

BULLETIN | DE LA BANQUE DE FRANCE

AOÛT 2005

140



SOMMAIRE

| ÉDITORIAL

Où en sont les institutions de Bretton Woods ?

| ACTUALITÉ

| | |
|--|----|
| Sommaire | I |
| Faits saillants | 2 |
| 1 La situation économique de la France | 3 |
| 2 La monnaie, les placements et les financements | 10 |
| 3 Les marchés de capitaux | 13 |

| ÉTUDES

| | |
|---|----|
| Sommaire | 19 |
| Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation | 21 |
| L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? | 37 |
| Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie | 53 |
| Enquête financière — Deuxième trimestre 2005 | 65 |

| STATISTIQUES

| | |
|--|-----|
| Sommaire | 71 |
| Situation économique générale | S2 |
| Monnaie, placements et financements | S12 |
| Marchés de capitaux et taux d'intérêt | S29 |
| Autres statistiques | S37 |
| Notice méthodologique | S43 |
| Arborescence de la rubrique « statistique » du site internet | S45 |
| Adresses internet des séries chronologiques | S46 |

| DIVERS

| | |
|---|-----|
| Abréviations | I |
| Documents publiés | III |
| Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 80 d'août 2005 | IX |
| Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2005 | XI |

Achevé de rédiger le 24 août 2005

Site internet : www.banque-france.fr

Abonnements : coupon-réponse en fin de publication

Où en sont les institutions de Bretton Woods ?

Dans le cadre d'une série de conférences internationales célébrant le 60^e anniversaire du Fond monétaire international et de la Banque mondiale, la Banque de France a organisé, en collaboration avec le Comité « réinventer Bretton Woods », le Forum économique mondial, et le ministère de l'Économie et des Finances, un séminaire intitulé « *L'évolution du rôle des institutions de Bretton Woods : où en sommes nous ?* ». Ce séminaire a permis à divers représentants de ces institutions financières internationales, ainsi qu'à des universitaires réputés, des investisseurs internationaux et des membres du secteur public d'échanger leurs vues sur les trois sujets de l'ordre du jour : les déséquilibres de balance des paiements dans le monde, le financement du développement et le rôle du FMI en matière de prévention et de résolution des crises.

Le séminaire a débuté par une réflexion sur la persistance d'importants déséquilibres de balance des paiements au niveau mondial : en particulier, le déficit des transactions courantes américaines, très élevé et persistant, voire croissant, est largement financé par l'Asie, notamment *via* le recyclage, sous forme d'achats de titres publics américains, des excédents de transactions courantes et d'une partie des entrées de capitaux à court terme dans les pays émergents asiatiques.

Divers intervenants ont fait valoir que ces déséquilibres n'étaient apparemment pas jugés insoutenables par les marchés et qu'ils pouvaient s'expliquer comme le fruit de logiques rationnelles au niveau national. Pour certains, les déficits résultent moins de facteurs financiers (tels l'évolution des taux de change) que réels, comme la spécialisation des États-Unis dans les services, dont témoigne la faible progression de la production industrielle hors technologies de l'information depuis dix ans dans ce pays. Cette spécialisation conduirait mécaniquement à un creusement du déficit courant américain. D'autres ont soutenu que les États-Unis offrent les meilleures opportunités d'investissement, notamment dans le secteur des services, et donc attirent logiquement les capitaux extérieurs. Pour autant, le solde net des investissements directs à l'étranger et des achats d'actions est négatif depuis trois ans dans la balance des paiements américaine.

Pour beaucoup de participants, la situation actuelle apparaît, néanmoins, difficilement soutenable à moyen-long terme, bien que le partage des coûts de l'ajustement reste à déterminer. Dans ce contexte, certains voient le renforcement de la coopération régionale en Asie comme une évolution qui peut contribuer à une solution globale, mais la résorption de ces déséquilibres ne peut reposer sur les seuls pays asiatiques, au premier rang desquels la Chine, et impliquera les autres grandes zones économiques.

Les participants ont aussi réaffirmé le rôle important des institutions financières internationales, et notamment du FMI, dans l'élaboration d'un diagnostic et l'identification des risques. L'universalité de son actionnariat et la crédibilité dont le Fonds bénéficie lui permettent de jouer un rôle d'expert reconnu. Dans cette perspective, il a été suggéré que la surveillance multilatérale exercée par le FMI sur les questions systémiques ou régionales soit renforcée, notamment en tirant un meilleur profit des analyses conduites au niveau national.

