En 2000, la rentabilité économique en Allemagne retrouve le niveau élevé de 1998, mais l'absence d'information sur les années ultérieures au moment de la rédaction de cet article ne permet pas de conclure ici. Les données de comptabilité nationale exploitées dans Durant (2005) [3] montrent ainsi une tendance haussière entre 2000 et 2002.

• Pour les États-Unis, les creux de 1991 et 2001 sont visibles sur le graphique mais, alors que dans les autres pays les deux rentabilités sont en phase, la chute de la rentabilité financière est décalée et n'intervient que deux ans après celle de la rentabilité économique (1993 contre 1991).

• En France, les rentabilités économique et financière semblent suivre une légère tendance baissière au cours du cycle et demi sous revue. Cette tendance, plus marquée pour l'Italie, n'apparaît pas dans le cas de l'Allemagne et de l'Espagne.

[3] Dominique Durant : « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux » dans le présent *Bulletin* de la Banque de France

• Les courbes allemandes évoluent dans des marges plus étroites que celles des autres pays. Les rentabilités sont également plus faibles qu'en France, notamment avant 1993. L'écart est par exemple de l'ordre de 6 points et demi en 1988 pour la rentabilité financière. Concernant la rentabilité économique, il faut tenir compte d'une particularité comptable qui fait l'objet de l'encadré ci-dessous. En élargissant la définition des dettes comme dans le cas allemand [4], les écarts de rentabilités économiques entre les deux pays apparaissent significativement réduits jusqu'en 1993. Entre 1995 et 1998, les deux rentabilités sont même confondues.

L'écart entre les lignes continues et discontinues représente l'effet de levier. Il n'apparaît ni régulier ni systématiquement positif. Son caractère cyclique est net pour la France, les États-Unis et l'Espagne. *A contrario*, il apparaît plus régulier en Allemagne et en Italie. Enfin, si en Espagne l'effet de levier était négatif entre 1992 et 1993, il est, en revanche, resté toujours positif pour les autres pays durant la période sous revue.

2. L'évolution de la rentabilité économique est un facteur prédominant de la rentabilité des entreprises

La rentabilité économique mesure l'efficacité de l'entreprise dans l'exercice de son activité principale. En effet, s'arrêtant à l'excédent net d'exploitation (ENE), elle ne prend en compte ni le résultat financier ni le compte exceptionnel. De plus, en rapportant cet excédent net d'exploitation à l'ensemble des fonds propres et des dettes financières, elle ne fait pas de distinction dans l'origine des ressources entre actionnaires et prêteurs. Le coût de l'endettement, son montant et son impact sur la rentabilité financière peuvent néanmoins être isolés, ce qui donne tout son intérêt à ce résultat partiel. Une telle démarche dichotomique provient du fait que les déterminants des intérêts payés sur l'endettement sont pour une grande part exogènes à l'entreprise (si l'on fait abstraction de la prime de risque qui lui est attachée). Comme souligné dans l'article introductif, seule la rentabilité économique peut garantir un revenu suffisant aux actionnaires à moyen/long terme.

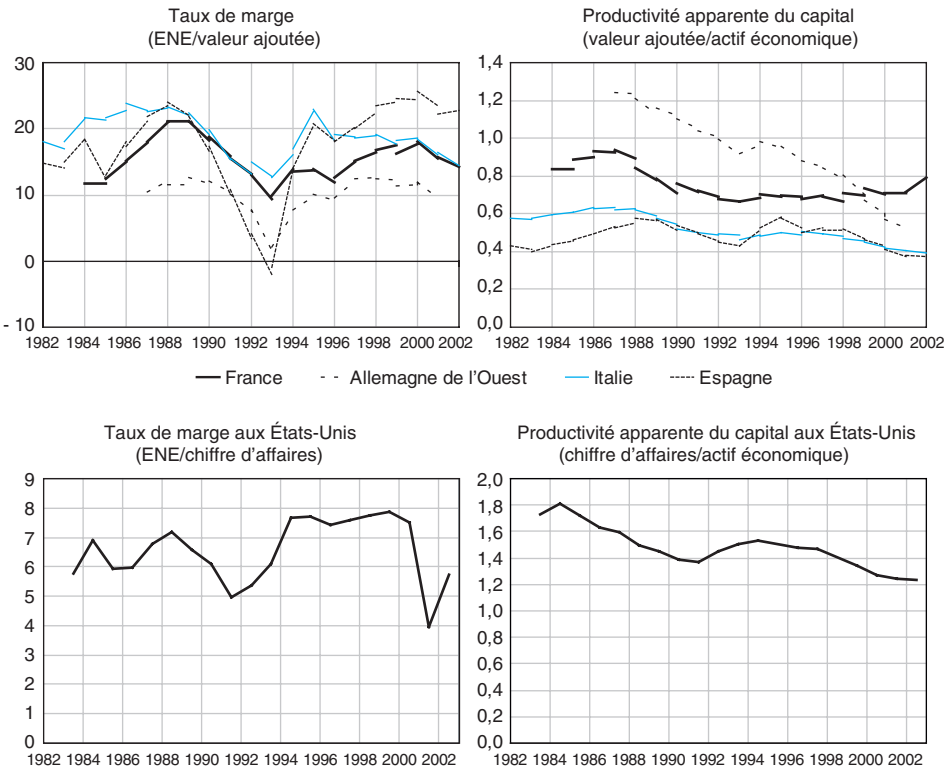
Pour aller au-delà des premiers constats établis dans la section 1, il est utile de décomposer cette rentabilité économique en deux ratios : un taux de marge (ENE rapporté à la valeur ajoutée) et une mesure de la productivité apparente du capital (valeur ajoutée rapportée à l'actif économique) que les analystes financiers appellent aussi taux de rotation de l'actif économique.

Le graphique 2 présente cette décomposition appliquée à la rentabilité économique avant impôts pour les quatre pays européens. En l'absence de valeur ajoutée calculée au sein des comptes américains, le chiffre d'affaires a été substitué à la valeur ajoutée.

[4] Le résultat a été projeté sur le graphique des rentabilités allemandes (graphique 1, pointillés).

Graphique 2
Décomposition de la rentabilité économique avant impôts

(en %)



Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

Le graphique 2 appelle les remarques suivantes :

• la composante conjoncturelle de la rentabilité économique provient du taux de marge [5] (la hiérarchie dans la variabilité des rentabilités économiques correspond donc à celle des taux de marge) ;

• la relative faiblesse du taux de marge en Allemagne est essentiellement due à l'importance des charges de personnel qui, en pourcentage de la valeur ajoutée, sont supérieures d'environ 10 points à celles des entreprises françaises [6]. Ces charges de personnel comprennent, entre autres, des provisions pour paiements futurs des retraites ; il ne faut donc pas tirer de ce résultat de conclusions tranchées concernant d'éventuelles différences de performances entre entreprises françaises et allemandes.

• les évolutions des productivités apparentes du capital diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. On note qu'après 1988 les tendances sont plutôt baissières en Allemagne, aux États-Unis et en Italie. Cette baisse ne se confirme pas en France au-delà de 1992. L'indicateur espagnol semble suivre une évolution plus cyclique même si la tendance baissière apparaît nette depuis 1996 ;

[5] Ce point est discuté peu après et illustré dans le cas du secteur manufacturier français.
[6] Cf. Commission européenne, Économie européenne, *Supplément A*, n° 8/9, août-septembre 2001.

• en Allemagne, la productivité apparente a été divisée par deux entre 1987 et 2000. Ce mouvement très marqué provient, d'un côté, d'une baisse de 9 points du taux de valeur ajoutée [7] (valeur ajoutée/chiffre d'affaires), de l'autre, d'une diminution d'un tiers du ratio chiffre d'affaires sur actif économique. Cette double évolution trouve son origine dans la croissance des participations interentreprises liée aux fusions/acquisitions et à l'éclatement de certaines entités, dont le chemin de fer fédéral (*Deutsche Bahn*) constitue un exemple. Une vingtaine d'entreprises publiques et privées se sont ainsi substituées à la structure d'origine. Les postes « groupes et associés » ont donc augmenté en conséquence ainsi que l'actif économique. De même, le chiffre d'affaire a crû à périmètre économique constant puisque une partie des biens en cours de transformation fait désormais l'objet de transactions entre les différentes entités, d'où une baisse du taux de valeur ajoutée d'autant plus importante que la *Deutsche Bahn* à réduit substantiellement ses effectifs au cours des dix dernières années.

La productivité apparente du capital, ou taux de rotation de l'actif économique, étant l'inverse d'une mesure de l'intensité capitalistique, elle peut varier sensiblement en fonction du secteur d'activité. Une même rentabilité économique peut ainsi provenir d'un fort taux de marge et d'un faible taux de rotation de l'actif économique ou, *a contrario,* d'un faible taux de marge compensé par un fort taux de rotation. À titre d'exemple, le secteur « énergie et eau » est fortement capitalisé — donc a un taux de rotation relativement faible — mais sa rentabilité économique est néanmoins comparable à celle du secteur des transports et télécommunications grâce à un taux de marge relativement élevé (tableau 1).

Tableau 1

Décomposition de la rentabilité économique avant impôts en France

	Taux de marge ENE/VA		Taux de rotation de l'actif économique VA/actif économique		Rentabilité économique avant impôts	
	Moyenne 1996-2001	2001	Moyenne 1996-2001	2001	Moyenne 1996-2001	2001
Énergie et eau	12,5	13,8	34,3	29,6	4,3	4,1
Secteur manufacturier	15,4	14,8	67,3	64,4	10,3	9,6
Commerce	18,2	21,6	70,6	65,5	12,8	14,2
Transports et télécommunications	10,4	8,7	44,8	40,7	4,7	3,6
Autres services hors *holding*	11,2	11,6	46,8	43,4	5,2	5,0

Source : Banque de France (Fiben)
Calculs : Banque de France

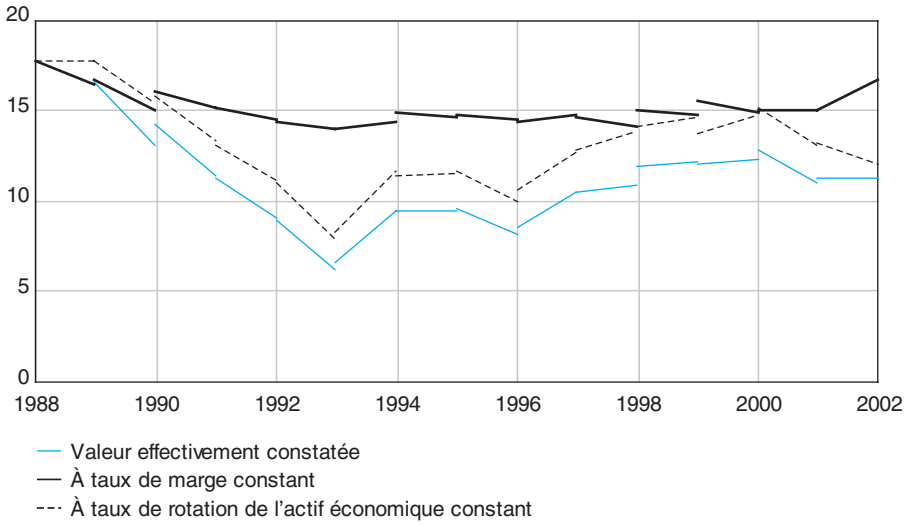
Le taux de rotation s'avère relativement inerte au cours du temps car l'évolution de l'actif économique qui le définit est de nature plus structurelle. En revanche, le taux de marge contribue significativement à l'évolution conjoncturelle des différents secteurs. Le graphique suivant illustre cette propriété dans le cas du secteur manufacturier français. La rentabilité économique avant impôts a été calculée à taux de marge constant d'un côté, et à taux de rotation de l'actif économique constant

[7] Il convient de souligner que tous les pays européens de l'échantillon ont connu une baisse d'une ampleur similaire du taux de valeur ajoutée durant cette période.

de l'autre. Pour permettre une comparaison entre les deux points hauts du cycle, les valeurs de référence sont celles de 1988. Le graphique 3 confirme que la composante cyclique de la rentabilité économique a bien pour origine le taux de marge. On constate, en outre, qu'en 2000 dans le secteur manufacturier français, si la rentabilité économique n'atteint pas le sommet de 1988 c'est en raison des effets cumulés d'un plus faible taux de marge (21 % en 1988 contre 17,5 % en 2000) et d'un taux de rotation de l'actif économique sensiblement inférieur (84 % contre 70 %).

Graphique 3
Rentabilité économique avant impôts
Secteur manufacturier français

(en %)



Source : Banque de France (Fiben)
Calculs : Banque de France

3. Une rentabilité économique supérieure au taux d'intérêt réel implique un effet de levier positif

Le différentiel « rentabilité économique/taux d'intérêt réel » dépend à la fois du niveau nominal de la dette et du taux de l'inflation mais il faut également considérer l'environnement juridique et fiscal.

Le coût de la dette est mesuré par l'ensemble des charges financières attachées à l'endettement rapporté aux capitaux empruntés, ce ratio formant un taux d'intérêt apparent. D'un point de vue comptable, le calcul pertinent ne tient compte que des charges d'intérêt nettes ainsi que de l'endettement net, *i.e.* déductions faites, respectivement, des produits et actifs financiers à court terme. Les taux d'intérêt apparents ainsi calculés reflètent les évolutions, d'une part, des charges financières,

d'autre part, des produits financiers, dont les déterminants ne se recoupent que de façon très partielle. Cela explique également que le coût de la dette nette puisse être négatif alors qu'une charge brute d'intérêt ne pourrait l'être. Enfin, cette mesure, comme l'ensemble de celles utilisées dans cette étude, doit être interprétée en termes d'évolution plus que de niveau, l'harmonisation comptable incomplète de la base BACH ne permettant pas d'aller au-delà.

L'environnement juridique doit aussi être pris en considération. Si d'un point de vue économique la mobilité du capital tend à égaliser les taux d'intérêt d'un pays à l'autre, cette homogénéisation n'est complète le plus souvent que pour les marchés souverains, *i.e.* des marchés évoluant dans des cadres institutionnels identiques. En revanche, l'environnement juridique peut différer sensiblement en fonction des économies, y compris pour des pays de l'OCDE : ainsi le droit des faillites peut impliquer des primes de risque très différentes en fonction des droits respectifs des partenaires de l'entreprise. Toutes choses égales par ailleurs, plus le taux de recouvrement des créances sera élevé, moins la prime de risque associée à ces créances, et donc le coût de la dette, seront importants.

Les dettes sont inscrites en valeur au bilan des entreprises et évoluent chaque année en fonction du flux des nouvelles dettes et des remboursements. Le coût réel *a posteriori* de la dette doit donc tenir compte de la dépréciation monétaire du stock de créances. Au moment de la prise de décision, les entreprises doivent anticiper l'évolution de l'inflation future. Elles doivent plus précisément rapprocher leur propre anticipation de l'anticipation moyenne des marchés. *A posteriori*, si le marché a sous-estimé la prime de risque d'inflation, les emprunteurs auront bénéficié d'un transfert net de richesse de la part des prêteurs : ce type d'évolution se constate généralement en période d'accélération des prix, la décélération s'étant, par le passé, révélée plutôt moins favorable aux emprunteurs.

Le graphique 4 met en parallèle les rentabilités économiques après impôts et les coûts réels de la dette nette après impôts :

• en France, le coût de la dette a baissé significativement après 1993. L'écart avec la rentabilité économique s'est accru pour atteindre un maximum en 2000 ;

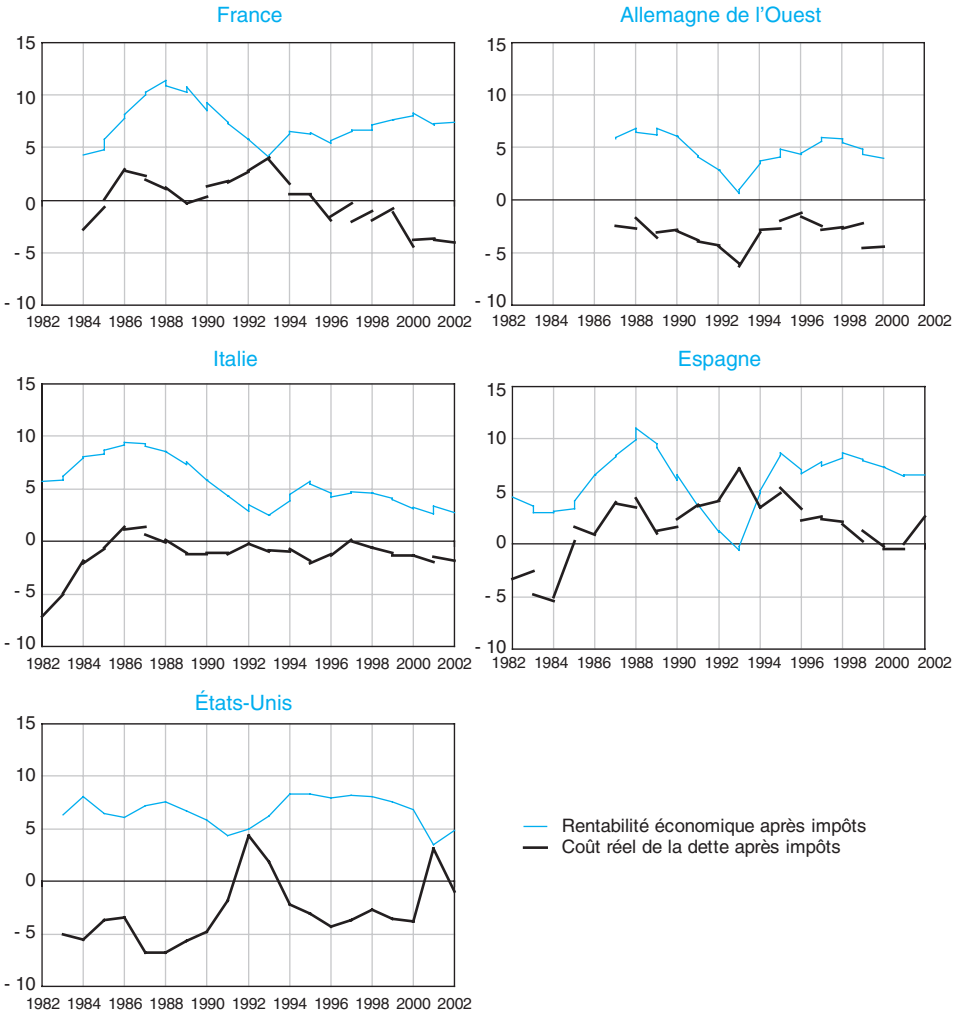
• en Allemagne, les deux courbes sont restées relativement parallèles durant toute la période, alors qu'en Italie elles ont eu plutôt tendance à se rapprocher, essentiellement en raison de la baisse de la rentabilité économique ;

• aux États-Unis, alors que la rentabilité économique apparaît relativement stable, le coût apparent de la dette augmenterait fortement lors des périodes de ralentissement économique. Ainsi entre 1990 et 1992, les mesures indiquent une croissance de presque 10 points. Ce résultat s'oppose à celui obtenu sur données de comptabilité nationale (Cf. Durant, 2005, dans le présent *Bulletin*) qui fait apparaître une baisse du coût de la dette durant la même période. Or, le manque d'information, avant 1998, sur la composition des charges et des produits financiers pour les États-Unis au sein de la base BACH rend ce calcul particulièrement fragile, d'autant qu'il s'agit de comptes consolidés [8]. L'effet de levier demeure cependant positif même durant ces phases supposées de hausses brutales.