Le séminaire s'est poursuivi par une discussion sur le financement du développement des pays les plus pauvres. La situation actuelle a été décrite comme un équilibre non coopératif : les pays en développement, ne pouvant compter sur une aide publique

stable sur le long terme, ne sont pas incités à entreprendre des politiques ambitieuses. Symétriquement, les politiques des pays en développement n'étant pas jugées suffisantes pour déclencher un véritable processus de développement structurel, elles n'incitent pas les pourvoyeurs de fonds, dont les donateurs, à s'engager durablement. Pour compléter les aides bilatérales au développement et procurer une nouvelle source plus stable de financement à long terme, quelques propositions récentes ont été évoquées, parmi lesquelles celle d'une taxe sur les transports aériens présentée par certains pays européens. Des incertitudes demeurent toutefois : les nouveaux financements auront-ils un caractère additionnel ou substituable ? Quel équilibre trouver entre conditionnalité et automatique dans la gestion de l'aide ? Les institutions de Bretton Woods peuvent avoir ici un rôle crucial, qui reste encore à préciser. En revanche, les participants n'ont pas eu l'occasion de traiter la question de l'impact de la réduction des dettes sur le développement, sujet qui fait l'objet d'un article dans le présent *Bulletin*.

Le séminaire s'est conclu par une réflexion sur le rôle du FMI en matière de prévention et de résolution des crises. Les débats ont permis de souligner que la capacité de résistance des pays émergents s'est améliorée ces dernières années, mais qu'il serait illusoire de penser qu'ils sont définitivement à l'abri de crises financières. En effet, le niveau d'endettement de nombreux pays émergents demeure élevé ; les systèmes financiers continuent de présenter des faiblesses ; des facteurs socio-politiques peuvent fragiliser ces économies. Il importe aussi que le FMI tire les leçons des expériences passées. À l'occasion de cette session, le représentant du FMI a pu présenter les nouvelles orientations du Fonds dans le domaine de la définition et de la mise en œuvre de ses programmes. Par ailleurs, certains ont souhaité une implication plus marquée du Fonds en matière de restructuration de dette souveraine : l'exemple argentin a mis en évidence la difficulté pour les débiteurs et les créanciers privés de trouver un terrain d'entente, en l'absence d'un cadrage macroéconomique suffisamment crédible. Le rôle du FMI doit être également d'apporter cette crédibilité.

Un peu plus de soixante ans après leur création, le FMI et la Banque mondiale font face au défi de l'adaptation à un environnement dont les mutations sont continues, mais accentuées par l'émergence de nouvelles puissances économiques. De tels bouleversements doivent naturellement conduire à une adaptation de leur cadre d'action. Pour autant, il convient de préserver l'esprit de coopération qui leur a permis de mener depuis leur création une action durablement efficace. C'est à ce double objectif que doit contribuer la réflexion récemment lancée sur leurs orientations stratégiques et qui sera poursuivie lors des réunions annuelles des institutions de Bretton Woods en septembre 2005.

ACTUALITÉ

| | |
|--|----|
| Faits saillants | 2 |
| I La situation économique de la France | 3 |
| I 1 La croissance et les prix | 3 |
| I 2 La balance des paiements | 8 |
| 2 La monnaie, les placements et les financements | 10 |
| 2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro | 10 |
| 2 2 L'endettement intérieur total — France | 10 |
| 2 3 L'endettement sur les marchés | 11 |
| 2 4 Les crédits des institutions financières monétaires | 11 |
| 2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux | 11 |
| 2 6 Les flux de souscription des OPCVM | 12 |
| 3 Les marchés de capitaux | 13 |
| 3 1 Les marchés de change | 13 |
| 3 2 Les marchés de taux d'intérêt | 14 |
| 3 3 Les marchés boursiers | 15 |

Encadrés

| | |
|---|----|
| 1 PIB français au deuxième trimestre | 3 |
| 2 Zone euro et évolution récente de l'environnement international | 4 |
| 3 Compétitivité de l'économie française | 6 |
| 4 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juillet 2005 | 12 |
| 5 Réforme du régime de change en Chine | 13 |
| 6 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris : sélection d'indicateurs | 17 |

Faits saillants

La situation économique de la France

- Au deuxième trimestre, le PIB a progressé de 0,1 %.
- La production industrielle hors bâtiment s'est accrue de 0,3 % en juin.
- La consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré une hausse de 0,5 % en juin.
- Le taux de chômage au sens du BIT a baissé sur un mois de 0,1 point en juin, à 10,1 %.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a baissé de 0,2 % en juillet, mais reste en progression de 1,8 % sur un an.
- Nouvelle réduction du déficit des transactions courantes en juin (en données cvs), à - 0,6 milliard d'euros

La monnaie, les placements et les financements

- La croissance annuelle de l'agrégat M3 en zone euro s'est renforcée en juin, à 7,5 %, du fait de l'accélération des dépôts à vue (9,3 %) et des autres dépôts monétaires constitutifs de M2 - M1 (5,3 %).
- Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des créances sur le secteur privé s'est renforcée, à 8,0 %, sous l'effet d'une nette accélération des crédits (7,9 %).
- En France, la croissance annuelle des crédits au secteur privé s'est renforcée, à 8,4 %. La croissance des crédits aux ménages est restée inchangée (9,9 %), la progression des crédits à l'habitat conservant un rythme très soutenu (+ 12,4 %). La croissance des crédits aux sociétés non financières s'est, en revanche, légèrement ralenti (5,7 %)