[8] Cf. encadré ci-dessus « Les biais de comparaison au sein de la base BACH ».

Graphique 4
Rentabilité économique et coût réel de la dette nette après impôts

(en %)



Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

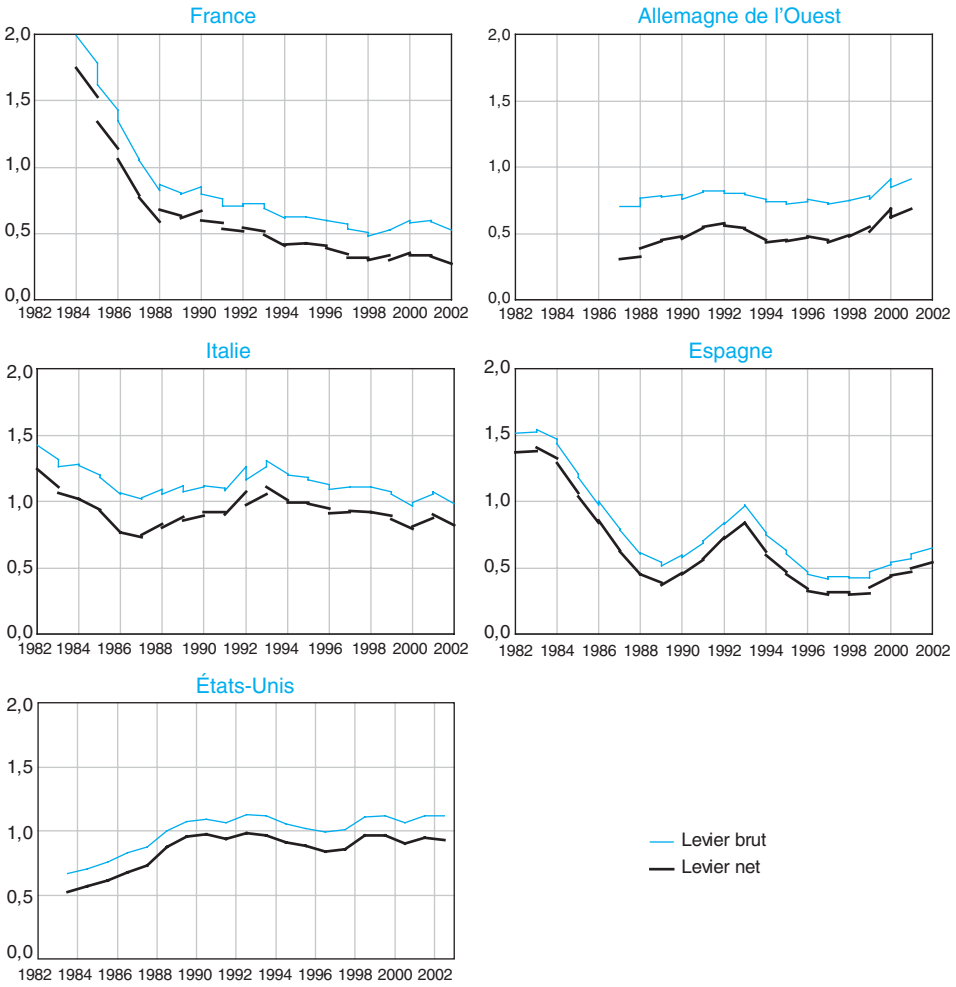
4. Évolution du levier d'endettement

Le levier d'endettement est une variable synthétisant la structure financière de l'entreprise. Pour passer de la rentabilité économique à la rentabilité financière, il faut retenir le levier net, *i.e.* calculé avec un endettement net des actifs financiers. Cependant, d'un point de vue rétrospectif, il est utile de rapprocher dette brute et dette nette pour faire apparaître, notamment, la part croissante des actifs financiers au sein des bilans d'entreprises. Les structures capitalistiques françaises aussi bien qu'étrangères ont eu, en effet, tendance à se complexifier au cours des dernières années comme en témoigne l'augmentation du nombre des groupes [9]. En conséquence,

[9] On pourra lire avec intérêt les documents de travail de l'INSEE de Picart (C.) (2003) : « La remontée de l'endettement des grands groupes à la fin des années quatre-vingt-dix » n° E2003/3, mars, et Chabanas (N.) (2002) : « Les entreprises françaises des groupes vues à travers les enquêtes *Liaisons financières* de 1980 à 1989 », n° E2002/04, février.

la prise en compte de ces structures s'avère cruciale pour établir un diagnostic sur l'endettement des firmes, tant au niveau individuel qu'à travers une mesure de type macroéconomique. En effet, les éléments les plus liquides de l'actif peuvent permettre de rembourser une partie des dettes, ce qui relativise le niveau d'endettement brut ; en outre, certains éléments de l'actif renseignent sur l'utilisation faite de la dette. Les statistiques utilisées ici, à l'exception de celles établies sur données américaines, étant construites à partir de comptes sociaux agrégés, *i.e.* sans consolidation des dettes entre firmes appartenant au même groupe, restent cependant fragiles et sont à interpréter avec prudence.

Graphique 5
Leviers brut et net en niveau



Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

Du graphique 5, on peut dégager les constatations suivantes :

• en France, en Italie et en Espagne, l'écart entre les leviers bruts et nets reste relativement constant au cours de la période ;

• en France, les leviers brut et net baissent clairement jusqu'en 1998. Les courbes présentent une rupture de tendance en 1988, la baisse apparaissant moins accentuée à partir de cette date ;

• en Italie, après une baisse jusqu'en 1987, les leviers vont retrouver peu ou prou leurs niveaux de début de période au moment de la récession de 1993, avant de repartir à la baisse. L'Italie est cependant le pays dans lequel les évolutions sont les moins nettes ;

• les mouvements à la hausse au début des années quatre-vingt-dix concernent aussi les leviers espagnols mais s'inscrivent dans une tendance très largement baissière. En 1993, le levier brut n'est, en effet, plus qu'à 65 % de son niveau de 1984 ;

• les cas de l'Allemagne et des États-Unis sont particuliers dans la mesure où la définition retenue pour le passif financier comprend des créances commerciales ainsi que des dettes contractées après du groupe et des associés de chaque entreprise, alors que celle de l'actif financier est la même que pour les autres pays européens. En outre, l'absence de données disponibles jusqu'en 1987 ne permet pas de faire un rapprochement avec les baisses marquées des leviers bruts et nets constatées en France, en Italie et en Espagne durant cette période ;

• aux États-Unis, les leviers enregistrent une hausse entre 1983 et 1990, puis une relative stabilité jusqu'en 2002.

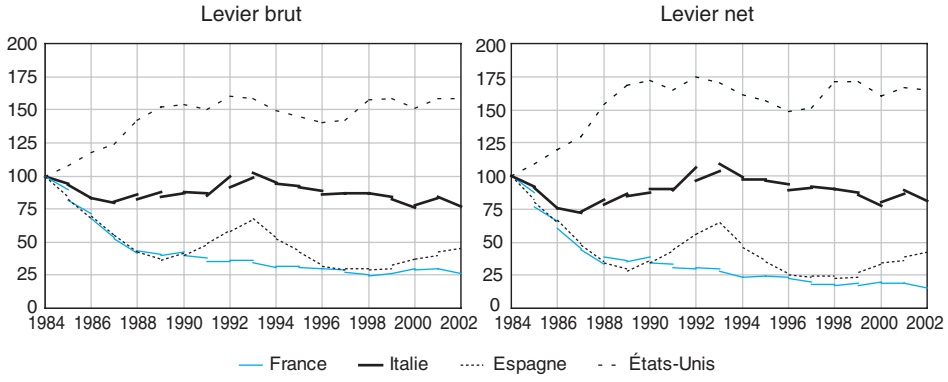
Pour faire abstraction des différences de niveaux, les leviers ont été recalculés sous forme d'indices en base 100 en 1984, date à partir de laquelle les données pour la France, l'Italie, l'Espagne et les États-Unis sont disponibles. Les indices n'ont pas été calculés pour l'Allemagne, l'échantillon ne débutant qu'en 1987. Les résultats sont présentés dans le graphique 6.

Ce graphique montre un comportement des entreprises françaises et espagnoles du secteur manufacturier assez comparable en matière de gestion du levier d'endettement, celui-ci ayant été réduit dans la seconde moitié des années quatre-vingt et maintenu assez stable au cours des années quatre-vingt-dix. Aux États-Unis, il est également stable dans les années quatre-vingt-dix, mais après une augmentation au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt. Seule l'Italie n'a pas connu d'évolution marquée sur l'ensemble de la période.

Dans la décomposition de l'effet de levier, le levier proprement dit, compte tenu de son évolution très marquée au cours des vingt dernières années, semble être un facteur décisif, avec la rentabilité économique, de l'évolution des rentabilités financières. Pour confirmer ce diagnostic et en guise de synthèse, les rentabilités financières après impôts sont soumises à une nouvelle décomposition.

Graphique 6
Leviers brut et net

(en indice base 100 = 1984)



Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

5. Le levier, après la rentabilité économique, apparaît comme le facteur prépondérant de l'évolution de la rentabilité financière

La rentabilité financière après impôts résulte des mouvements complexes de multiples variables dont les effets transitent par le coût nominal de la dette, le taux d'inflation, le taux d'imposition et le levier d'endettement. Pour mettre en évidence leurs influences respectives, leurs contributions à la variation annuelle de la rentabilité financière après impôts sont calculées. Les résultats font l'objet du tableau 2 ; la division des échantillons en trois sous-périodes recoupe les phases du cycle d'activité. Le détail des formules est présenté en annexe 3, à la suite de la description de la base BACH (annexe 1) et des variables qui la composent (annexe 2). Le signe de ces contributions est connu *a priori* : positif pour la rentabilité économique et le taux d'inflation, négatif pour le coût de la dette, et identique à celui de l'effet de levier pour le taux d'endettement. À partir de la formule retenue, le signe de l'effet de levier peut s'inverser lorsque l'on fixe le levier d'endettement. En effet, une augmentation du taux d'endettement peut rendre négatif le résultat financier *via* la hausse des charges financières qui en résulte. Ce résultat provient du fait que la formule de décomposition est celle de la rentabilité financière et non celle de l'effet de levier. La contribution du taux d'imposition résulte, en revanche, de deux mécanismes contraires. Un effet positif indirect dû à la diminution de la base d'imposition correspondant aux charges nettes d'intérêts et un effet négatif direct puisque l'impôt sur les sociétés (IS) grève la rentabilité financière après impôts.

La mesure du taux d'imposition apparent

Pour que la comparaison des rentabilités économique et financière soit possible, elle doit être opérée sur une base homogène, i.e. *neutraliser l'effet de l'impôt sur les sociétés (IS). Cependant, une comparaison internationale des taux de l'IS recèle de multiples difficultés : impositions différenciées des dividendes distribués et réinvestis, base d'imposition dépendant de multiples mécanismes, influencés notamment par les politiques industrielles. À cela s'ajoute ici l'utilisation de ratios moyens qui se traduit, pour certaines années, dans le secteur manufacturier, par l'existence d'IS réglé par les sociétés, alors même que les bénéfices agrégés sont négatifs [1]. Pour contourner cette difficulté, les taux effectifs ont été étalonnés à partir d'autres secteurs de la base BACH, ce qui suppose implicitement que les taux d'imposition effectifs sont homogènes sur l'ensemble de l'économie. Si cette hypothèse peut sembler naturelle, la réalité apparaît moins simple. Comme l'intensité capitalistique varie d'un secteur à l'autre, les amortissements et la base d'imposition également.*

[1] *En effet, soient deux entreprises dont l'une paye 50 d'IS pour un bénéfice de 100 et l'autre aucun, à cause d'une perte de 200. La somme agrégée d'IS est donc de 50 et celle des bénéfices de – 100, soit un taux d'imposition apparent de – 50 % (50/-100).*

Tableau 2

Contributions à la variation annuelle de la rentabilité financière après impôts

France		**1984-1988**	**1988-1993**	**1993-2000**
Rentabilité économique après impôts	(a)	3,9	- 2,9	1,4
Rentabilité économique avant impôts	*(b)*	*2,6*	*- 3,1*	*1,4*
Coût réel de la dette après impôts	(c)	- 1,8	- 0,4	0,8
Coût nominal de la dette avant impôts	*(d)*	*0,7*	*- 0,3*	*0,9*
Levier net	(e)	- 1,8	0,0	- 0,1
Taux d'inflation	*(f)*	*- 1,8*	*- 0,1*	*- 0,1*
Taux d'imposition apparent	*(g)*	*0,5*	*0,2*	*0,0*
Écart statistique	*(h)*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Écart statistique	(i)	- 0,2	0,0	- 0,1
Rentabilité financière après impôts	**(j)**	**0,2**	**- 3,4**	**2,1**
Allemagne de l'Ouest		**1984-1988**	**1988-1993**	**1993-2000**
Rentabilité économique après impôts	(a)	nd	- 2,3	1,2
Rentabilité économique avant impôts	*(b)*	*nd*	*- 2,0*	*0,9*
Coût réel de la dette après impôts	(c)	nd	0,4	- 0,2
Coût nominal de la dette avant impôts	*(d)*	*nd*	*0,0*	*0,2*
Levier net	(e)	nd	0,5	0,4
Taux d'inflation	*(f)*	*nd*	*0,3*	*- 0,3*
Taux d'imposition apparent	*(g)*	*nd*	*- 0,2*	*0,3*
Écart statistique	*(h)*	*nd*	*- 0,1*	*- 0,1*
Écart statistique	(i)	nd	0,0	- 0,1
Rentabilité financière après impôts	**(j)**	**nd**	**- 1,4**	**1,3**

Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France
(j) = (b) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h) = (a) + (c) + (e) + (i) aux arrondis près

Tableau 2 (suite)

Contributions à la variation annuelle de la rentabilité financière après impôts

Italie		**1984-1988**	**1988-1993**	**1993-2000**
Rentabilité économique après impôts	(a)	0,2	- 2,8	0,4
Rentabilité économique avant impôts	*(b)*	*0,5*	*- 2,2*	*0,5*
Coût réel de la dette après impôts	(c)	- 0,6	0,2	0,1
Coût nominal de la dette avant impôts	*(d)*	*0,7*	*- 0,1*	*0,7*
Levier net	(e)	- 0,5	0,4	- 0,3
Taux d'inflation	*(f)*	*- 1,3*	*- 0,1*	*- 0,5*
Taux d'imposition apparent	*(g)*	*- 0,2*	*- 0,4*	*- 0,3*
Écart statistique	*(h)*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Écart statistique	(i)	0,1	- 0,1	0,0
Rentabilité financière après impôts	**(j)**	**- 0,7**	**- 2,4**	**0,1**
Espagne		**1984-1988**	**1988-1993**	**1993-2000**
Rentabilité économique après impôts	(a)	3,2	- 3,9	3,5
Rentabilité économique avant impôts	*(b)*	*1,9*	*- 3,7*	*3,4*
Coût réel de la dette après impôts	(c)	- 2,5	- 0,6	1,0
Coût nominal de la dette avant impôts	*(d)*	*0,8*	*- 0,6*	*1,2*
Levier net	(e)	- 1,1	0,1	0,4
Taux d'inflation	*(f)*	*- 1,6*	*- 0,1*	*- 0,1*
Taux d'imposition apparent	*(g)*	*- 0,2*	*- 0,2*	*0,0*
Écart statistique	*(h)*	*0,0*	*- 0,4*	*- 0,6*
Écart statistique	(i)	0,1	- 0,5	- 0,5
Rentabilité financière après impôts	**(j)**	**- 0,2**	**- 5,0**	**4,4**
États-Unis		**1984-1988**	**1988-1991**	**1991-2000**
Rentabilité économique après impôts	(a)	- 0,2	- 1,6	1,2
Rentabilité économique avant impôts	*(b)*	*- 0,4*	*- 1,3*	*0,9*
Coût réel de la dette après impôts	(c)	0,3	- 1,2	0,6
Coût nominal de la dette avant impôts	*(d)*	*0,2*	*- 1,1*	*0,9*
Levier net	(e)	0,9	0,3	0,0
Taux d'inflation	*(f)*	*0,0*	*- 0,1*	*- 0,3*
Taux d'imposition apparent	*(g)*	*0,3*	*- 0,3*	*0,1*
Écart statistique	*(h)*	*0,1*	*0,1*	*- 0,1*
Écart statistique	(i)	0,0	0,0	- 0,2
Rentabilité financière après impôts	**(j)**	**1,1**	**- 2,5**	**1,6**

Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

(j) = (b) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h) = (a) + (c) + (e) + (i) aux arrondis près.