Les marchés de capitaux

- Le 21 juillet, les autorités chinoises ont annoncé une réforme du régime de change du yuan. Ce changement a eu un impact limité sur les marchés de change.
- En juillet, l'euro s'est apprécié contre les principales monnaies à la faveur de l'amélioration des perspectives économiques en zone euro.
- Les cours du pétrole ont progressé rapidement en juillet, atteignant de nouveaux records (plus de 61 dollars le baril), dans un contexte de forte demande mondiale, de baisse continue des stocks aux États-Unis et d'incertitudes géopolitiques au Moyen-Orient liées, notamment, à la politique nucléaire de l'Iran.
- Les rendements obligataires se sont redressés en juillet, en particulier sur les échéances courtes, en liaison avec la hausse des taux à court terme anticipés. Ce recul des marchés obligataires internationaux s'est accompagné d'une poursuite de la hausse des grands indices boursiers mondiaux. Ces derniers sont revenus à leurs plus hauts niveaux depuis trois à quatre ans en Europe et aux États-Unis.

II | La situation économique de la France

II | I La croissance et les prix

Des perspectives mieux orientées pour le troisième trimestre

En juin, la production industrielle hors bâtiment et travaux publics a progressé de 0,3 % sur un mois, contre 0,1 % en mai, mais affiche en glissement annuel une baisse de 0,4 % (- 0,3 % en mai). La production manufacturière connaît les mêmes variations (+ 0,3 % sur un mois, - 0,4 % sur un an).

En juillet, les réponses des chefs d'entreprise à l'enquête mensuelle dans l'industrie de l'INSEE confirment cette évolution, avec un climat d'ensemble encore pesant en matière de perspectives personnelles de prix et de perspectives générales de production.

L'indicateur synthétique du climat des affaires de l'INSEE dans l'industrie manufacturière atteint 101 en juillet, contre 99 en juin, et s'affiche au-dessus de son niveau moyen de longue période.

Dans les services marchands, l'indicateur synthétique du climat des affaires de l'INSEE augmente légèrement, à 109 en juillet, contre 108 en juin, avec un dynamisme qui se confirme pour l'activité passée et l'activité prévue, malgré des perspectives générales encore jugées décevantes.

Parallèlement, plusieurs indicateurs de la zone euro se redressent. En juin, les ventes au détail en volume y ont augmenté pour le deuxième mois consécutif (0,4 % en variation mensuelle et 0,9 % en glissement annuel).

De même, l'enquête de conjoncture de la Commission européenne de juillet fait apparaître une amélioration des indicateurs du climat des affaires, à - 0,07, contre - 0,27 en juin, et du sentiment économique, à 97,3, contre 96,3 en juin.

En juillet, l'indice PMI des directeurs d'achats a également augmenté en France, passant de 50,7 à 51,9, comme au sein de la zone euro (à 50,8, après 49,9 en juin).

ENCADRÉ I

PIB français au deuxième trimestre

Le produit intérieur brut (PIB) progresse en France au deuxième trimestre de 0,1 % et, en glissement annuel, la hausse atteint 1,3 %. Les dépenses de consommation des ménages baissent de 0,3 % et la formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises non financières de 1,2 %.

À l'inverse, les dépenses de consommation des administrations publiques (APU) sont en hausse de 0,3 %, tandis que la FBCF des ménages et celle des APU affichent des hausses respectives de 0,7 % et de 0,4 %. Enfin, les exportations augmentent de 1,0 %, mais les importations de 1,3 %.

La contribution à la croissance du PIB atteint - 0,2 point pour les dépenses de consommation des ménages, - 0,1 point pour la FBCF totale et - 0,1 point pour les exportations nettes. En revanche, les variations de stocks contribuent à hauteur de 0,4 point à la croissance du PIB.

Dans la zone euro, la croissance du PIB ressort à 0,3 % au deuxième trimestre 2005, après 0,5 % au trimestre précédent. En glissement annuel, la hausse atteint 1,2 % au deuxième trimestre, après 1,4 % au premier trimestre.

Progression de la consommation des ménages en juin

La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté en juin de 0,5 %, après une baisse de 1,5 % en mai. En particulier, les dépenses en textile et cuir affichent une hausse sensible (+ 2,7 % en juin, après - 2,8 % en mai).

En juillet, l'enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages menée par l'INSEE montre une stabilité de l'indicateur résumé de l'opinion des ménages, à - 30.

En revanche, l'enquête de l'INSEE sur le commerce de détail montre une nouvelle dégradation des ventes passées (solde de - 24 en juillet, après - 12 en juin) et une baisse des intentions de commandes (- 12 en juillet, après - 6 en juin).

ENCADRÉ 2**Zone euro et évolution récente de l'environnement international****États-Unis**

- Relèvement du **taux directeur** de 25 points de base, à 3,50 %, lors de la réunion du comité du Système fédéral de réserve du 9 août 2005
- Croissance du **PIB américain** au deuxième trimestre : 3,4 % en variation trimestrielle annualisée, après 3,8 % au premier trimestre, et, en glissement annuel 3,6 %, comme au premier trimestre
- Accélération de l'**indice des prix à la consommation** en juillet : 3,2 % en glissement annuel, après 2,5 % en juin, et 0,5 % en variation mensuelle, après 0,0 % en juin
- Accélération des **dépenses de consommation des ménages** en volume en juin : 0,8 % en variation mensuelle, après 0,0 % en mai
- En juillet, hausse de l'**indice ISM manufacturier** (56,6, après 53,8 en juin) et baisse de l'**ISM non manufacturier** (60,5, après 62,2)
- Baisse des **indices de confiance du consommateur** en juillet : 92,7, après 96,5, selon l'Université du Michigan, et 103,2, après 106,2, selon le Conference Board
- Déficit de la **balance des biens et services** en juin : 58,8 milliards de dollars, après 55,4 milliards en mai
- Stabilité du **taux de chômage** en juillet : 5,0 %, comme en juin

Japon

- **PIB** au deuxième trimestre : 0,3 % en variation trimestrielle, après 1,3 % au premier trimestre, et 1,5 % en glissement annuel, après 1,0 % au premier trimestre
- **Production industrielle** en juin : + 1,6 % en variation mensuelle, après - 2,8 % en mai, et + 0,2 % en glissement annuel, après + 0,3 %
- Baisse des **dépenses de consommation des ménages** en juin : - 1,2 % en variation mensuelle, après + 0,8 %
- Housse de l'**indice PMI manufacturier** en juillet : 54,1, après 54,0 en juin
- Baisse de l'**indice des prix à la consommation** en juin : - 0,5 % en glissement annuel, après + 0,2 % en mai
- **Excédent commercial** en juin : 873,1 milliards de yens (8,20 milliards de dollars), après 294 milliards de yens (2,78 milliards de dollars) en mai, en baisse de 23,5 % sur un an (après une baisse de 68,6 % en mai)
- Baisse du **taux de chômage** en juin (définition nationale) : 4,2 %, contre 4,4 % en mai

Royaume-Uni

- Ralentissement de la croissance du **PIB** au deuxième trimestre : 0,4 % en variation trimestrielle, inchangé par rapport au premier trimestre, mais 1,7 % glissement annuel, après 2,1 % au premier trimestre
- Accélération de l'**IPCH** en juillet : 2,3 % en glissement annuel, après 2,0 % en juin
- En juillet, baisse des **indices PMI manufacturiers** (49,2, après 49,6 en juin), mais hausse des **services** (56,3, après 55,8 en juin)
- Stabilité du **taux de chômage** en juillet : 2,8 %, comme en juin

Zone euro

- Ralentissement de la croissance du **PIB** au deuxième trimestre : 0,3 % en variation trimestrielle, après 0,5 % au premier trimestre, et 1,2 % en glissement annuel au deuxième trimestre, après 1,4 % au premier trimestre
- Nouvelle progression des **ventes au détail** en juin : + 0,9 % en glissement annuel, après + 1,9 % en mai
- Baisse des **commandes à l'industrie** en mai : - 3,3 % en glissement annuel, après + 1,7 % en avril
- Accélération de l'**IPCH** en juillet : 2,2 % en glissement annuel, contre 2,1 % en juin
- Accélération des **prix à la production industrielle** en juin : 4,0 % en glissement annuel, après 3,5 % en mai

En outre, les immatriculations de véhicules neufs, pour le troisième mois consécutif, ont affiché en juillet une baisse par rapport au mois précédent, à - 3,7 % en données cvs-cjo.

Investissement en immobilier résidentiel toujours soutenu

La construction de logements neufs poursuit sa croissance à partir d'un niveau déjà élevé. Les mises en chantier au deuxième trimestre 2005 ont ainsi progressé de 14,5 % par rapport au trimestre correspondant de 2004 (10,9 % pour l'individuel, 20,2 % pour le collectif), selon le ministère de l'Équipement.

Le nombre de logements autorisés connaît également une forte progression, qui atteint 10,4 % au deuxième trimestre 2005 par rapport au deuxième trimestre 2004, la hausse de 15,9 % dans l'habitat collectif étant bien supérieure à celle de l'habitat individuel (6,2 %).

La période sous revue reste marquée par la poursuite de l'assouplissement des conditions débitrices et par la poursuite de l'augmentation sur douze mois glissants des crédits nouveaux aux ménages. Le taux moyen des crédits à l'habitat d'une période initiale de fixation supérieure à un an est ressorti en juin à 3,74 %, contre 4,15 % en juin 2004.

Les crédits nouveaux accordés aux sociétés non financières affichent aussi en juin une vive progression sur un an glissant. En matière de construction de bâtiments non résidentiels, si les mises en chantier baissent de 3,5 % au deuxième trimestre par rapport au deuxième trimestre 2004, les autorisations augmentent de 9,3 %, ce qui devrait se traduire favorablement dans les chiffres des prochains mois.