Le tableau 2 appelle plusieurs remarques.

• Si une solide rentabilité économique avant impôts est indispensable pour garantir la croissance de la valeur des entreprises à moyen/long terme, elle apparaît également fortement contributrice de la rentabilité financière quelle que soit la phase du cycle, et particulièrement en période de ralentissement.

• En Italie, son effet est cependant dominé par celui du coût nominal avant impôts de la dette lors des périodes de croissance de l'activité (1984-1988 et 1993-2000).

• En France et en Espagne, le coût nominal de la dette avant impôts ayant diminué durant les deux phases de croissance (de respectivement 5,1 et 13,6 points)

et inversement crû lors de la période de ralentissement (de 3,3 points), il n'a pesé négativement qu'entre 1988 et 1993. Cependant, entre 1984 et 1988, la diminution de la prime d'inflation est venue contrecarrer cet effet positif sur le coût réel de la dette après impôts malgré la contribution positive du taux d'imposition. La diminution du levier d'endettement, particulièrement lors de la première période, a joué négativement. Elle a permis, pour les entreprises dont la rentabilité économique est devenue inférieure au coût de leur endettement entre 1988 et 1993, de modérer l'effet négatif sur les rentabilités financières.

• En Allemagne, compte tenu de la modeste variation des leviers et des autres variables, rentabilité économique et rentabilité financière ont évolué parallèlement. L'effet de levier est, en conséquence, resté relativement stable durant toute la période.

• Aux États-Unis, l'ensemble de variables a joué négativement durant la phase de ralentissement de l'activité (1998-1991) à l'exception du levier d'endettement dont la contribution s'est avérée en moyenne toujours positive durant la période sous revue.

En choisissant leur levier d'endettement, les gestionnaires engagent leur entreprise pour plusieurs années. Leurs choix, s'ils s'avèrent erronés, peuvent ainsi grever à terme la rentabilité financière et donc mettre en péril la pérennité même de la firme. Agissant, comme tout agent économique, à l'aide d'informations limitées, ils anticipent l'évolution des variables qu'ils jugent pertinentes comme les taux d'inflation futurs, la fiscalité, les différents taux d'intérêt, en étant influencés par le consensus de marché qui, selon les périodes et les horizons temporels retenus, est plus ou moins fiable.

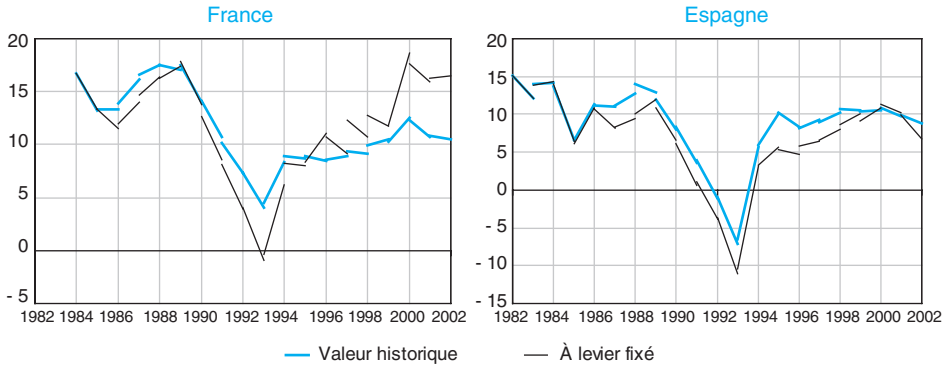
Compte tenu de l'inertie des variables de stocks, notamment de l'endettement, ces choix font sentir leurs effets progressivement à travers la comptabilité des firmes. Sans pouvoir préjuger des comportements individuels, ni établir de diagnostic global à partir de données agrégées, l'étude des contributions à la rentabilité financière a permis d'illustrer les mécanismes à l'œuvre dans l'effet de levier.

Compte tenu des hypothèses et modes de calculs retenus, une hiérarchie semble s'imposer. Le levier, lorsque la mesure de l'endettement n'est pas biaisée par des données manquantes ou une définition différente, comme dans le cas de l'Allemagne et des États-Unis, apparaît bien comme la ou une des variables les plus influentes après la rentabilité économique après impôts.

En d'autres termes, si les firmes n'avaient pas réduit, de façon drastique dans certains cas, leur endettement ou, parallèlement, renforcé leurs fonds propres, leur rentabilité financière se serait fixée à des niveaux plus faibles au moment du ralentissement de l'activité. À titre illustratif, nous cherchons à déterminer comment aurait évolué la rentabilité financière après impôts si la valeur du levier d'endettement était restée identique tout au long de la période. La première valeur disponible de ces paramètres a été choisie comme référence. Pour la France, le levier correspond ainsi à celui de 1984. Les résultats sont présentés (graphique 7) pour la France et l'Espagne parce qu'ils traduisent particulièrement bien toute la dualité de l'effet de levier : amélioration de la rentabilité financière en période de croissance de la rentabilité économique ou de baisse des coûts d'endettement, et fragilisation en cas de retournement non anticipé de l'activité ou de hausse du coût de la dette.

Graphique 7
Rentabilité financière après impôts

(en %)



Source : Commission européenne (BACH)
Calculs : Banque de France

Le « déficit » de rentabilité économique constaté en 2000 pour la France par rapport au précédent haut de cycle de 1988 n'a, par exemple, pas été compensé par un effet de levier plus important, en raison de la baisse marquée du taux d'endettement des entreprises du secteur manufacturier. Ainsi, à levier constant, la rentabilité financière après impôts aurait atteint les mêmes niveaux en 2000 qu'en 1988 alors que, dans les faits, elle a diminué de près de 5 points. *A contrario*, ces entreprises ont fait le choix d'une structure financière plus solide qui s'est révélée pertinente en creux de cycle. En 1993, à levier équivalent à celui de 1984, la rentabilité financière des entreprises aurait été négative alors qu'elle atteint près de 5 %.

Annexe 1

La base BACH

La base BACH est une base de données gérée et distribuée par la direction générale des affaires économiques et financières (DGECFIN) de la Commission européenne. Elle contient des informations agrégées et harmonisées sur les comptes annuels des entreprises non financières et couvre onze pays européens ainsi que les États-Unis et le Japon. Un groupe de travail spécifiquement consacré à BACH a été mis en place au sein du Comité européen des centrales de bilans. Sa tâche est, d'une part, d'élaborer et de fournir les données, d'autre part, de veiller à l'amélioration statistique et méthodologique de la base de données ainsi qu'à sa promotion vis-à-vis des utilisateurs extérieurs. La Banque de France participe de manière active au projet BACH à double titre. D'une part, un représentant de la direction des Entreprises est membre du groupe de travail du Comité européen des centrales de bilans consacré à BACH. D'autre part, la Banque de France est le fournisseur exclusif des données sur les entreprises françaises qui sont présentes dans BACH.

De cette base ont été extraits :

• les bilans et comptes de résultat agrégés pour la France, l'Allemagne de l'Ouest, l'Italie, l'Espagne et les États-Unis ;

• les montants du total de l'actif et du chiffre d'affaires ;

• les données sont annuelles et couvrent, au plus, la période de 1982 à 2002.

Deux types d'échantillons sont à distinguer :

• un échantillon représentatif (États-Unis) : les différents postes sont directement calculés à partir de l'échantillon ;

• pour les pays où l'échantillon n'est pas représentatif : pour une année *t*, les différents postes sont calculés en prenant la dernière année d'un échantillon cylindré [1] sur les périodes (*t-1, t*). Pour les pays utilisant des échantillons cylindrés sur deux années, l'année *t-1* est également disponible.

Les données d'entreprises au sein de la base BACH sont présentées sous forme de comptes sociaux. Dans notre échantillon, c'est aussi la forme des données d'origine pour les pays européens. En revanche, les données américaines sont issues de comptes consolidés. Elles ont donc été adaptées, de façon imparfaite et incomplète, à la structure des comptes sociaux pour figurer dans la base BACH.

[1] Un échantillon cylindré est un échantillon qui possède la même population, ici les mêmes entreprises, chaque année. Mais ne retenir que les entreprises présentes tout au long de la période sous revue restreindrait considérablement l'échantillon. Le compromis utilisé au sein de la base BACH consiste à établir des échantillons dont la population est constante uniquement sur deux ans. Pour être plus précis, pour les années 1984, 1985 et 1986, par exemple, nous retenons les entreprises présentes en 1984 et 1985, puis celles présentes en 1985 et 1986. Cela permet d'apprécier correctement les évolutions entre deux dates successives sans limiter trop la taille des échantillons. Ce compromis se traduit par des discontinuités sur les graphiques à l'exception de ceux concernant les États-Unis.

Jusqu'à présent, les données françaises de la base BACH étaient calculées à partir de la « Centrale de bilans », base de données de la Banque de France. C'est une base comptable très détaillée mais dont la couverture n'était pleinement satisfaisante que pour le secteur manufacturier. La base de données de la Banque de France « Fiben » (Fichier bancaire des entreprises regroupant 200 000 bilans et comptes de résultats par an, contre 40 000 pour la Centrale des bilans) se substituera à la Centrale de bilans à un horizon court. La faiblesse des échantillons hors secteur manufacturier se confirme pour la plupart des pays, c'est pourquoi, les comparaisons internationales se feront sur la base de l'industrie manufacturière. L'éclairage sectoriel sur données françaises a, en revanche, nécessité l'utilisation de la base Fiben.

Annexe 2

Présentation des postes de compte de résultat et de bilan

Compte de résultat

Code	Intitulé
1	Montant net du chiffre d'affaires
2	Variation du stock de produits finis et d'encours de production
3	Travaux portés à l'actif
4	Autres produits d'exploitation
S	**Produits d'exploitation**
5	Consommation de biens et services
5a	*Charges de matières premières et consommation*
5b	*Autres charges externes*
8	Autres charges et impôts d'exploitation
T	**Valeur ajoutée BACH (S-5-8)**
6	Frais de personnel
6a	*Salaires et traitements*
6b	*Charges sociales*
U	**Résultat brut d'exploitation (T-6)**
7	Corrections de valeur sur actifs non financiers
7a	*Amortissements sur immobilisations incorporelles et corporelles*
7c	*Autres corrections de valeur et provisions*
V	**Résultat net d'exploitation (U-7)**
9/11	Produits financiers
12	Corrections de valeurs sur actifs financiers
13	Intérêts et charges similaires
13a	*Intérêts versés sur dettes financières*
13b	*Autres charges financières*
W	**Résultat financier (9/11-12-13)**
X	**Résultat net des activités ordinaires avant impôts (V+9/11-12-13)**
16	Produits exceptionnels
17	Charges exceptionnelles
Y	**Impôts sur les résultats**
21	**Résultat net après impôts (X+16-17-Y)**

Bilan BACH

ACTIF		PASSIF	
Code	**Intitulé**	**Code**	**Intitulé**
A	**Capital souscrit non versé**	**F**	**Dettes dont la durée résiduelle n'est pas supérieure à un an**
C	**Actifs immobilisés**	F2	Dettes envers des établissements de crédit
C1	Immobilisations incorporelles	F3	Acomptes reçus sur commandes
C1.1	*Frais d'établissement*	F4	Dettes sur achats et prestations de services
C1.5	*Autres immobilisations incorporelles*	F10	Autres dettes
C2	Immobilisations corporelles	*F101*	*Autres dettes financières*
C2.1	*Terrains et constructions*	*F102*	*Autres dettes non financières*
C2.2	*Installations techniques et machines*	**I**	**Dettes dont la durée résiduelle est supérieure à un an**
C2.3	*Autres installations, outillages, mobiliers*	I1	Emprunts obligataires
C2.4	*Acomptes versés et immobilisations en cours*	I2	Dettes envers des établissements de crédit
C3	Immobilisations financières	I4	Dettes sur achats et prestations de services
C3.1/3	*Parts dans des entreprises liées et participations*	I10	Autres dettes
C3.8	*Autres immobilisations financières*	*I101*	*Autres dettes financières*
D	**Actifs circulants**	*I102*	*Autres dettes non financières*
D1	Stocks	**J**	**Provisions pour risques et charges**
D1.1	*Matières premières et consommables*	J1	Provisions pour fonds de pension et obligations similaires
D1.4	*Accomptes versés*	J4	Autres provisions
D1.5	*Autres stocks*	**K**	**Comptes de régularisation**
D2	Créances	**L**	**Capitaux propres**
D2.1	*Créances résultant de ventes et de services*	L1	Capital souscrit
D2.7	*Autres créances*	L2	Primes d'émission
D3	Valeurs mobilières	L3	Réserves de réévaluation
D4	Avoirs en banque, chèques et encaisse	L4	Réserves
E	**Comptes de régularisation**	L5	Résultats reportés
AE	**Total de l'actif**	L6	Résultat de l'exercice
		FL	**Total du passif**

Annexe 3

Définitions des variables

(Les codes BACH sont indiqués en gras)

Dettes financières brutes = DFB = **F2** + **F101** + **I1** + **I2** + **I101** (**F10** et **I10** au lieu de **F101** et **I101** dans le cas de l'Allemagne et des États-Unis)

Dettes financières nettes = DFN = DFB – **D3** – **D4**

Fonds propres = FP = **L**

Résultat financier = W = **9/11 – 12 – 13a – 13b**

Charges financières nettes = CFN = **– W**

Résultat net d'exploitation = ENE = **V**

Montant de l'impôt sur les sociétés = **Y**

Résultat net après impôts = **21**

Taux d'imposition apparent = $\tau = \dfrac{Y}{21 + Y}$ (calculé à partir d'autres secteurs d'activité)

Taux d'inflation annuel = π

Le levier net $= L_{net} = \dfrac{DFN}{FP}$

Le levier brut $= L_{brut} = \dfrac{DFB}{FP}$

Décomposition de la rentabilité financière après impôts

$$R_e = \frac{ENE}{FP + DFN}$$

$$R_f = R_e + (R_e - r)\frac{DFN}{FP}$$

$$R_f = \frac{(ENE - CFN)(1 - \tau) + \pi\, DFN}{FP}$$

$$r = \frac{(1 - \tau)\, CFN - \pi\, DFN}{DFN}$$

R_f = rentabilité financière après impôts
R_e = rentabilité économique après impôts
r = coût réel apparent de la dette nette après impôts

Calculs des contributions à la rentabilité financière

$$R_f = \left(\tilde{R}_e\,(1-\tau)\right) + \left(\left(\tilde{R}_e\,(1-\tau)\right) - \left(i\,(1-\tau) - \pi\right)\right) L_{net}$$

avec $\tilde{R}_e$ la rentabilité économique avant impôts et *i* le coût nominal de la dette nette avant impôts.

En différenciant la rentabilité financière après impôts en fonction des cinq paramètres nous obtenons leurs contributions respectives :

$$\Delta R_f = (1-\tau)(1+L_{net})\,\Delta\tilde{R}_e + \left(i\,L_{net} - \tilde{R}_e\,(1+L_{net})\right)\Delta\tau + \left((1-\tau)(\tilde{R}_e - i) + \pi\right)\Delta L_{net}$$
$$+ L_{net}\,\Delta\pi - \left((1-\tau)L_{net}\right)\,\Delta i + \text{écart statistique}$$

La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003

Au 31 décembre 2003, la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40 était détenue à 43,9 % par les non-résidents. Cette part, qui était de 33,4 % à fin 1997, a continuellement progressé depuis [1], hormis en 2002 où elle a très légèrement reculé (– 0,4 point). Au cours de l'année 2003, elle a progressé de 1,5 point en raison notamment :

• du redressement des cours boursiers mondiaux et français à partir du printemps 2003, qui a favorisé un repositionnement des investisseurs sur les actions. Après avoir été vendeurs nets d'actions du CAC 40 pour 11 milliards en 2002, les non-résidents s'en sont à nouveau portés acquéreurs nets pour 4,7 milliards, en 2003 ;

• de la souscription importante des non-résidents à une augmentation de capital d'un grand groupe de l'indice et au placement par l'État de certaines de ses participations.

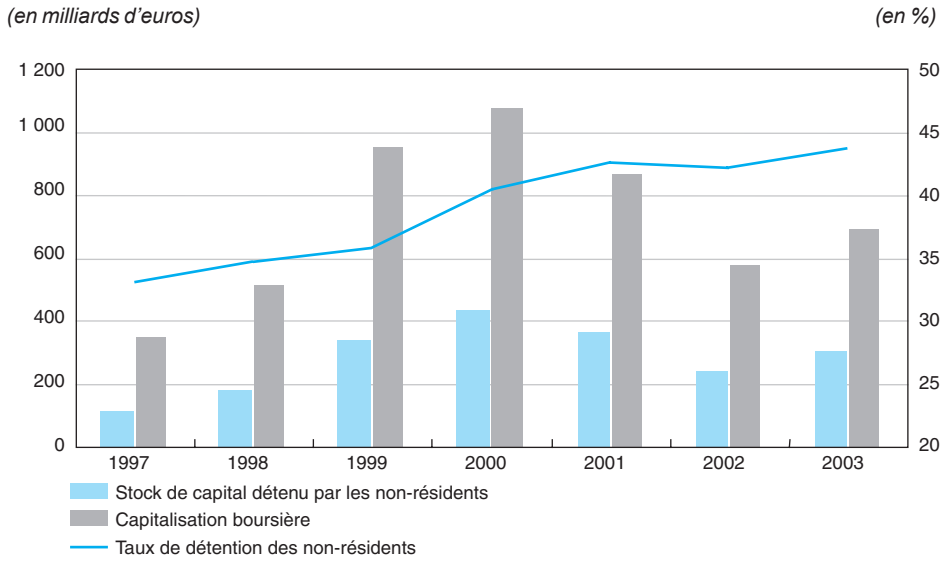
Jean-Guillaume POULAIN
Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs

NB : Cette note est une mise à jour de l'article intitulé « La détention du capital du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 » parue dans le *Bulletin* de la Banque de France d'avril 2004, disponible sur le site de la Banque de France (l'adresse actuelle est : *www.banque-france.fr/fr/bulletin/etudes/2004t2.htm*).

[1] Près de la moitié de la hausse totale a été réalisée en 2000, sous l'effet des opérations de fusions et acquisitions initiées par de grands groupes français et ayant, en partie, été financées par échanges de titres.

L'évolution du taux de détention des non-résidents

Graphique 1
Détention du capital des entreprises résidentes du CAC 40 par les non-résidents en fin d'année



Sources : Euronext, Banque de France – Direction de la Balance des paiements

Sur les trente-trois valeurs de l'échantillon [2], onze sont désormais détenues à plus de 50 % par les non-résidents.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Entreprises détenues à plus de 50 %	3	4	4	7	11	8	11

Enfin, les non-résidents ont augmenté leur exposition sur vingt-trois des trente-trois valeurs en 2003.

Type d'investissement

La répartition de la détention des entreprises du CAC 40 par les non-résidents entre investissements de portefeuille et investissements directs reste très stable au cours du temps. En effet, seules trois entreprises du CAC 40 (AGF, Renault et Aventis) bénéficient d'investissements directs étrangers, qui représentent 4 % du stock total détenu par les non-résidents ; les investissements de portefeuille pèsent 96 %.

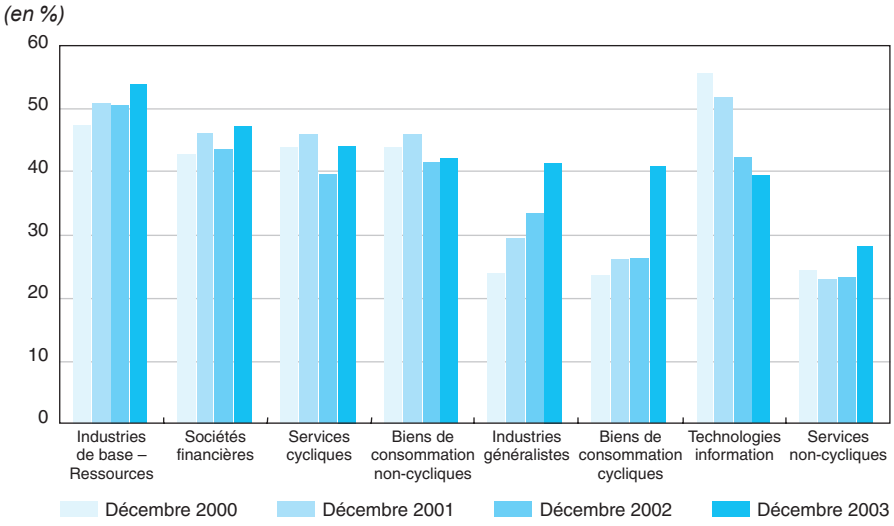
[2] Échantillon stable de trente-trois valeurs du CAC 40 représentant, au 31 décembre 2003, 90 % de la capitalisation boursière totale des quarante valeurs composant l'indice. Pour plus de précisions méthodologiques, voir l'article du *Bulletin* mentionné page précédente.

Ventilation sectorielle

Les entreprises les plus investies par les non-résidents restent celles des industries de base et ressources (54 %, en hausse de 3,2 points) et les sociétés financières (47,2 %, en hausse de 3,6 points). Depuis fin 2000, les non-résidents se sont massivement retirés des entreprises du secteur des technologies de l'information : alors qu'ils en détenaient 55,8 %, ils n'en détiennent plus que 39,5 %.

La plus forte augmentation annuelle concerne le secteur des biens de consommation cycliques, dont la détention a augmenté de dix points, à 40,9 %.

Graphique 2
Taux de détention par les non-résidents du capital des entreprises du CAC 40 selon leurs secteurs d'activité



Source : Banque de France – Direction de la Balance des paiements

Ventilation géographique

Les résultats de l'enquête CPIS [3] à fin 2003 n'étant pas encore disponibles, il est difficile d'estimer aujourd'hui les détenteurs non résidents finaux des actions du CAC 40. Une approximation est néanmoins possible en appliquant au taux de 43,9 % la ventilation des détenteurs à fin 2002 d'actions françaises : la zone euro détiendrait alors 17,6 % du capital des entreprises du CAC 40 à fin 2003, les États-Unis 13,1 % et le Royaume-Uni 6,5 %.

[3] *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS). Coordonnée au niveau mondial par le Fonds monétaire international (FMI), cette enquête sur les investissements de portefeuille transfrontières permet à chaque pays déclarant ses stocks de titres étrangers (actions, obligations, instruments de marché monétaire) de connaître la nationalité des détenteurs finaux des titres émis par ses résidents.

Évolution sur les six premiers mois de 2004

Les estimations à fin d'année, qui se basent sur les stocks recensés lors d'enquêtes annuelles, sont les plus précises. Il est néanmoins possible d'estimer des stocks à partir des seuls flux de balance des paiements et de l'évolution des cours boursiers. Selon cette méthode, le taux de détention par les non-résidents de la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40 progresserait très légèrement pour s'établir à 44,2 % à fin juin 2004.

Enquête financière – Quatrième trimestre 2004

Méthodologie de l'enquête

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

Vue d'ensemble

Selon les établissements bancaires interrogés, au quatrième trimestre 2004 la situation de trésorerie des entreprises apparaît un peu moins large qu'au trimestre précédent, en particulier dans les petites et moyennes entreprises.

Les difficultés de paiement se sont légèrement atténuées par rapport au trimestre précédent.

Les résultats bruts d'exploitation, comme les besoins en fonds de roulement, ont continué de progresser.

Les besoins de financement à long terme, ainsi que les projets d'investissement, se sont accrus.

Le patrimoine financier des particuliers n'a guère varié par rapport au troisième trimestre.

Le niveau d'endettement global des particuliers s'est légèrement contracté au cours du troisième trimestre ; les difficultés de paiement ont faiblement augmenté.

Au cours du premier trimestre 2005, la demande globale de crédit devrait se renforcer.

Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Le comportement des établissements de crédit

Le comportement des établissements de crédit

(solde des opinions)

	2003				2004			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Rémunération des placements :								
des particuliers	- 23	- 26	- 30	- 9	- 10	2	0	- 1
des entreprises	- 24	- 29	- 18	- 7	- 7	- 2	- 1	- 8
Taux des crédits :								
aux particuliers	- 43	- 54	- 5	- 2	- 26	14	- 8	- 20
aux entreprises	- 21	- 43	- 4	1	- 14	1	- 14	- 16
Prix des services :								
aux particuliers	16	9	5	9	11	7	11	8
aux entreprises	18	4	8	7	8	5	3	6
Marges bancaires	- 16	- 9	- 4	- 3	- 16	- 19	- 16	- 17
Évolution prévue de la demande de crédit	5	18	22	27	26	23	27	24

Au quatrième trimestre, la concurrence entre les établissements de crédits est vive dans la distribution du crédit aux particuliers, notamment pour les prêts immobiliers.

Les conditions créditrices et, plus encore, débitrices se sont repliées.

Parallèlement, les marges bancaires se sont un peu contractées, en liaison avec une baisse des taux d'intérêt.

Les prix des services ne progressent que très légèrement d'un trimestre à l'autre, la plupart des revalorisations auront lieu en début d'année 2005.

Pour les prochains mois, les établissements de crédit prévoient une croissance toujours soutenue de la demande globale de crédit.

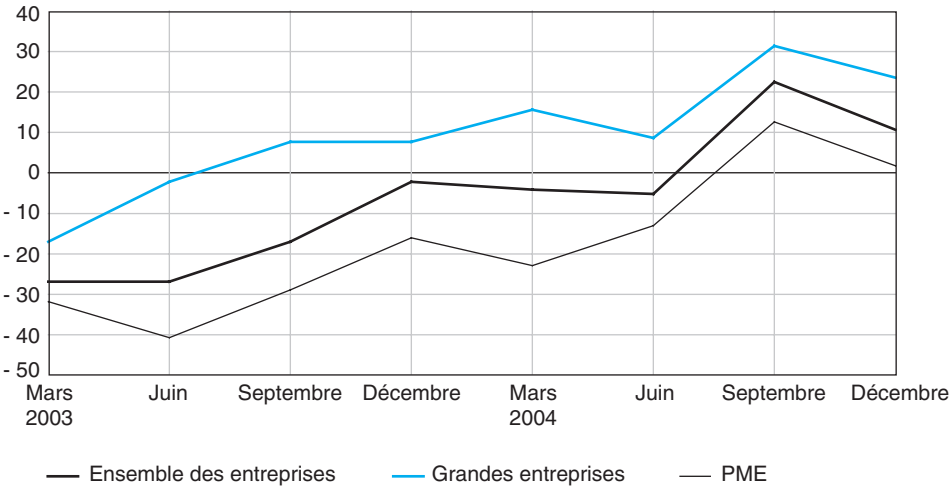
2. Le comportement des entreprises

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'ensemble des entreprises

	2003				2004			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Situation de trésorerie en fin de période								
Ensemble des entreprises	- 27	- 27	- 17	- 2	- 4	- 5	23	11
Grandes entreprises	- 17	- 2	8	8	16	9	32	24
PME	- 32	- 41	- 29	- 16	- 23	- 13	13	2
Situation de trésorerie prévue								
Ensemble des entreprises	- 21	- 15	- 23	6	- 5	0	3	7
Grandes entreprises	- 16	3	11	14	7	12	7	18
PME	- 24	- 16	- 26	6	- 15	- 2	2	2
Difficultés de paiement	17	17	15	8	2	3	- 4	- 3
Résultats bruts d'exploitation	- 41	- 41	- 39	- 14	- 20	- 3	5	10
Besoins en fonds de roulement	18	11	14	9	19	13	1	3
Investissements globaux	- 60	- 16	- 13	15	- 13	14	9	12
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme	- 12	7	8	8	- 5	5	- 11	- 2
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes	- 43	- 13	6	28	- 2	17	11	15
Situation de l'endettement global	- 1	2	8	15	- 1	- 1	- 13	1
Dépôts à vue (encours moyen)	- 24	- 1	2	1	1	9	17	22
Placements nouveaux liquides	- 25	- 13	- 15	- 20	- 13	- 5	- 5	3
Placements nouveaux en titres négociables	- 22	- 2	1	- 5	8	0	8	15
dont : Titres d'OPCVM	*- 19*	*- 2*	*6*	*- 1*	*5*	*4*	*12*	*18*
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	10	16	19	24	17	16	11	5
Évolution prévue de la demande de crédits à moyen et long termes	- 16	4	12	28	19	20	23	12

Situation de trésorerie des entreprises

(solde d'opinions – séries brutes)



La trésorerie des entreprises s'est resserrée, mais elle demeure globalement satisfaisante et largement supérieure à sa moyenne de longue période.

Au cours des prochains mois, les trésoreries devraient connaître un léger redressement pour l'ensemble des entreprises ; la situation des grandes firmes demeurerait plus favorable que celle des petites et moyennes.

Les résultats bruts d'exploitation se sont améliorés, mais les besoins en fonds de roulement se sont légèrement accrus, sous l'effet de l'allongement des délais de règlement et du coût relativement élevé des matières premières.

Les difficultés de paiement se sont atténuées et ne concernent qu'un nombre réduit de firmes; les autorisations nouvelles et les renouvellements de crédit à court terme ont peu évolué : les banques font toujours preuve de prudence dans l'octroi de concours à de nouveaux clients, et les entreprises sollicitent moins souvent qu'auparavant la simple reconduction des autorisations existantes.

Les investissements globaux sont apparus légèrement plus soutenus qu'au trimestre précédent, entraînant une progression des demandes de prêts à moyen et long termes.

L'endettement global évolue peu.

Les encours des dépôts à vue, en attente d'emploi, continuent de se reconstituer durant la période sous revue.

Les placements nouveaux, quelle que soit leur forme (liquides ou en titres négociables), ont progressé.

Au cours des prochains mois, selon les établissements de crédit interrogés, la demande de crédit de trésorerie devrait enregistrer une hausse d'ampleur plus modérée qu'au quatrième trimestre 2004 ; de même, la demande de prêts à moyen et long termes progresserait moins vivement qu'au trimestre précédent.

3. Le comportement des particuliers

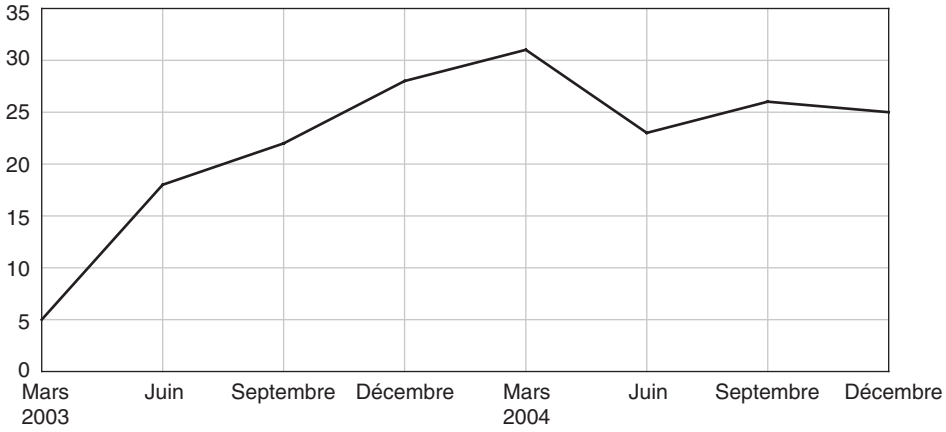
3.1. Les comportements d'épargne

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'épargne des particuliers

	2003				2004			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Situation du patrimoine financier	5	18	22	28	31	23	26	25
Encours moyen des dépôts à vue	7	21	16	30	28	37	26	29
Encours moyen des livrets	49	45	16	25	22	15	22	31
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt	- 25	- 36	- 33	- 35	- 24	- 8	- 8	- 21
Placements nouveaux en PEL	11	0	10	7	- 9	- 20	- 19	- 3
Placements en actions	- 61	- 34	- 17	7	13	9	- 8	- 1
Placements en obligations	- 13	- 12	- 14	- 13	- 3	- 2	- 4	- 2
Placements en OPCVM court terme	- 5	- 3	- 1	4	10	- 1	5	- 3
Placements en autres OPCVM	- 10	- 3	8	12	28	21	9	15

Patrimoine financier des particuliers

(solde d'opinions – séries brutes)



La situation du patrimoine financier des ménages n'a guère varié au cours du quatrième trimestre.

Les encours moyens des dépôts à vue et des livrets ont continué de progresser, en liaison avec les encaissements traditionnels du mois de décembre (versement des primes de fin d'année, treizième mois…) conjugués au déblocage exceptionnel de l'épargne salariale et aux mesures fiscales liées aux donations effectuées au profit des enfants et des petits-enfants.

Parallèlement, les placements en comptes à terme et en certificats de dépôt et, dans une moindre mesure, les placements nouveaux en PEL se sont réduits.

Le succès de l'assurance, et plus particulièrement de l'assurance vie, ne diminue pas.

Dans le même temps, le PERP (plan épargne retraite populaire) connaît un démarrage assez lent malgré une forte sollicitation des épargnants.

Les placements nouveaux en obligations et en actions ont, de nouveau, légèrement diminué.

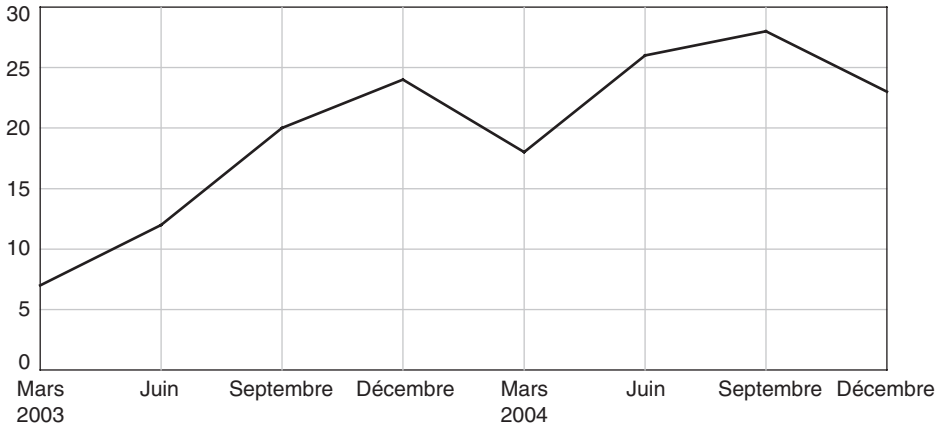
3.2. Les comportements d'endettement

Solde des opinions portées par les établissements de crédit sur l'endettement des particuliers

	2003				2004			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
Situation de l'endettement global	7	12	20	24	18	26	28	23
Difficultés de paiement	10	7	7	9	5	0	4	3
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	- 3	19	21	14	2	10	7	6
Utilisations nouvelles de prêts personnels	10	30	22	31	10	21	24	22
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers	46	65	62	63	56	74	49	43
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie	17	14	14	17	24	21	17	17
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers	33	32	26	33	44	39	18	22

Endettement global des particuliers

(solde d'opinions – séries brutes)



Au cours du quatrième trimestre, l'endettement global des ménages s'est légèrement contracté.

Les difficultés de paiement ont faiblement progressé en fin de période.

Les utilisations nouvelles de crédits de trésorerie et les utilisations nouvelles de prêts personnels augmentent en raison, notamment, de la hausse des dépenses de consommation des ménages.

Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont progressé à un rythme légèrement moins soutenu qu'aux trimestres précédents : si le nombre des opérations semble, selon certains banquiers, se réduire quelque peu, en revanche, les montants des opérations immobilières connaissent une progression continue, en liaison avec la hausse des prix.