Légère amélioration du marché du travail en juin

En juin, le taux de chômage au sens du BIT atteint 10,1 % de la population active en données cvs, soit une baisse de 0,1 point sur le mois, mais il est en hausse de 0,1 % sur un an. De même, le nombre de chômeurs au sens du BIT fléchit de 1 % sur le mois, mais reste en augmentation de 0,7 % sur un an, soit 18 000 personnes.

Au deuxième trimestre, d'après l'enquête du ministère de l'Emploi, les effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels restent stables, tout en progressant de 0,2 % sur un an. Dans l'industrie, suivant la tendance récente, ils baissent de 0,5 % sur trois mois et de 2,1 % sur un an.

Sur ce même deuxième trimestre, le salaire mensuel de base augmente de 0,5 % et de 2,6 % sur un an, le salaire horaire de base ouvrier progressant de, respectivement, 0,6 % et 2,9 % sur ces mêmes périodes de référence.

Selon l'enquête trimestrielle dans l'industrie de juillet, la décroissance des effectifs devrait se ralentir au cours des prochains mois. En revanche, d'après l'enquête mensuelle de juillet dans les services hors intérim, la progression prévue des effectifs y reste stable.

De même, l'enquête mensuelle de l'INSEE dans le bâtiment fait état, en juillet, d'une bonne orientation prévue des effectifs du gros œuvre, la situation dans le second œuvre étant moins satisfaisante.

Dans la zone euro, le taux de chômage en juin reste stable par rapport à mai, à 8,7 % en données cvs, contre 8,9 % un an auparavant. En glissement annuel, la baisse du taux de chômage atteint 1,7 % en juin 2005, comme en mai 2005.

La hausse du coût des matières premières continue de peser sur les prix

L'indice Banque de France du coût des matières premières importées (y compris pétrole, en euros) a progressé, en juillet, de 3,9 % sur un mois et de 32,4 % sur un an. Hors pétrole, la hausse en euros est de 0,5 % sur un mois et de 10,6 % sur un an.

ACTUALITÉ

La situation économique de la France

En juin, les prix à la production industrielle ont augmenté de 0,4 % par rapport au mois précédent, après une baisse de 0,3 % en mai. Sur un an, la hausse atteint 2,9 %, contre 2,5 % en mai. La variation sur un mois est de - 0,1 % pour les biens de consommation et les biens d'équipement, - 0,3 % pour les biens intermédiaires, mais + 2,8 % pour les produits énergétiques.

Dans la zone euro, les prix à la production industrielle se sont également redressés en juin (+ 0,5 % sur un

mois et + 4,0 % sur un an) par rapport à mai (- 0,2 % sur un mois et + 3,5 % sur un an).

En France, l'indice des prix à la consommation harmonisé baisse, en juillet, de 0,2 % sur le mois et s'inscrit en hausse de 1,8 % sur un an. En juillet, l'indice INSEE des prix dans la grande distribution progresse de 0,2 % sur un mois, mais baisse de 1,0 % sur une période de douze mois.

Dans la zone euro, le taux d'inflation annuel s'est établi en juillet à 2,2 %, contre 2,1 % en juin.

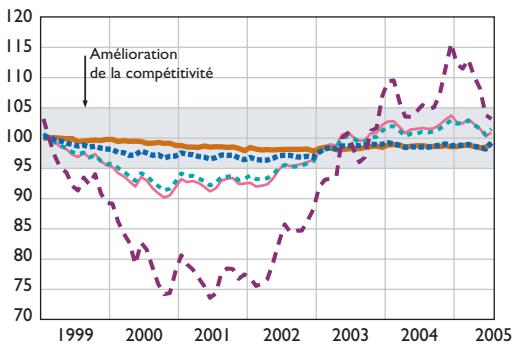
ENCADRÉ 3

Compétitivité de l'économie française

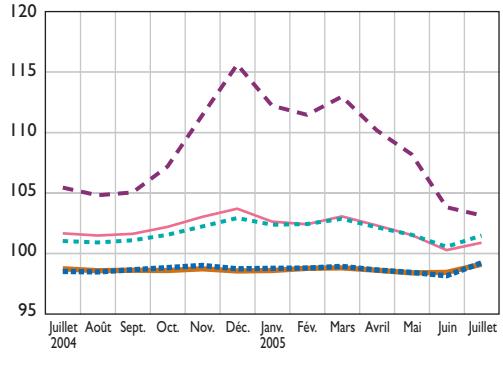
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

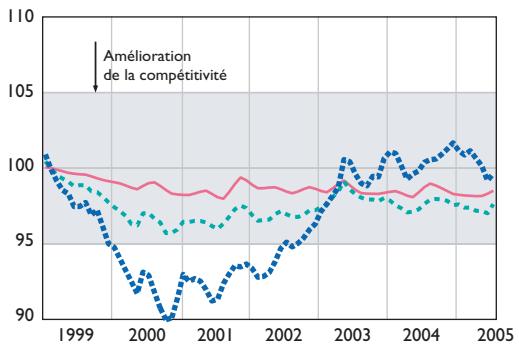


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- Vis-à-vis des pays industrialisés
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport à T1 1999