Les prévisions des établissements interrogés sont plutôt confiantes pour la période à venir. Ainsi, au cours des prochains mois, une augmentation de la demande est attendue : elle serait soutenue pour les crédits immobiliers, plus faible pour les crédits de trésorerie.

Résumés d'études

*Le texte intégral des études résumées ci-après est disponible sur le site Internet de la Banque de France (*www.banque-france.fr*).*

Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004

Les résultats de l'enquête-titres du troisième trimestre 2004 évaluent à 0,6 % la progression du montant des portefeuilles de valeurs mobilières par rapport à juin 2004. Les effets de valorisation, fortement positifs pour les titres obligataires du fait de la baisse des rendements observée sur la période, y ont très largement contribué et ont représenté, au total, plus de 9,9 milliards d'euros. Les titres étrangers ont fait l'objet de flux d'achats nets substantiels alors que les titres français ont enregistré des cessions nettes. Au total, les flux d'achats nets de valeurs mobilières ont atteint un montant de 17,3 milliards d'euros.

La part des portefeuilles consacrée à la détention directe d'actions atteignait 31,2 % de l'ensemble à fin septembre 2004. Les non-résidents et les sociétés non financières ont procédé à des acquisitions nettes d'actions, les ménages, les administrations publiques (cession par l'État de 9,6 % du capital de France Télécom) et les investisseurs institutionnels à des cessions nettes.

Les portefeuilles obligataires, soit 45,3 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin septembre 2004, ont été marqués par un net renforcement en titres étrangers, à hauteur de 20,9 milliards d'euros. Les achats nets des résidents (+ 11,2 milliards d'euros) ont été très majoritairement le fait des investisseurs institutionnels (+ 11,4 milliards d'euros). Pour leur part, les non-résidents ont investi en obligations à hauteur de 7,1 milliards d'euros (1,7 milliard d'euros en obligations françaises et 5,4 milliards d'euros en obligations étrangères).

Les placements en titres d'OPCVM représentaient 23,6 % du total des portefeuilles à fin septembre, sans grand changement d'une fin de trimestre à l'autre. Les titres d'OPCVM monétaires ont donné lieu à de très importants allers et retours, qui se sont soldés par des désinvestissements nets de 1,6 milliard d'euros. Les OPCVM non monétaires ont drainé 2,5 milliards d'euros de souscriptions nettes de la part des investisseurs résidents et non-résidents.

L'ouverture internationale de la place de Paris reste forte, comme en témoigne le maintien de la prépondérance des non-résidents dans les transactions sur actions françaises cotées.

Isabelle GEST
Alain DAJEAN
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004

Exprimés en dollars, les cours mondiaux de matières premières ont, dans l'ensemble, évolué de façon contrastée, en glissement annuel :

- *les cours des denrées alimentaires se sont tous inscrits à la baisse sur un an, à l'exception de ceux du café et du sucre ;*
- *s'agissant des prix des produits agricoles à usage industriel, les cours de la laine et de la pâte à papier ont progressé, tandis que ceux du caoutchouc et du coton ont diminué ;*
- *les métaux non ferreux se sont tous accrus, hormis ceux du nickel.*

En dépit d'une baisse en fin d'année 2004, en raison d'un hiver clément aux États-Unis et en Europe et du niveau des stocks américains de pétrole brut jugé satisfaisant, les cours du pétrole ont enregistré une progression sensible sur un an. Ainsi, le prix du Brent*, pétrole brut de référence de la mer du Nord, s'est établi, en moyenne, à 39,69 dollars en décembre 2004, en hausse de 33,4 % par rapport à décembre 2003.*

L'indice Banque de France, qui reflète le coût en euros des matières premières importées, hors énergie, est ressorti, en décembre 2004, en hausse de 2,2 % en glissement annuel, tandis que l'euro s'est raffermi de 9,1 %, sur un an, par rapport au dollar.

Évelyne EAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

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			
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T3	T4	T1	T2	T3	T4
France	2,1	1,1	0,6	1,0	0,6	0,6	0,6	0,0		0,5	1,3	1,8	2,9	1,9	
Allemagne	0,8	0,1	- 0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,1		- 0,3	0,2	1,5	1,9	1,3	
Autriche	0,8	1,2	0,8	0,2	0,3	0,5	0,8	0,8		0,8	1,1	1,3	1,8	2,5	
Belgique	0,9	0,9	1,3	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7		1,0	1,7	2,2	2,9	2,9	
Espagne	2,8	2,2	2,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6		2,6	2,8	2,7	2,6	2,6	
Finlande	1,0	2,3	2,1	0,6	0,3	1,1	0,8	1,1		2,3	1,6	2,8	2,7	3,3	
Grèce	4,3	3,6	4,5	1,9	- 0,3	2,9	- 0,6	1,8		4,6	4,5	4,0	3,9	3,8	
Irlande	6,0	6,1	3,7	- 2,4	5,4	0,9	0,3	- 0,3		0,5	5,1	6,1	4,1	5,8	
Italie	1,7	0,4	0,4	0,4	0,0	0,5	0,4	0,4		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	0,2	0,5	0,8	- 0,1	0,3		- 1,4	- 0,5	0,8	1,4	1,5	
Portugal	1,7	0,4	- 1,2	- 0,2	- 0,2	1,1	1,2	- 1,2		- 1,0	- 0,1	0,5	1,8	0,8	
Zone euro	**1,6**	**0,9**	**0,5**	**0,5**	**0,4**	**0,7**	**0,5**	**0,3**		**0,4**	**0,8**	**1,4**	**2,1**	**1,8**	
Chypre	4,0	2,0	2,0	1,2	1,5	0,4	0,9	0,7		1,9	3,1	3,6	4,1		
Danemark	1,6	1,0	0,4	0,7	0,6	0,8	0,3	0,1		0,4	1,4	1,7	2,4	1,9	
Estonie	6,4	7,2	5,1	1,8	1,3	1,2	1,3	1,9		5,2	6,2	6,8	5,9	6,1	
Hongrie	3,8	3,5	3,0	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9		3,0	3,8	4,3	4,2	3,7	
Lettonie	8,0	6,4	7,5							7,3	7,5	8,8	7,7	9,1	
Lituanie	6,4	6,8	9,7	2,7	1,9	0,3	2,3	1,5	2,0	9,3	11,5	7,1	7,3	5,8	6,4
Malte	- 2,4	2,6	- 0,3							- 1,6	2,9	2,1	- 1,6	1,4	
Pologne	1,0	1,3								3,9					
Royaume-Uni	2,3	1,8	2,2	0,9	1,0	0,7	0,9	0,5		2,0	2,7	3,0	3,5	3,1	
Slovaquie	3,8	4,6	4,5	1,3	1,5	1,2	1,3	1,3		4,5	5,2	5,4	5,5	5,3	
Slovénie	2,7	3,3	2,5	1,0	0,5					2,6	2,9	3,9	4,7	4,9	
Suède	1,2	2,0	1,6	0,7	0,8	0,9	1,0	0,9		1,6	2,2	2,7	3,4	3,7	
République tchèque	2,6	1,5	3,7	0,7	0,7					4,0	4,0	3,5	3,9	3,6	
Union européenne	**1,7**	**1,1**	**0,9**	**0,6**	**0,5**	**0,7**	**0,5**	**0,3**		**0,8**	**1,2**	**1,7**	**2,4**	**2,1**	
États-Unis	0,8	1,9	3,0	1,8	1,0	1,1	0,8	1,0	0,8	3,5	4,4	5,0	4,8	4,0	3,7
Japon	0,2	- 0,3	1,3	0,6	0,9	1,7	- 0,1	0,1		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 7 février 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	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	3,3
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	0,1
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	3,1
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	2,4
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	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**	**2,4**
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	3,9
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	5,5
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	7,4
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	2,8
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	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	4,4
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	1,6
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	5,8
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	0,9
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**	**2,4**
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	3,6	3,4
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	0,2

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

Sources : Eurostat, données nationales

Réalisé le 7 février 2005
DEER – ECOET – Tél. 01 42 92 29 92

Tableau 3
Taux de chômage

(en % de la population active, données cvs)

	2004													2005
	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octobre	Nov.	Déc.	Moy.	Janv.
France	9,9	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	
Allemagne	10,2	10,3	10,4	10,5	10,5	10,5	10,6	10,6	10,7	10,7	10,8	10,8	10,6	11,4
Autriche	4,5	4,5	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	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	7,8	
Espagne	11,1	11,1	11,1	11,0	10,9	10,9	10,7	10,7	10,6	10,5	10,4	10,4	10,8	
Finlande	8,9	8,8	9,0	9,3	9,1	8,7	9,1	9,0	8,1	8,6	8,7	8,5	8,8	
Grèce	10,7	10,7	10,7	10,5	10,5	10,5								
Irlande	4,4	4,5	4,5	4,6	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,2	4,2	4,4	4,2
Italie			8,2			8,0			8,0					
Luxembourg (a)	4,5	4,4	4,2	4,2	3,9	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3	4,4	4,5	4,2	
Pays-Bas	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3	4,2	
Portugal	6,2	6,2	6,4	6,5	6,5	6,7	6,8	6,8	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	
Zone euro	**9,0**	**9,0**	**9,0**	**8,8**	**8,8**	**8,8**	**8,8**	**8,9**	**8,9**	**8,8**	**8,8**	**8,9**	**8,9**	
Chypre	5,0	5,0	5,1	4,7	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,1	5,3	5,5	5,0	5,6
Danemark	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,2	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,4	
Estonie	9,9	9,8	9,8	9,7	9,6	9,5	9,3	9,1	8,8	8,5	8,4	8,3	9,2	
Hongrie	5,7	5,8	5,8	5,8	5,7	5,8	5,8	5,8	5,9	6,0	6,1	6,2	5,9	
Lettonie	9,9	9,9	9,9	9,8	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,6	9,8	
Lituanie	11,7	11,6	11,4	11,2	11,1	11,1	10,9	10,6	10,3	10,0	9,6	9,4	10,7	
Malte	7,7	7,7	7,6	7,5	7,4	7,4	7,3	7,0	7,0	7,0	6,9			
Pologne	19,1	19,1	19,0	19,0	18,9	18,8	18,8	18,7	18,6	18,6	18,4	18,3	18,8	
Royaume-Uni	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	
Slovaquie	18,4	18,5	18,6	18,6	18,5	18,3	18,0	17,8	17,7	17,5	17,2	16,9	18,0	
Slovénie	6,2	6,2	6,2	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9	5,9	5,8	5,8	6,0	
Suède	6,0	6,4	6,3	6,3	6,6	6,4	6,3	6,2	6,6	6,2	6,4	6,4	6,3	
République tchèque	8,3	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	
Union européenne	**9,1**	**9,1**	**9,1**	**9,0**	**9,0**	**9,0**	**9,0**	**9,0**	**9,0**	**8,9**	**8,9**	**8,9**	**9,0**	
États-Unis	5,7	5,6	5,7	5,5	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,5	5,4	5,4	5,5	5,2
Japon	5,0	5,0	4,7	4,7	4,6	4,6	4,9	4,8	4,6	4,7	4,5	4,4	4,7	

(a) Données brutes

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

Réalisé le 7 février 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 = 1er 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	99,0	105,5	102,1
2004	Décembre	100,0	98,6	100,0	98,7	107,2	103,6
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	100,5
	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	99,0	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	98,6	100,0	98,7	107,2	103,6
2005	Janvier	100,0	99,0	100,1	99,2	106,6	103,1

(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 7 février 2005
DGEI – DEER – Tél. 01 42 92 34 73

Tableau 5
Taux d'intérêt des marchés interbancaires

(en %)

	Août 2004		Septembre 2004		Octobre 2004		Novembre 2004		Décembre 2004		Janvier 2005	
	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	2,060	2,013	2,060	2,033	2,070	2,088	2,040	2,078	2,210	2,086	2,060	2,051
À 1 mois	2,055	2,058	2,065	2,060	2,075	2,069	2,135	2,086	2,105	2,144	2,085	2,094
À 3 mois	2,095	2,095	2,125	2,097	2,135	2,125	2,145	2,149	2,145	2,146	2,125	2,126
À 6 mois	2,135	2,138	2,185	2,176	2,175	2,167	2,175	2,195	2,195	2,182	2,165	2,170
À 1 an	2,245	2,269	2,355	2,354	2,275	2,293	2,255	2,302	2,345	2,277	2,265	2,288
Dollar												
Au jour le jour	1,570	1,448	1,880	1,605	1,860	1,776	2,100	1,953	2,290	2,176	2,360	2,262
À 1 mois	1,630	1,555	1,800	1,748	1,965	1,871	2,265	2,105	2,360	2,352	2,540	2,439
À 3 mois	1,780	1,702	1,990	1,878	2,140	2,059	2,370	2,279	2,550	2,468	2,710	2,635
À 6 mois	1,960	1,915	2,170	2,050	2,300	2,200	2,595	2,469	2,785	2,690	2,950	2,880
À 1 an	2,270	2,259	2,450	2,317	2,530	2,450	2,945	2,770	3,055	3,001	3,240	3,218
Livre sterling												
Au jour le jour	4,970	4,684	4,640	4,722	4,590	4,710	4,720	4,753	4,895	4,789	4,745	4,728
À 1 mois	4,800	4,781	4,790	4,787	4,775	4,759	4,750	4,750	4,795	4,775	4,780	4,771
À 3 mois	4,910	4,902	4,870	4,881	4,835	4,840	4,760	4,810	4,815	4,807	4,800	4,804
À 6 mois	5,025	5,039	4,940	4,976	4,885	4,898	4,810	4,862	4,830	4,829	4,835	4,817
À 1 an	5,210	5,207	5,000	5,110	4,965	4,966	4,830	4,929	4,855	4,856	4,850	4,841
Yen												
Au jour le jour	0,002	- 0,001	0,035	0,003	0,000	- 0,020	- 0,025	- 0,023	- 0,025	- 0,026	- 0,025	- 0,024
À 1 mois	- 0,010	- 0,029	- 0,035	- 0,031	- 0,025	- 0,024	- 0,050	- 0,021	- 0,025	- 0,062	- 0,015	- 0,016
À 3 mois	- 0,015	- 0,020	- 0,035	- 0,028	- 0,015	- 0,035	- 0,015	- 0,012	- 0,015	- 0,021	0,015	0,011
À 6 mois	0,015	0,010	- 0,025	- 0,015	- 0,015	- 0,026	- 0,015	- 0,015	0,015	- 0,001	0,015	0,015
À 1 an	0,035	0,047	0,015	0,021	0,015	0,057	0,060	0,028	0,015	0,041	0,015	0,027
Franc suisse												
Au jour le jour	0,240	0,237	0,580	0,300	0,550	0,533	0,550	0,494	0,525	0,596	0,445	0,621
À 1 mois	0,380	0,359	0,555	0,489	0,600	0,580	0,630	0,601	0,635	0,665	0,660	0,662
À 3 mois	0,570	0,514	0,650	0,638	0,680	0,681	0,725	0,719	0,675	0,719	0,715	0,709
À 6 mois	0,660	0,655	0,790	0,762	0,770	0,762	0,850	0,840	0,765	0,804	0,775	0,780
À 1 an	0,910	0,881	1,020	0,982	0,890	0,920	0,985	0,993	0,945	0,982	0,930	0,935

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 1er février 2005
DGO – DOM – MOPM – Tél. 01 42 92 27 67

Tableau 6
Tableau de bord de l'économie française

	Février 2004	Mars 2004	Avril 2004	Mai 2004	Juin 2004	Juillet 2004	Août 2004	Sept. 2004	Oct. 2004	Nov. 2004	Déc. 2004	Janvier 2005
Placements monétaires (taux de croissance annuel en %) (a)												
Dépôts à vue	8,1	10,1	7,9	7,1	6,9	7,3	6,1	6,7	9,1	7,8		
Comptes sur livret	8,0	7,2	6,7	6,4	6,1	5,8	6,3	6,7	7,0	7,4		
Titres d'OPCVM monétaires	7,6	7,8	7,4	4,0	4,8	6,6	7,1	7,1	7,7	8,2		
Endettement (taux de croissance annuel en %) (a)												
Crédits au secteur privé	6,3	4,4	5,3	6,2	6,3	6,7	7,0	7,5	7,8	7,4		
Endettement intérieur total	5,4	4,9	4,8	4,6	5,4	5,5	6,0	5,7	5,6	5,7		
Taux d'intérêt (en %)												
Euribor 3 mois (moyenne mensuelle)	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15
Emprunt phare 10 ans (moy. mens.)	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	
Cours de change (moyenne mensuelle, données BCE)												
EUR/USD	1,2646	1,2262	1,1985	1,2007	1,2138	1,2266	1,2176	1,2218	1,2490	1,2991	1,3408	1,3119
EUR/JPY	134,78	133,13	129,08	134,48	132,86	134,08	134,54	134,51	135,97	136,09	139,14	135,63
EUR/GBP	0,6769	0,6712	0,6653	0,6716	0,6643	0,6658	0,6694	0,6813	0,6914	0,6986	0,6950	0,6987
Indices des prix à la consommation (base 100 en 1998, variation en %)												
Variation mensuelle	0,5	0,4	0,3	0,4	0,0	- 0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	0,2	
Glissement annuel	1,8	1,7	2,1	2,6	2,4	2,3	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	
Indices de la production industrielle (base 100 en 2000, cvs/cjo, var. en %)												
Variation mensuelle	1,1	0,5	- 0,5	0,5	0,7	- 0,4	- 2,1	3,2	- 0,8	0,1		
Glissement annuel	0,7	1,5	0,9	3,6	3,8	2,4	0,4	2,9	1,3	2,1		
Demandeurs d'emploi (cvs, en %)												
Variation mensuelle	- 0,1	0,1	0,3	0,8	0,1	- 0,5	0,5	- 0,3	- 0,1	0,2	- 0,2	
Glissement annuel	3,2	2,3	2,4	2,9	2,1	2,0	2,2	0,5	0,2	0,5	- 0,1	
Taux de chômage (définition BIT)	9,8	9,8	9,8	9,8	9,9	9,8	9,9	9,9	9,9	9,9	9,9	
Commerce extérieur (cvs, en milliards d'euros)												
Importations FAB	26,81	27,30	28,01	28,48	28,95	29,59	29,79	30,05	31,06	30,59		
Exportations FAB	27,13	27,89	27,75	28,20	28,35	28,87	27,87	29,34	29,22	29,51		
Solde mensuel	0,32	0,58	- 0,26	- 0,28	- 0,60	- 0,71	- 1,93	- 0,72	- 1,84	- 1,08		
Solde cumulé sur 12 mois	1,14	1,72	1,47	1,18	0,58	- 0,13	- 2,06	- 2,77	- 4,62	- 5,70		
Transactions courantes (en milliards d'euros)												
Solde mensuel brut	0,31	- 0,25	- 3,04	- 1,74	0,83	- 1,17	- 0,47	0,75	- 3,38	0,03		
Solde cumulé sur 12 mois	4,01	2,50	4,23	1,69	0,31	- 0,59	- 2,37	- 3,02	- 3,38	- 4,13		