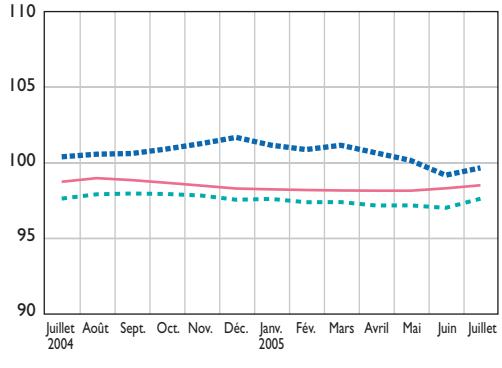
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



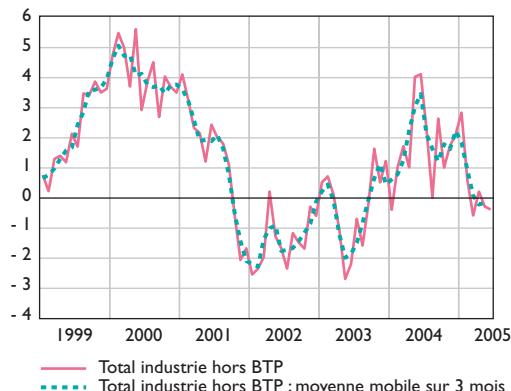
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou - 5 % par rapport à T1 1999

NB : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

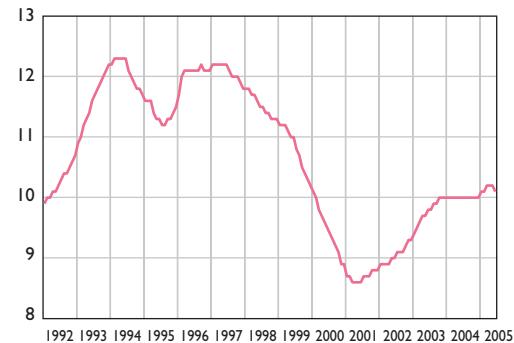
Production industrielle

(en glissement annuel, en %)



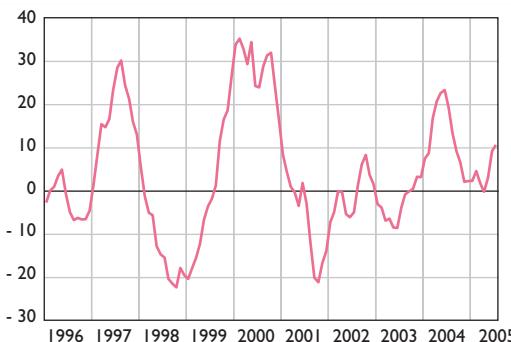
Taux de chômage au sens du BIT

(en %)



Coût des matières premières importées

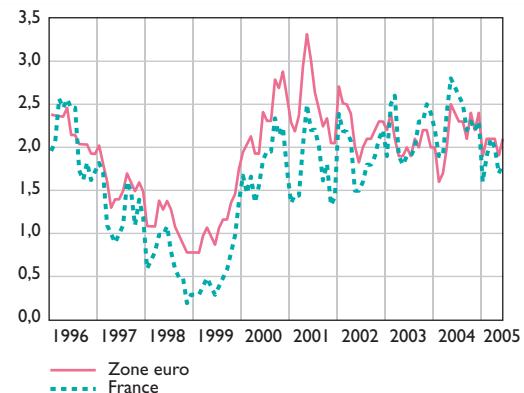
(en glissement annuel, en %)



Source : Indice Banque de France

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, Eurostat

Le PIB et ses composantes

(en euros constants – cvs-cjo – base 2000)

(variations trimestrielles, en %)

| | 2004 | | | | 2005 | | | |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|--------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | Moyenne annuelle | T1 | T2 | Acquis |
| Produit intérieur brut | 0,6 | 0,7 | 0,1 | 0,7 | 2,1 | 0,4 | 0,1 | 1,2 |
| Importations | 0,3 | 3,4 | 2,2 | 1,1 | 6,1 | 0,7 | 1,3 | 4,5 |
| Dépenses de consommation des ménages | 0,8 | 0,6 | - 0,2 | 1,2 | 2,3 | 0,8 | - 0,3 | 1,6 |
| Dépenses de consommation des APU | 0,7 | 0,8 | 0,1 | 0,6 | 2,7 | 0,2 | 0,3 | 1,1 |
| FBCF totale | - 0,5 | 1,0 | - 0,2 | 1,2 | 2,1 | 1,5 | - 0,4 | 2,3 |
| dont Entreprises non financières | - 0,5 | 1,2 | - 0,5 | 1,7 | 2,4 | 1,9 | - 1,2 | 2,3 |
| Ménages | 0,4 | 1,6 | 0,5 | 0,8 | 3,1 | 0,7 | 0,7 | 2,5 |
| Exportations | 0,0 | 1,0 | 0,2 | 0,8 | 2,0 | - 0,2 | 1,0 | 1,5 |
| Contributions à la croissance | | | | | | | | |
| Solde extérieur | - 0,1 | - 0,7 | - 0,6 | - 0,1 | - 1,1 | - 0,3 | - 0,1 | - 0,9 |
| Demande intérieure hors stocks | 0,5 | 0,7 | - 0,1 | 1,0 | 2,3 | 0,8 | - 0,2 | 1,6 |
| Variation des stocks | 0,1 | 0,7 | 0,7 | - 0,3 | 0,8 | - 0,1 | 0,4 | 0,5 |

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 2000

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en juin 2005

En juin 2005, le déficit cvs des *transactions courantes* s'allège pour le deuxième mois consécutif, à - 0,6 milliard d'euros. Sur l'ensemble du premier semestre, les transactions courantes présentent un déficit cvs de - 12,2 milliards, au lieu de - 0,9 milliard au premier semestre 2004. La détérioration de 11,3 milliards d'euros résulte de l'apparition d'un important déficit des biens (dégradation de 12 milliards). Par ailleurs, l'accroissement de 1,1 milliard d'euros des transferts courants nets à l'étranger est compensé par une remontée de 1,5 milliard de l'excédent des revenus, à 3,5 milliards.

Le *compte financier* dégage des entrées nettes de 4,6 milliards d'euros en juin 2005.

Les investissements directs étrangers en France, qui atteignent 5,8 milliards d'euros, proviennent en quasi-totalité des pays de la zone euro. Les investissements directs français à l'étranger s'élèvent à 2,6 milliards d'euros, dont 2,1 milliards

vers la zone euro (principalement sous forme de prêts intra-groupes). Les sorties nettes vers l'extérieur de la zone euro, limitées à 0,5 milliard d'euros, recouvrent toutefois des flux de grande ampleur : sorties de 4 milliards en capital social, pratiquement compensées par des entrées en « autres opérations ».

Les investissements de portefeuille se soldent par des entrées de 29,3 milliards d'euros, après deux mois consécutifs de sorties. Les achats de titres français par les non-résidents atteignent le montant record de 35,6 milliards d'euros, dont 13,1 milliards sur les actions. Les opérations des résidents sur titres étrangers, plutôt concentrées sur des valeurs émises dans la zone euro, se traduisent par des achats nets de 6,3 milliards d'euros ; si les achats d'obligations augmentent, à 13,1 milliards, les opérations sur instruments du marché monétaire se soldent par des ventes de 8,9 milliards.

Au sein des « autres investissements », les engagements nets des institutions financières monétaires diminuent de 29,5 milliards d'euros au mois de juin, mais de seulement 2,6 milliards sur l'ensemble du premier semestre.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros ; en données brutes)

| | 12 mois à déc. 2003 (a) | 12 mois à déc. 2004 (b) | 12 mois à juin 2005 (b) | 6 mois à juin 2004 (b) | 6 mois à juin 2005 (c) | Avril 2005 (c) | Mai 2005 (c) | Juin 2005 (c) |
|---|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------|------------------------------|----------------------|--------------------|---------------------|
| Compte de transactions courantes (d) | 7,0 | - 6,8 | - 19,4 | - 0,9 | - 12,2 | - 3,2 | - 2,5 | - 0,6 |
| Biens | 2,9 | - 6,3 | - 18,5 | 1,5 | - 10,5 | - 3,0 | - 1,8 | - 0,9 |
| Services hors voyages | 2,4 | 0,5 | 0,5 | 0,0 | 0,1 | - 0,1 | - 0,1 | 0,2 |
| Voyages | 11,6 | 9,8 | 9,2 | 4,9 | 5,0 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Revenus | 7,1 | 6,9 | 8,4 | 2,0 | 3,5 | 0,4 | 0,4 | 0,7 |
| Transferts courants | - 16,9 | - 17,6 | - 19,0 | - 9,2 | - 10,3 | - 1,4 | - 1,8 | - 1,3 |
| Compte de capital | - 7,7 | 1,7 | 1,6 | 0,7 | 0,5 | 0,0 | 0,1 | 0,3 |
| Compte financier | 9,7 | 1,6 | 8,8 | - 2,1 | 5,1 | - 0,1 | 2,2 | 4,6 |
| Investissements directs | - 9,4 | - 18,9 | - 20,6 | - 8,4 | - 10,1 | - 2,6 | - 3,3 | 3,3 |
| – Français à l'étranger | - 47,1 | - 38,5 | - 41,3 | - 23,3 | - 26,0 | - 1,3 | - 4,0 | - 2,6 |
| – Étrangers en France | 37,7 | 19,6 | 20,7 | 14,9 | 16,0 | - 1,3 | 0,6 | 5,8 |
| Investissements de portefeuille | 5,8 | - 45,1 | - 12,4 | - 36,9 | - 4,3 | - 7,3 | - 13,6 | 29,3 |
| – Avoirs | - 170,6 | - 140,9 | - 133,6 | - 95,4 | - 88,1 | - 8,2 | - 21,2 | - 6,3 |
| – Engagements | 176,4 | 95,8 | 121,2 | 58,5 | 83,9 | 0,9 | 7,6 | 35,6 |
| Produits financiers dérivés | - 6,1 | 5,1 | 8,2 | 2,4 | 5,5 | 5,1 | 2,2 | 2,3 |
| Autres investissements dont IFM | 21,6 | 64,0 | 34,2 | 41,5 | 11,8 | 6,4 | 15,6 | - 31,6 |
| Avoirs de réserve | 31,1 | 40,7 | 8,2 | 29,9 | - 2,6 | 4,1 | 13,9 | - 29,5 |
| | - 2,2 | - 3,5 | - 0,5 | - 0,8 | 2,2 | - 1,7 | 1,4 | 1,4 |