(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	0,2	- 0,2	0,2	- 0,5	1,0	0,6	0,6	0,6	0,0
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 février 2005
DESM – BSME – Tél. 01 42 92 29 50

Tableau 7

Réserves obligatoires
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 (à vue, à terme d'une durée ≤ 2 ans avec préavis)		Autres (a)		Dépôts (d'une durée > 2 ans avec préavis)		Autres (b)	
		Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France	Zone euro	dont France
2004	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
	Octobre	12 262,1	2 086,0	6 496,9	1 085,2	448,2	188,0	1 546,5	140,4	3 770,5	672,4
	Novembre	12 371,7	2 098,4	6 535,7	1 090,8	452,7	189,0	1 551,1	136,5	3 832,2	682,1

(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 juillet	138,0	25,5	138,8	25,6	0,8	0,1	0,0	0,0	2,00
	10 août	138,5	25,4	139,1	25,5	0,6	0,1	0,0	0,0	2,01
	7 septembre	138,7	25,4	139,3	25,5	0,6	0,1	0,0	0,0	2,02
	11 octobre	138,7	25,5	139,3	25,6	0,6	0,1	0,0	0,0	2,02
	8 novembre	137,8	25,4	138,4	25,5	0,7	0,1	0,0	0,0	2,03
	7 décembre	137,9	24,9	138,5	25,0	0,6	0,1	0,0	0,0	2,05
2005	18 janvier	138,4	25,4	139,1	25,5	0,7	0,1	0,0	0,0	2,07
	7 février	139,3	25,6		25,7		0,1		0,0	2,06

Facteurs de liquidité bancaire (encours)

(en moyenne et en milliards d'euros)

Période de constitution prenant fin le :		Billets en circulation (A)	Réserves nettes de change (B)	Dépôts des administrations publiques (C)	Divers (D)	Total (a) (T)	Concours (net) (E)	Avoirs (F)
Zone euro								
2004	6 juillet	449,1	308,2	65,0	-24,1	-181,8	320,6	138,8
	10 août	460,9	300,8	61,1	-31,8	-189,4	328,5	139,1
	7 septembre	462,8	299,4	56,3	-32,4	-187,3	326,6	139,3
	11 octobre	465,1	298,8	58,2	-32,1	-192,4	331,7	139,3
	8 novembre	469,7	298,3	55,1	-32,1	-194,4	332,8	138,4
	7 décembre	475,4	298,0	60,2	-36,0	-201,6	340,1	138,5
2005	18 janvier	496,0	290,3	45,3	-41,9	-209,1	348,2	139,1
Dont France								
2004	6 juillet	85,4	56,6	0,1	-41,0	12,1	13,5	25,6
	10 août	87,9	56,1	0,1	-43,6	11,7	13,8	25,5
	7 septembre	88,6	56,8	0,1	-41,8	9,9	15,7	25,6
	11 octobre	88,5	56,7	0,2	-42,3	10,3	15,3	25,6
	8 novembre	89,7	56,8	0,1	-47,2	14,2	11,4	25,6
	7 décembre	90,6	56,6	0,2	-45,3	11,1	13,9	25,0
2005	18 janvier	93,9	55,7	0,2	-48,2	9,8	15,7	25,5
	7 février	94,2	54,4	0,2	-48,7	8,7	16,9	25,6

(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 11 février 2005
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

(en millions d'euros)

	Année 2002 (a)	Année 2003 (c)	Septembre 2004 (c)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	Décembre 2004 (c)	12 mois 2003 (c)	12 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	**15 357**	**4 410**	**788**	**- 3 311**	**69**	**475**	**4 410**	**- 4 351**
Biens	**7 964**	**1 568**	**- 1 229**	**- 779**	**- 1 496**	**- 1 648**	**1 568**	**- 6 127**
Recettes	325 574	319 401	29 853	30 762	30 136	28 620	319 401	340 221
Dépenses	317 610	317 833	31 082	31 541	31 632	30 268	317 833	346 348
Marchandises générales	*7 906*	*2 124*	*- 1 112*	*- 746*	*- 1 455*	*- 1 540*	*2 124*	*- 5 763*
dont : Données douanières FAB-FAB	7 627	891	- 1 228	- 846	- 1 455	- 1 540	891	- 7 350
Total des corrections	279	1 233	116	100	0	0	1 233	1 587
Services	**18 174**	**12 616**	**798**	**1 265**	**1 019**	**1 241**	**12 616**	**10 580**
Recettes	91 037	87 658	7 276	7 535	6 689	7 356	87 658	87 521
Dépenses	72 863	75 042	6 478	6 270	5 670	6 115	75 042	76 941
Voyages	*13 610*	*11 636*	*868*	*1 144*	*719*	*935*	*11 636*	*10 393*
dont : Recettes	34 190	32 349	3 013	2 872	2 342	2 446	32 349	32 832
Dépenses	20 580	20 713	2 145	1 728	1 623	1 511	20 713	22 439
Total « Biens et services »	**26 138**	**14 184**	**- 431**	**486**	**- 477**	**- 407**	**14 184**	**4 453**
Revenus	**4 215**	**6 917**	**3 010**	**- 2 163**	**1 984**	**2 155**	**6 917**	**7 725**
Rémunération des salariés	8 804	8 157	706	722	718	711	8 157	8 385
Revenus des investissements	- 4 589	- 1 240	2 304	- 2 885	1 266	1 444	- 1 240	- 660
dont : *Directs*	*5 254*	*11 421*	*1 926*	*1 202*	*1 277*	*2 122*	*11 421*	*13 384*
De portefeuille	*- 7 879*	*- 12 160*	*614*	*- 4 063*	*199*	*- 123*	*- 12 160*	*- 11 541*
Autres	*- 1 964*	*- 501*	*- 236*	*- 24*	*- 210*	*- 555*	*- 501*	*- 2 503*
Transferts courants	**- 14 996**	**- 16 691**	**- 1 791**	**- 1 634**	**- 1 438**	**- 1 273**	**- 16 691**	**- 16 529**

Compte de capital : données brutes

(en millions d'euros)

	Année 2002 (a)	Année 2003 (c)	Septembre 2004 (c)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	Décembre 2004 (c)	12 mois 2003 (c)	12 mois 2004 (c)
Compte de capital	**- 186**	**- 7 671**	**422**	**34**	**264**	**88**	**- 7 671**	**1 597**
Transferts en capital	- 75	- 7 627	- 18	53	261	90	- 7 627	1 023
Acquisitions d'actifs non financiers (brevets)	- 111	- 44	440	- 19	3	- 2	- 44	574

Compte de transactions courantes : données cvs-cjo

(en millions d'euros)

	Année 2002 (a)	Année 2003 (c)	Septembre 2004 (c)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	Décembre 2004 (c)	12 mois 2003 (c)	12 mois 2004 (c)
Compte de transactions courantes	**15 709**	**4 455**	**- 19**	**- 1 204**	**- 302**	**- 1 184**	**4 455**	**- 5 141**
Biens	7 967	1 470	- 1 080	- 1 687	- 940	- 1 790	1 470	- 5 749
Marchandises générales	8 136	2 255	- 1 047	- 1 774	- 632	- 1 978	2 255	- 6 570
Services (hors voyages)	18 315	12 960	980	980	1 058	1 023	12 960	9 670
Revenus	**4 684**	**6 847**	**1 652**	**1 097**	**778**	**364**	**6 847**	**7 785**
Transferts courants	**- 15 257**	**- 16 821**	**- 1 572**	**- 1 594**	**- 1 199**	**- 781**	**- 16 821**	**- 16 848**

(a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 16 février 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 (c)	Septembre 2004 (c)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	Décembre 2004 (c)	12 mois 2003 (c)	12 mois 2004 (c)
INVESTISSEMENTS DIRECTS	**35**	**- 9 124**	**- 2 025**	**- 5 522**	**- 1 073**	**868**	**- 9 124**	**- 25 211**
Français à l'étranger	**- 51 836**	**- 50 751**	**- 5 322**	**- 7 668**	**- 1 553**	**- 1 059**	**- 50 751**	**- 46 521**
Capital social	- 41 417	- 7 369	- 1 025	- 3 074	- 947	- 2 104	- 7 369	- 23 391
Bénéfices réinvestis	9 564	- 3 984	- 531	- 531	- 531	- 531	- 3 984	- 6 372
Autres opérations	- 19 983	- 39 398	- 3 766	- 4 063	- 75	1 576	- 39 398	- 16 758
Étrangers en France	**51 871**	**41 627**	**3 297**	**2 146**	**480**	**1 927**	**41 627**	**21 310**
Capital social	36 026	16 573	1 201	404	556	918	16 573	4 684
Bénéfices réinvestis	- 4 812	120	215	215	215	215	120	2 580
Autres opérations	20 657	24 934	1 881	1 527	- 291	794	24 934	14 046
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE	**- 11 151**	**6 158**	**34 851**	**- 20 006**	**- 19 792**	**37 933**	**6 158**	**- 26 242**
Avoirs – Titres étrangers	**- 92 502**	**- 170 764**	**27 832**	**- 32 151**	**- 31 775**	**33 029**	**- 170 764**	**- 127 135**
Actions et titres d'OPCVM	- 18 191	- 42 340	13 235	- 9 510	- 13 028	13 498	- 42 340	- 35 511
Obligations et assimilés	- 60 036	- 101 390	- 107	- 20 122	- 7 724	7 207	- 101 390	- 99 528
Instruments du marché monétaire	- 14 275	- 27 034	14 704	- 2 519	- 11 023	12 324	- 27 034	7 904
Engagements – Titres français	**81 351**	**176 922**	**7 019**	**12 145**	**11 983**	**4 904**	**176 922**	**100 893**
Actions et titres d'OPCVM	- 4 830	18 121	939	2 434	- 5 069	9 552	18 121	9 365
Obligations et assimilés	85 294	144 682	7 328	7 756	16 831	6 325	144 682	73 160
dont *: OAT*	*28 183*	*36 308*	*3 498*	*- 3 072*	*5 597*	*606*	*36 308*	*24 849*
BTAN	*6 830*	*19 569*	*758*	*1 638*	*4 759*	*- 568*	*19 569*	*14 658*
Instruments du marché monétaire	887	14 119	- 1 248	1 955	221	- 10 973	14 119	18 368
dont *: BTF*	*11 509*	*15 777*	*932*	*- 912*	*- 292*	*- 2 505*	*15 777*	*2 860*
Pour mémoire :								
Total des valeurs du Trésor (OAT, BTAN, BTF)	*46 522*	*71 654*	*5 188*	*- 2 346*	*10 064*	*- 2 467*	*71 654*	*42 367*
PRODUITS FINANCIERS DÉRIVÉS	**5 507**	**- 6 068**	**1 614**	**- 614**	**1 480**	**- 719**	**- 6 068**	**6 151**
AUTRES INVESTISSEMENTS	**- 14 330**	**24 220**	**- 27 524**	**14 972**	**44 757**	**- 41 480**	**24 220**	**66 055**
Avoirs	**- 43 142**	**- 18 050**	**7 556**	**- 28 590**	**- 13 919**	**- 8 298**	**- 18 050**	**- 89 159**
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 975	- 597	87	- 196	- 91	- 187	- 597	- 2 239
Prêts	- 42 138	- 17 420	7 469	- 28 394	- 13 828	- 8 108	- 17 420	- 86 915
Banque de France	*- 4 327*	*746*	*- 4 761*	*- 3 631*	*8 085*	*- 8 622*	*746*	*9 768*
Administrations publiques	*459*	*- 2 349*	*- 2 939*	*2 982*	*- 1 853*	*417*	*- 2 349*	*1 392*
Institutions financières monétaires (d)	*- 32 689*	*- 5 980*	*19 163*	*- 28 623*	*- 12 374*	*991*	*- 5 980*	*- 91 102*
Autres secteurs (e)	*- 5 581*	*- 9 837*	*- 3 994*	*878*	*- 7 686*	*- 894*	*- 9 837*	*- 6 973*
Autres avoirs	- 29	- 33	0	0	0	- 3	- 33	- 5
Engagements	**28 812**	**42 270**	**- 35 080**	**43 562**	**58 676**	**- 33 182**	**42 270**	**155 214**
Crédits commerciaux (autres secteurs)	- 2 078	- 2 996	1 513	583	652	589	- 2 996	7 070
Prêts	30 890	45 266	- 36 593	42 979	58 024	- 33 771	45 266	148 144
Banque de France	- 1 291	1 813	- 138	1 408	1 219	- 80	1 813	1 373
– Utilisation des crédits et prêts du FMI	0	0	0	0	0	0	0	0
– Autres engagements	- 1 291	1 813	- 138	1 408	1 219	- 80	1 813	1 373
Administrations publiques	*165*	*- 502*	*201*	*- 1 000*	*2 873*	*132*	*- 502*	*1 923*
Institutions financières monétaires (d)	*29 570*	*37 051*	*- 36 648*	*41 622*	*46 936*	*- 31 515*	*37 051*	*135 361*
Autres secteurs (e)	*2 446*	*6 904*	*- 8*	*949*	*6 996*	*- 2 308*	*6 904*	*9 487*

(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 16 février 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 (c)	Septembre 2004 (c)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	Décembre 2004 (c)	12 mois 2003 (c)	12 mois 2004 (c)
Avoirs de réserve	**4 201**	**- 2 171**	**- 197**	**- 1 177**	**- 443**	**405**	**- 2 171**	**- 3 508**
Or	0	0	7	80	252	84	0	423
Avoirs en droits de tirages spéciaux	- 91	- 69	- 2	- 1	- 13	- 1	- 69	- 62
Position de réserve au FMI	- 603	- 1 087	253	- 6	13	183	- 1 087	775
Devises étrangères	4 895	- 1 015	- 455	- 1 250	- 695	139	- 1 015	- 4 644
Créances sur la BCE	0	0	0	0	0	0	0	0
Compte financier	**- 15 738**	**13 015**	**6 719**	**- 12 347**	**24 929**	**- 2 993**	**13 015**	**17 245**

(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 (c)	Septembre 2004 (c)	Octobre 2004 (c)	Novembre 2004 (c)	Décembre 2004 (c)	12 mois 2003 (c)	12 mois 2004 (c)
Total	**- 3 119**	**31 071**	**- 17 485**	**12 999**	**34 562**	**- 30 524**	**31 071**	**44 259**
Avoirs	**- 32 689**	**- 5 980**	**19 163**	**- 28 623**	**- 12 374**	**991**	**- 5 980**	**- 91 102**
Long terme	- 11 958	- 25 611	1 368	- 211	196	- 5 376	- 25 611	- 14 023
Euros	*- 9 598*	*- 17 979*	*345*	*- 645*	*525*	*- 4 229*	*- 17 979*	*- 9 661*
Devises	*- 2 360*	*- 7 632*	*1 023*	*434*	*- 329*	*- 1 147*	*- 7 632*	*- 4 362*
Court terme	- 20 731	19 631	17 795	- 28 412	- 12 570	6 367	19 631	- 77 079
Euros	*- 33 626*	*25 970*	*20 394*	*- 20 960*	*- 10 464*	*6 665*	*25 970*	*- 52 911*
Devises	*12 895*	*- 6 339*	*- 2 599*	*- 7 452*	*- 2 106*	*- 298*	*- 6 339*	*- 24 168*
Engagements	**29 570**	**37 051**	**- 36 648**	**41 622**	**46 936**	**- 31 515**	**37 051**	**135 361**
Long terme	23 725	38 976	- 1 016	5 414	- 526	2 509	38 976	20 454
Euros	*14 690*	*13 681*	*- 435*	*2 331*	*775*	*1 126*	*13 681*	*9 028*
Devises	*9 035*	*25 295*	*- 581*	*3 083*	*- 1 301*	*1 383*	*25 295*	*11 426*
Court terme	5 845	- 1 925	- 35 632	36 208	47 462	- 34 024	- 1 925	114 907
Euros	*29 323*	*- 1 694*	*- 22 518*	*22 212*	*20 818*	*- 34 359*	*- 1 694*	*43 466*
Devises	*- 23 478*	*- 231*	*- 13 114*	*13 996*	*26 644*	*335*	*- 231*	*71 441*

(a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 16 février 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	Décembre 2003	Décembre 2004
ACTIF					
Territoire national	**33,4**	**20,4**	**19,7**	**16,4**	**23,3**
Crédits	*30,7*	*17,7*	*17,0*	*11,5*	*17,7*
IFM	29,0	16,4	16,1	11,1	17,3
Administration centrale	1,4	1,0	0,6	0,2	0,2
Secteur privé	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Titres autres que des actions	*2,7*	*2,7*	*2,7*	*4,9*	*5,5*
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	2,7	2,7	4,9	5,5
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Actions et autres participations	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres États de la zone euro	**14,3**	**29,2**	**33,8**	**32,5**	**23,9**
Reste du monde	**34,5**	**29,7**	**21,0**	**18,3**	**20,5**
Avoirs en or	**28,5**	**30,6**	**31,8**	**32,1**	**30,9**
Non ventilés par zones géographiques (a)	**18,2**	**19,1**	**48,2**	**59,6**	**76,3**
TOTAL	**128,9**	**129,1**	**154,6**	**158,9**	**174,8**

(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	Décembre 2003	Décembre 2004
PASSIF					
Dépôts – Territoire national	**30,9**	**32,8**	**36,2**	**28,8**	**29,3**
IFM	*28,1*	*29,5*	*34,6*	*27,8*	*28,7*
Administration centrale	*2,0*	*2,5*	*0,8*	*0,3*	*0,3*
Autres secteurs (à vue)	*0,8*	*0,8*	*0,8*	*0,8*	*0,4*
Dépôts – Autres États de la zone euro	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres secteurs	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Dépôts – Reste du monde	**1,1**	**3,7**	**1,8**	**3,8**	**7,3**
Non ventilés par zones géographiques	**97,0**	**92,6**	**116,6**	**126,3**	**138,2**
Billets et pièces en circulation (a)	*49,2*	*34,6*	*74,2*	*85,0*	*97,8*
Titres de créance émis	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Instruments du marché monétaire	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Capital et réserves	*38,2*	*42,5*	*38,4*	*35,5*	*32,9*
Autres	*9,6*	*15,6*	*4,0*	*5,8*	*7,4*
TOTAL	**128,9**	**129,1**	**154,6**	**158,9**	**174,8**

(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 2 février 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	Décembre 2003	Décembre 2004
ACTIF					
Territoire national	**2 560,7**	**2 753,7**	**2 875,2**	**2 999,4**	**3 181,9**
Crédits	*2 003,4*	*2 127,7*	*2 209,0*	*2 265,7*	*2 396,6*
IFM	837,2	906,3	951,7	947,8	997,7
APU	121,0	118,3	126,8	142,0	139,7
Secteur privé	1 045,1	1 103,2	1 130,5	1 175,9	1 259,2
Titres autres que des actions	*368,9*	*407,0*	*416,4*	*431,2*	*457,9*
IFM ≤ 2 ans	73,5	96,6	116,2	129,8	163,6
> 2 ans	63,3	54,2	52,1	49,8	54,6
APU	147,2	151,3	152,4	157,5	150,8
Secteur privé	84,9	104,9	95,7	94,2	88,8
Titres d'OPCVM monétaires	*22,1*	*35,5*	*58,4*	*63,7*	*67,7*
Actions et autres participations	*166,3*	*183,5*	*191,4*	*238,8*	*259,7*
Autres États de la zone euro	**313,5**	**349,4**	**408,6**	**465,9**	**551,8**
Reste du monde	**467,9**	**507,0**	**513,3**	**502,8**	**602,6**
Non ventilés par zones géographiques	**394,5**	**440,2**	**364,6**	**379,1**	**411,2**
TOTAL	**3 736,6**	**4 050,4**	**4 161,7**	**4 347,1**	**4 747,5**

(encours de fin de période en milliards d'euros)

	Décembre 2000	Décembre 2001	Décembre 2002	Décembre 2003	Décembre 2004
PASSIF					
Dépôts – Territoire national	**1 754,8**	**1 838,8**	**1 920,9**	**2 047,7**	**2 152,4**
IFM	*847,4*	*868,0*	*927,0*	*933,2*	*980,9*
Administration centrale	*5,6*	*4,4*	*11,7*	*39,0*	*43,9*
Autres secteurs	*901,7*	*966,4*	*982,2*	*1 075,5*	*1 127,6*
Dépôts à vue	264,9	300,3	290,9	344,1	356,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	56,2	63,6	60,4	49,6	46,9
> 2 ans	279,8	277,5	283,3	299,3	304,9
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	274,3	294,3	319,9	351,8	377,2
Pensions	26,5	30,7	27,7	30,7	42,5
Dépôts – Autres États de la zone euro	**161,2**	**173,7**	**195,4**	**201,8**	**237,1**
IFM	*139,0*	*149,4*	*170,8*	*173,6*	*199,8*
Autres secteurs	*22,2*	*24,2*	*24,5*	*28,2*	*37,3*
Dépôts – Reste du monde	**410,7**	**450,3**	**437,3**	**429,9**	**512,7**
Non ventilés par zones géographiques	**1 410,0**	**1 587,7**	**1 608,1**	**1 667,8**	**1 845,3**
Titres de créances émis ≤ 2 ans	*163,8*	*197,1*	*206,5*	*218,3*	*259,5*
> 2 ans	*338,3*	*357,0*	*354,9*	*375,2*	*405,9*
Titres d'OPCVM monétaires	*213,3*	*258,6*	*303,8*	*327,8*	*352,9*
Capital et réserves	*249,3*	*270,5*	*284,1*	*294,9*	*307,2*
Autres	*445,1*	*504,5*	*458,8*	*451,6*	*519,7*
TOTAL	**3 736,6**	**4 050,4**	**4 161,7**	**4 347,1**	**4 747,5**

*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 2 février 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	Total	
				Encours	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 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	31,6	0,0	0,0	31,6	- 7,2
Août	32,5	0,0	0,0	32,5	- 4,2
Septembre	35,3	0,0	0,0	35,3	4,7
Octobre	36,5	0,0	0,0	36,5	7,1
Novembre	38,9	0,0	0,0	38,9	24,7
Décembre	37,7	0,0	0,0	37,7	4,6

(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 2 février 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	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	6,8	4,4	5,0	4,5	5,7
	Septembre	7,9	7,1	5,2	5,7	5,1	6,2
	Octobre	8,2	9,2	5,6	7,5	5,2	7,7
	Novembre	8,2	8,2	5,5	7,5	5,1	7,2
	Décembre	6,4	3,9	5,5	5,3	5,6	6,7

(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 2 février 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	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	6,3	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	6,1	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	6,2	6,9	6,0	7,1	6,5	7,5
	Octobre	9,8	10,9	6,7	8,5	6,1	8,4	6,7	8,3
	Novembre	9,6	9,9	6,4	8,4	5,9	7,9	6,9	8,2
	Décembre	8,1	6,1	6,4	6,3	6,4	7,4	7,0	8,5

(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 2 février 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	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	18,7	382,2	7,3
	Août	207,3	114,2	34,1	355,6	16,4	372,1	6,1
	Septembre	206,5	117,2	37,7	361,4	17,2	378,6	6,7
	Octobre	211,0	114,4	39,0	364,4	20,8	385,1	9,1
	Novembre	206,0	116,6	40,8	363,5	18,3	381,7	7,8
	Décembre	212,6	123,7	40,6	376,9	17,2	394,1	3,6

(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 2 février 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	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	97,3	367,0	6,8
	Octobre	110,7	15,9	37,6	44,6	55,3	6,0	98,4	368,6	7,1
	Novembre	110,6	15,9	37,8	44,7	55,4	6,0	98,8	369,1	7,4
	Décembre	113,6	16,3	38,4	45,6	56,7	6,1	100,4	377,2	7,2

Source : Banque de France

Réalisé le 2 février 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 (a)	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total Encours	Total 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	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	25,2	0,3	45,1	1,9	47,0	- 8,0
	Octobre	19,2	26,5	0,3	46,0	3,3	49,3	- 5,0
	Novembre	19,1	26,3	0,3	45,6	4,2	49,8	- 5,1
	Décembre	18,7	24,3	0,3	43,3	3,6	46,9	- 4,8

> 2 ans

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

		Ménages et assimilés PEL	Ménages et assimilés PEP	Ménages et assimilés Autres	Sociétés non financières	Administrations publiques hors administrations centrales	Total ANF hors administrations centrales (b)	Autres agents (c)	Total Encours	Total 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	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	16,6	11,1	0,0	287,1	10,3	297,3	1,8
	Octobre	216,8	42,1	16,6	11,1	0,0	286,7	10,4	297,1	1,6
	Novembre	216,8	41,8	16,6	11,2	0,0	286,5	10,7	297,2	1,7
	Décembre	224,1	42,5	16,1	11,7	0,0	294,3	10,2	304,9	1,9

(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 2 février 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	Total	
		Banques (a)	CDC et Caisse nationale d'épargne (a)	Établissements spécialisés (b)	institutions financières monétaires (c)	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	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	17,3	1 372,3	7,9
	Septembre	1 041,6	114,8	201,8	17,2	1 375,3	7,8
	Octobre	1 050,8	112,2	202,0	17,7	1 382,8	7,6
	Novembre	1 059,5	102,2	205,8	18,1	1 385,7	7,0
	Décembre	1 068,9	102,6	210,7	17,2	1 399,3	7,0

(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	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	1 233,3	7,3	142,0	12,0	1 375,3	7,8
	Octobre	1 246,1	7,7	136,7	7,0	1 382,8	7,6
	Novembre	1 253,2	7,6	132,5	1,8	1 385,7	7,0
	Décembre	1 259,5	7,9	139,8	- 0,4	1 399,3	7,0

Source : Banque de France

Réalisé le 2 février 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	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	212,2	141,8	176,3	530,4	3,8
	Octobre	212,9	144,2	177,6	534,6	4,3
	Novembre	213,8	141,4	177,6	532,8	4,0
	Décembre	216,4	142,5	181,2	540,1	5,7

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

Source : Banque de France

Réalisé le 2 février 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	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	408,0	116,2	82,7	606,8	9,4
	Juillet	414,7	116,2	82,9	613,8	9,6
	Août	418,4	115,4	83,0	616,8	9,9
	Septembre	421,7	115,8	83,0	620,5	9,4
	Octobre	423,6	116,5	82,3	622,4	9,0
	Novembre	426,1	117,5	82,6	626,2	9,2
	Décembre	430,7	118,4	81,9	631,0	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 2 février 2005
DESM – SASM – Tél. 01 42 92 49 15

Tableau 21
Endettement des sociétés non financières sur les marchés

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

		≤ 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	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	264,6	308,1	- 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	265,1	304,9	- 0,6
	Décembre	35,6	265,4	301,1	- 0,7

Source : Banque de France

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

Tableau 22
Endettement des administrations publiques sur les marchés

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

		≤ 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	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	783,4	891,7	7,0
	Décembre	101,3	788,0	889,3	7,3

Source : Banque de France

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

Tableau 23
Endettement intérieur total (EIT)
Répartition par agents

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

		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	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	623,4	1 121,0	1 034,9	2 779,3	5,3
	Juillet	630,6	1 126,8	1 020,0	2 777,4	5,5
	Août	633,6	1 129,1	1 024,9	2 787,6	5,9
	Septembre	637,2	1 129,8	1 030,3	2 797,3	5,6
	Octobre	639,1	1 139,3	1 024,6	2 803,0	5,6
	Novembre	643,1	1 136,0	1 035,7	2 814,8	5,7
	Décembre	648,0	1 141,9	1 040,6	2 830,5	6,1

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

Source : Banque de France

Réalisé le 4 février 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 Décembre 2004	Taux de croissance annuel Décembre 2002	Décembre 2003	Novembre 2004	Décembre 2004
Endettement intérieur total	**2 830,5**	**5,4**	**6,3**	**5,7**	**6,1**
Ménages et assimilés (a)	648,0	7,0	7,6	9,1	9,0
≤ 1 an	37,0	3,9	6,1	3,1	2,8
> 1 an	611,0	7,2	7,7	9,4	9,4
Sociétés non financières	1 141,9	2,8	1,7	3,7	4,7
≤ 1 an	409,4	- 4,1	4,4	6,6	8,3
> 1 an	732,5	6,7	0,4	2,1	2,7
Administrations publiques	1 040,6	7,6	11,0	6,1	5,9
≤ 1 an	142,8	40,8	25,8	- 2,4	- 5,6
> 1 an	897,8	2,9	8,4	7,6	8,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**1 362,1**	**5,0**	**4,1**	**5,9**	**6,3**
Ménages et assimilés (a)	648,0	7,0	7,6	9,1	9,0
≤ 1 an	37,0	3,9	6,1	3,1	2,8
> 1 an	611,0	7,2	7,7	9,4	9,4
Sociétés non financières	572,4	3,0	- 1,0	3,7	5,2
≤ 1 an	145,0	- 7,3	13,3	3,3	5,6
> 1 an	427,5	6,4	- 5,0	3,8	5,1
Administrations publiques	141,7	5,2	10,3	1,3	- 0,9
≤ 1 an	31,9	57,9	67,0	6,1	- 1,7
> 1 an	109,8	- 0,6	0,3	- 0,1	- 0,7
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	**268,4**	**4,9**	**4,3**	**9,1**	**10,1**
Financements de marchés	**1 190,4**	**6,1**	**9,5**	**4,9**	**5,1**
Sociétés non financières	301,1	0,8	4,8	- 0,6	- 0,7
≤ à 1 an	35,6	- 24,9	- 20,2	0,9	3,9
> à 1 an	265,4	7,0	9,1	- 0,8	- 1,3
Administrations publiques	889,3	8,4	11,4	7,0	7,2
≤ à 1 an	101,3	68,1	23,3	- 4,3	- 6,8
> à 1 an	788,0	3,5	9,8	8,7	9,4
Financement monétaire du Trésor public	**9,6**	**1,2**	**8,2**	**- 4,2**	**- 5,3**

(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 4 février 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	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
	Décembre	2,25	2,56	2,15	2,83

(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 2 février 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)	Crédits aux sociétés non financières (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	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
	Décembre	9,97	3,89	3,60	2,67

(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 2 février 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 1er octobre 2004	Taux effectif pratiqué au 4e trimestre 2004	Seuil de l'usure applicable à compter du 1er janvier 2005
Crédits aux particuliers			
Crédits immobiliers			
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
Crédits de trésorerie			
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 2005)

(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
OAT€i 1,6 % Juillet 2015													
Valeur nominale	1 297												1 297
Prix d'émission	101,92												
Émission brute	1 322												1 322
OAT 4 % Octobre 2014 personnes physiques													
Valeur nominale	21												21
Prix d'émission	104,72												
Émission brute	22												22
OAT 4 % Octobre 2014													
Valeur nominale	4 037												4 037
Prix d'émission	102,70												
Émission brute	4 146												4 146
OATi 3,4 % Juillet 2029													
Valeur nominale	434												434
Prix d'émission	132,96												
Émission brute	577												577
OAT 4,75 % Avril 2035													
Valeur nominale	2 629												2 629
Prix d'émission	108,03												
Émission brute	2 840												2 840
TOTAL													
Valeur nominale	8 418												8 418
Émissions brutes	8 907												8 907
Amortissements	0												0
Émissions nettes	- 4 238												8 907
TOTAL CUMULÉ 2005													
Valeur nominale	8 418												
Émissions brutes	8 907												
Amortissements	0												
Émissions nettes	- 4 238												
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	

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 1er février 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28
Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en janvier 2005)

(montants en millions d'euros, prix d'émission et taux en %)

Nom de l'émetteur	Renvoi n° (a)	Code secteur	Montant (b)	Prix d'émission	Taux nominal	Taux actuariel (c)	Date d'amortissement final	Date de règlement
Marché parisien								
OAT 4,75 % Avril 2035	1	95	2 840,11	108,03	4,75	4,27	25.04.2035	11.01.2005
OAT 4 % Octobre 2014	1	95	4 145,99	102,70	4,00	3,67	25.10.2014	11.01.2005
OAT 4 % Octobre 2014 personnes physiques	2	95	21,68	104,72	4,00	3,42	25.10.2014	25.01.2005
OATi 2,50 % Juillet 2013 personnes physiques	3	95	0,08	115,85	2,50	1,10	25.07.2013	25.01.2005
OATi 3,40 % Juillet 2029	4	95	577,05	132,96	3,40	1,74	25.07.2029	25.01.2005
OAT€i 1,60 % Juillet 2015	5	95	1 321,90	101,92	1,60	1,40	25.07.2015	25.01.2005
Casino Guichard Perrachon								
7,50 %/Euribor 3m Janvier 2005 TSDI	6	28	500,00	100,00				20.01.2005
CFF 3,75 % Janvier 2005 OF	7	49	1 484,96	99,00	3,75		24.01.2017	24.01.2005
Cadesi 1,85 % Janvier 2005	8	96	306,72	102,24	1,85		25.07.2019	28.01.2005
CRH 4,10 % Janvier 2005	9	65	112,99	102,72	4,10	3,79	25.10.2015	31.01.2005
TOTAL			**11 311,48**					
(Pour mémoire coupon couru)			*146,20*					

(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 1er février 2005
DBDP – SERIB – Tél. 01 42 92 49 23

Tableau 28 (suite)

Émissions obligataires (tous émetteurs confondus, réglées en janvier 2005) (suite)

Renvois relatifs aux émissions du mois

1 **Procédure d'adjudication au prix demandé** : le prix d'émission ainsi que le taux actuariel retenus sont des données moyennes pondérées par les soumissions retenues.

2 **OAT 4 % Octobre 2014 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 octobre 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,02992 euro par obligation. **Assimilation** le 25 octobre 2005 à « l'OAT 4 % Octobre 2014 » (ISIN FR0010112052).

3 **OAT 2,50 % Juillet 2013 destinées aux personnes physiques**. Exceptionnellement, **le premier coupon**, payable le 25 juillet 2005 sera calculé *prorata temporis* et s'élèvera à 0,0124 euro par obligation. **Assimilation** le 25 juillet 2005 à « l'OAT 2,50 % Juillet 2013 » (ISIN FR0000188955)

4 **OATi 3,40 % Juillet 2029 indexée sur l'inflation.** L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 3,40 %, calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,09321 au 20 janvier 2005). **Remboursement** le 25 juillet 2029 à un prix correspondant au montant nominal (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.

5 **OATi 1,60 % Juillet 2015 indexée sur l'inflation**. L'OAT bénéficiera d'un coupon annuel fixe de 1,60%, calculé sur le nominal multiplié par le coefficient d'indexation (1,00601 au 20 janvier 2005). **Remboursement** le 25 juillet 2011 à un prix correspondant au montant nominal (1 euro) multiplié par le coefficient d'indexation.

6 **Titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) :** pour la période du 20/01/2005 au 20/01/2008, intérêt à taux fixe 7,5 % l'an payable annuellement à terme échu les 20 janvier 2006, 2007 et 2008. À compter du 20 janvier 2008 (inclus) : taux variable, payable trimestriellement à terme échu les 20 janvier, avril, juillet et octobre de chaque année, le 1er paiement d'intérêt variable devant être effectué le 20 avril 2008.

7 **Obligations foncières émises dans le cadre du programme *euro medium terms notes*** (EMTN).

8 **Cades 1,85 % Juillet 2019. 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 (1,00620 au 28 janvier 2005).

9 **Assimilation immédiate** à l'emprunt « CRH 4,10 % Novembre 2004 » (ISIN FR0010134379).

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		
	Décembre	12 mois	Décembre	12 mois	Novembre	Décembre	12 mois	Novembre	Décembre	12 mois
Émissions en euros	**8,9**	**267,4**	**1,3**	**112,9**	**23,4**	**16,3**	**255,5**	**16,1**	**10,4**	**75,2**
Administrations publiques	0,1	135,8	0,0	65,0	12,8	4,3	144,6	12,4	3,7	63,2
dont : *État*	*0,0*	*120,2*	*0,0*	*50,1*	*12,6*	*0,0*	*132,0*	*12,3*	*- 0,5*	*55,6*
Institutions financières monétaires	6,5	77,0	- 0,3	26,2	8,5	9,4	80,8	2,5	4,6	19,3
Institutions financières non monétaires	0,0	2,8	0,0	0,7	0,0	1,0	2,2	- 0,2	1,0	- 0,7
Sociétés non financières	2,3	51,8	1,5	21,0	2,1	1,7	27,9	1,5	1,1	- 6,6
Émissions en devises	**2,7**	**29,7**	**1,9**	**11,1**	**4,8**	**2,8**	**32,9**	**4,1**	**1,9**	**16,7**
Administrations publiques	0,2	0,5	0,2	- 0,2	3,0	1,0	5,0	3,0	1,0	4,5
Institutions financières monétaires	1,3	22,9	0,6	8,7	1,4	1,4	22,1	0,8	0,6	9,0
Institutions financières non monétaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sociétés non financières	1,2	6,3	1,1	2,6	0,5	0,4	5,8	0,3	0,3	3,2

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**	**1 363,5**	**1 379,1**	**1 389,7**
Administrations publiques	630,6	655,0	718,8	765,5	777,9	781,7
dont : *État*	*600,4*	*627,9*	*676,9*	*720,2*	*732,5*	*732,0*
Institutions financières monétaires	301,7	306,0	332,6	344,1	346,6	351,5
Institutions financières non monétaires	29,6	31,1	31,8	30,3	30,2	31,2
Sociétés non financières	196,2	212,8	233,7	223,6	224,5	225,4
Titres en devises	**123,8**	**108,0**	**104,7**	**115,5**	**117,0**	**116,6**
Administrations publiques	4,6	2,5	2,1	2,6	5,5	6,4
Institutions financières monétaires	74,7	64,2	63,8	71,4	70,5	69,7
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	41,0	40,6	40,0

Source : Banque de France

Réalisé le 1er février 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	
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	5,4	14,8	0,2	1,2	347,2
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	192,6	61,9	47,5	33,3	2,0	5,6	13,9	0,0	1,1	357,9
2005										
Janvier	194,4	67,5	46,3	27,4	2,1	5,7	15,7	0,0	1,1	360,2

(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 14 février 2005
DCSF – 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	306,7
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	221,5
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	110,1
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	36,0
Source : Position extérieure	37,8	39,4	39,2	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	42,2
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	28,9
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 5e 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	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		
	Décembre	9 831			408		

Source : Banque de France

Réalisé le 28 janvier 2005
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	Novembre 2004	Décembre 2004
Sicav	**335,0**	**324,7**	**286,2**	**294,7**	**287,7**	**253,1**	**246,0**
Monétaires	127,4	139,6	147,0	151,7	145,0	141,0	133,6
Obligations	58,2	56,3	49,9	46,1	44,9	37,5	37,1
Actions	105,1	89,7	61,5	68,5	69,2	50,9	51,4
Diversifiées	43,5	38,7	27,4	28,0	28,2	23,7	23,8
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**	**764,5**	**760,5**
Monétaires	90,8	118,1	156,9	189,2	183,5	226,7	218,2
Obligations	71,0	82,4	97,8	118,1	118,7	152,6	150,2
Actions	78,0	79,5	64,8	83,8	86,0	129,6	133,0
Diversifiés	158,2	158,3	153,7	171,3	175,4	190,9	192,0
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	nd	10,8	10,8
Garantis	33,1	37,2	46,5	56,0	58,0	1,0	0,6
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	nd	52,8	55,6
OPCVM	**766,1**	**800,2**	**805,9**	**913,1**	**909,3**	**1 017,6**	**1 006,5**
Monétaires	218,2	257,7	303,9	340,9	328,5	367,6	351,8
Obligations	129,2	138,7	147,7	164,2	163,6	190,1	187,3
Actions	183,1	169,2	126,3	152,3	155,2	180,5	184,5
Diversifiés	201,7	197,0	181,1	199,3	203,6	214,6	215,8
Fonds alternatifs	nd	nd	nd	nd	nd	10,9	10,9
Garantis	33,9	37,6	46,9	56,4	58,4	1,0	0,6
Fonds à formules	nd	nd	nd	nd	nd	52,8	55,6

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 2 février 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	Novembre 2004	Décembre 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	5,9	5,4
OPCVM actions	- 3,4	- 19,2	- 31,7	2,8	14,8	8,9	9,3
OPCVM diversifiés	- 0,3	- 6,6	- 14,1	3,4	7,8	4,9	4,9

NB : Avant mars 2001, données concernant les seules SICAV

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

Réalisé le 2 février 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)

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
Target	**1 299**	**1 552**	**1 650**	**1 715**	**1 819**	**1 700**	**1 775**	**88**
Transfrontière	506	485	537	564	569	572	596	30
Domestique	793	1 066	1 114	1 150	1 250	1 128	1 179	59
Systèmes nets	**456**	**269**	**252**	**241**	**233**	**228**	**238**	**12**
PNS	88	78	71	67	63	58	70	3
EAF	162	-	-	-	-	-	-	-
SEPI	1	1	1	1	1	1	0	0
POPS	nd	2	2	2	2	2	2	0
Euro 1 (ABE)	205	188	175	170	167	167	166	8
Total	**1 756**	**1 821**	**1 899**	**1 956**	**2 052**	**1 928**	**2 013**	**100**

Nombre d'opérations

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

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
Target	**211 282**	**253 016**	**262 263**	**267 258**	**269 565**	**267 615**	**281 952**	**58**
Transfrontière	45 273	53 858	59 825	65 040	65 759	64 420	65 549	13
Domestique	166 009	199 158	201 503	202 193	203 806	203 195	216 403	44
Systèmes nets	**200 604**	**174 147**	**191 419**	**194 387**	**204 636**	**200 198**	**205 257**	**42**
PNS	31 512	29 686	28 764	27 054	27 616	25 069	27 625	6
EAF	50 991	-	-	-	-	-	-	-
SEPI	5 375	6 965	6 991	4 285	3 303	2 577	1 201	0
POPS	nd	2 592	2 401	2 177	1 832	1 761	1 847	0,4
Euro 1 (ABE)	112 727	134 905	152 350	161 097	171 885	170 791	174 584	36
Total	**411 886**	**427 163**	**453 682**	**461 646**	**474 201**	**467 813**	**487 209**	**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 7 février 2004
DSPM – 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)

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
Target	**345**	**356**	**378**	**419**	**508**	**418**	**441**	**86**
Transfrontière (en émission)	75	69	75	81	84	86	89	17
(Transfrontière en réception)	(75)	(69)	(76)	(81)	(85)	(85)	(89)	(17)
Domestique (TBF)	270	287	302	338	424	332	352	69
PNS	**88**	**78**	**71**	**67**	**63**	**58**	**70**	**14**
Total	**433**	**435**	**449**	**486**	**571**	**476**	**511**	**100**

Nombre d'opérations

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

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
Target	**14 966**	**14 958**	**15 155**	**15 455**	**16 111**	**14 826**	**7 671**	**22**
Transfrontière (en émission)	5 309	6 471	6 802	7 384	7 676	7 274	7 671	22
(Transfrontière en réception)	(5 907)	(6 674)	(7 166)	(7 366)	(7 366)	(7 366)	(7 366)	(21)
Domestique (TBF)	9 657	8 487	8 352	8 071	8 435	7 552	0	0
PNS	**31 512**	**29 686**	**28 764**	**27 054**	**27 616**	**25 069**	**27 625**	**78**
Total	**46 478**	**44 644**	**43 918**	**42 509**	**43 727**	**39 895**	**35 296**	**100**

Collatéral mobilisé pour la liquidité intrajournalière

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

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
Titres français négociables	12,0	10,7	10,8	12,3	14,7	13,7	12,7	37,7
Créances privées (PGI-TRICP)	10,9	8,4	7,0	6,4	7,9	7,7	6,6	19,6
Titres mobilisés par le CCBM	2,2	2,2	4,2	7,4	8,4	9,4	8,3	24,6
Titres mobilisés par les liens	1,9	3,5	3,3	4,6	4,6	4,7	6,1	18,1
Total	**27,3**	**24,8**	**25,3**	**30,7**	**35,6**	**35,5**	**33,7**	**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 7 février 2004
DSPM – 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)

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
France	**433**	**435**	**449**	**486**	**571**	**476**	**511**	**25,4**
Target transfrontière	75	69	75	81	84	86	89	4,4
Target domestique (TBF)	270	287	302	338	424	332	352	17,5
PNS	88	78	71	67	63	58	70	3,5
Allemagne	**457**	**489**	**504**	**488**	**485**	**486**	**515**	**25,6**
Target transfrontière	131	129	141	143	143	145	147	7,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	164	360	364	345	342	341	368	18,3
EAF	162	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	**209**	**250**	**276**	**289**	**294**	**278**	**260**	**12,9**
Target transfrontière	20	18	20	23	23	23	21	1,0
Target domestique (SLBE)	188	231	255	265	270	254	239	11,9
SEPI	1	1	1	1	1	1	0	0,0
Italie	**107**	**99**	**97**	**108**	**111**	**107**	**119**	**5,9**
Target transfrontière	39	34	33	32	33	32	36	1,8
Target domestique (BI-REL)	67	64	64	76	78	75	83	4,1
Royaume-Uni	**118**	**111**	**122**	**127**	**128**	**130**	**133**	**6,6**
Target transfrontière	91	85	93	101	100	104	105	5,2
Target domestique (Chaps Euro) (a)	27	26	29	26	28	26	28	1,4
Autres	**432**	**437**	**451**	**457**	**463**	**450**	**474**	**23,6**
Total	**1 756**	**1 821**	**1 899**	**1 955**	**2 052**	**1 927**	**2 012**	**100,0**

Nombre d'opérations

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

	2001	2002	2003	2004	Octobre	Novembre	Décembre	Part
France	**46 478**	**44 644**	**43 918**	**42 509**	**43 727**	**39 895**	**44 227**	**9,1**
Target transfrontière	5 309	6 471	6 802	7 384	7 676	7 274	7 671	1,6
Target domestique (TBF)	9 657	8 487	8 352	8 071	8 435	7 552	8 931	1,8
PNS	31 512	29 686	28 764	27 054	27 616	25 069	27 625	5,7
Allemagne	**158 866**	**125 070**	**128 670**	**131 503**	**133 101**	**131 888**	**138 187**	**28,4**
Target transfrontière	14 715	16 852	18 035	19 231	19 414	19 018	19 248	4,0
Target domestique (ELS puis RTGS+)	93 160	108 218	110 635	112 272	113 687	112 870	118 939	24,4
EAF	50 991	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	**15 780**	**19 065**	**20 114**	**18 663**	**17 775**	**18 074**	**18 726**	**3,8**
Target transfrontière	1 230	1 731	2 340	2 760	2 863	2 952	2 876	0,6
Target domestique (SLBE)	9 175	10 369	10 784	11 618	11 609	12 545	14 649	3,0
SEPI	5 375	6 965	6 991	4 285	3 303	2 577	1 201	0,2
Italie	**40 208**	**37 696**	**36 985**	**35 060**	**35 551**	**34 714**	**38 231**	**7,8**
Target transfrontière	5 334	6 173	6 746	7 269	7 509	7 035	7 302	1,5
Target domestique (BI-REL)	34 874	31 523	30 239	27 791	28 042	27 679	30 929	6,3
Royaume-Uni	**10 156**	**14 370**	**16 834**	**18 119**	**18 524**	**18 266**	**18 521**	**3,8**
Target transfrontière	6 503	9 555	11 392	12 799	12 997	12 758	12 807	2,6
Target domestique (Chaps Euro) (a)	3 653	4 815	5 442	5 320	5 527	5 508	5 714	1,2
Autres	**140 399**	**186 317**	**205 313**	**215 991**	**225 523**	**224 976**	**229 317**	**47,1**
Total	**411 886**	**427 163**	**451 834**	**461 845**	**474 201**	**467 813**	**487 209**	**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 7 février 2004
DSPM – Tél. 01 42 92 44 88

Bulletin officiel de la Banque de France n° 74 (février 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° 2135 du 20 décembre 2004 : Missions de la direction des Services juridiques
DR n° 2136 du 27 décembre 2004 : Organisation de la direction générale des Opérations
DR n° 2137 du 29 décembre 2004 : Changement de nom de la direction des Systèmes de paiement, à la direction générale des Opérations
Décision n° 2004-04 du Conseil général du 22 octobre 2004 relative à la création d'un Comité d'audit auprès du Conseil général

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
– en novembre 2004
Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
– en novembre 2004

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

Banque de France

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

[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, fournie 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	*Unités concernées*	*Postes*
Actualité		
1. La situation économique de la France		
1.1. L'économie réelle (croissance, emploi, EMC...)	Dir. de la Conjoncture – SSC	39 27/29 39
1.2. L'évolution des prix		
1.3. La compétitivité	Dir. des Études économiques et de la Recherche – ECOET	29 36
1.4. Le commerce extérieur	Dir. de la Balance des paiements	32 82
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	Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SASM	28 08
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 de matières premières	Dir. des Opérations de marché – SAM	41 59
3.2. Les marchés de taux d'intérêt		
3.3. Les marchés boursiers		
Études		
Mesures de la rentabilité des entreprises	Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SESOF	28 12
La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux	Dir. des Entreprises – Observatoire des Entreprises	56 58
	Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SESOF	28 12
La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH	Dir. des Entreprises – Observatoire des Entreprises	56 58
La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003	Dir. de la Balance des paiements – SEMEX	52 20
Enquête financière – Quatrième trimestre 2004	Direction de la Conjoncture – SSC	49 43
Résumés d'études		
Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004	Dir. des Études et des Statistiques monétaires – SESOF	28 12
Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004	Direction de la Conjoncture – SSC	49 43

Remise du troisième prix de thèse monétaire
***de la* Fondation Banque de France**
pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire

Le 4 février 2005, la Fondation Banque de France *pour la recherche, a remis son troisième prix de thèse monétaire au cours de la IVe Journée de la Fondation qui s'est déroulée dans la Galerie Dorée de la Banque de France.*

Exceptionnellement, cette année, le jury a décidé, à l'unanimité, de récompenser, au titre de la meilleure thèse monétaire française soutenue en 2003, deux lauréats classés ex aequo*, lesquels ont reçu chacun la moitié de la dotation prévue de 3 000 euros :*

• ***Stéphane Auray*** *(Université des Sciences sociales de Toulouse) : « Consommation, persistance des habitudes et effets de la politique monétaire »,*

• ***Olivier Loisel*** *(École Polytechnique) :* « Four essays on macroeconomic volatility and instability under alternative exchange rate regimes ».

De plus, le jury a souhaité accorder, à titre exceptionnel, une mention spéciale en faveur d'un troisième candidat qui s'est vu remettre un prix de 1 000 euros :

• ***Grégory Levieuge*** *(Université d'Orléans) : « Les banques centrales doivent-elles réagir aux mouvements des prix d'actifs ? »*

Les thèses, ainsi que les résumés, seront consultables sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr), sous la rubrique *«* Fondation », *à partir du 10 mars 2005.*

Chaque année, ce prix a pour objet de récompenser une thèse de doctorat, soutenue dans une université ou un établissement d'enseignement supérieur français, sur un thème monétaire en raison de son originalité, de sa qualité et de sa pertinence pour une banque centrale.

Sous la présidence du gouverneur Christian Noyer, le jury 2004 était composé de :

• *Jean-Pascal Bénassy, Cepremap, directeur de recherche au CNRS*
• *Christian Bordes, professeur à l'Université de Paris I*
• *Patrick Fève, professeur à l'Université de Toulouse*
• *Denise Flouzat, ancien membre du Conseil de politique monétaire*
• *Henri Pagès, secrétaire de la Fondation*
• *Marc-Olivier Strauss-Kahn, directeur général des Études et des Relations internationales, et vice-président de la Fondation.*

Pour tous renseignements sur la Fondation Banque de France *:*
fondation.recherche@banque-france.fr
téléphone : 01 42 92 29 91.

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

INFORMATION, CONSULTATION

BANQUE DE FRANCE
Direction de la Communication
Service Relations avec le public
48, rue Croix-des-Petits-Champs
75001 PARIS

Heures d'ouverture : 9 h 30 - 16 h

DEMANDES D'ABONNEMENTS

Les demandes doivent être adressées à :

BANQUE DE FRANCE
07-1050 Relations avec le public
75049 PARIS Cedex 01

Tél. : 01 42 92 39 08 Télécopie : 01 42 92 39 40

Site Internet : www.banque-france.fr

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

Imprimerie de Montligeon
61400 La Chapelle Montligeon
N° Imprimeur : 21530
Dépôt légal : Février 2005