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

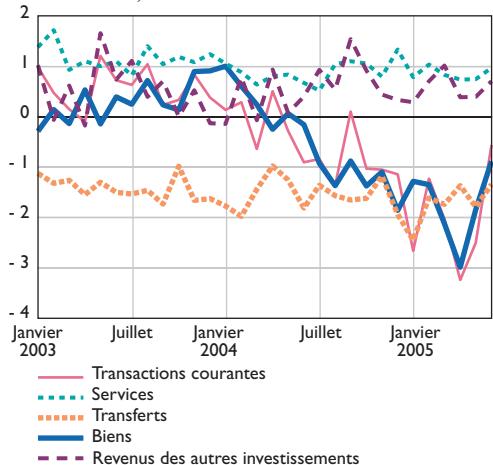
(c) Chiffres provisoires

(d) Données cvs-cjo pour les résultats mensuels et les cumuls sur 6 mois, pour les transactions courantes. Données brutes pour toutes les autres données

Transactions courantes

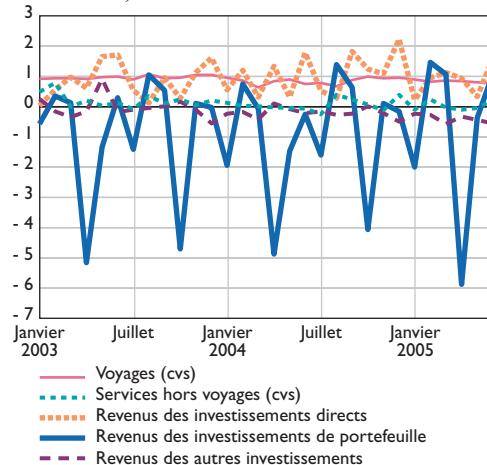
Solde (cvs)

(en milliards d'euros)

**Transactions courantes**

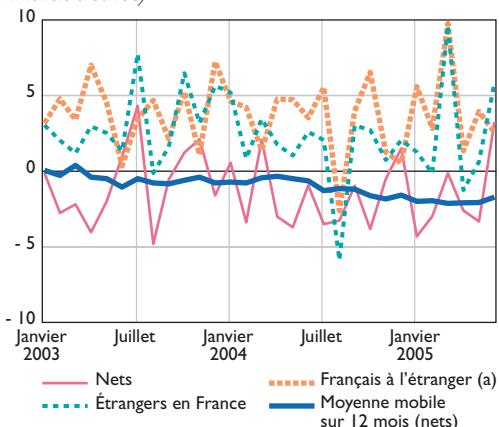
Solde

(en milliards d'euros)

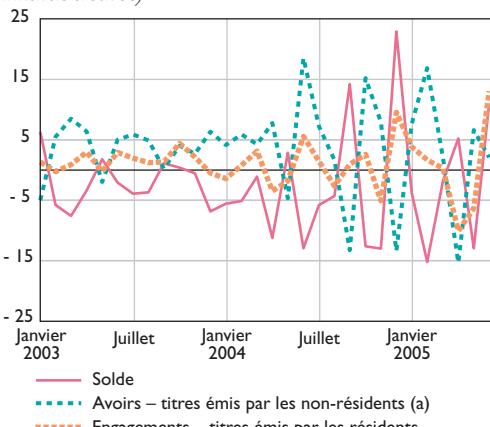
**Investissements directs**

Solde

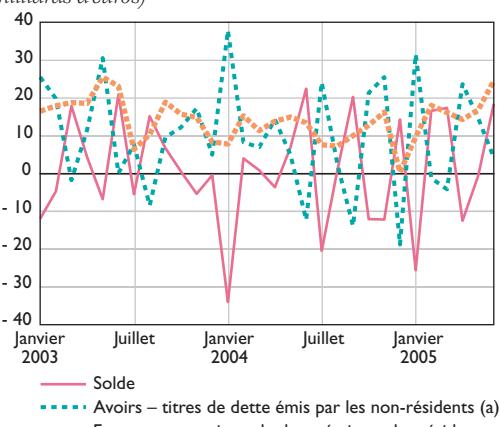
(en milliards d'euros)

**Investissements de portefeuille – Actions**

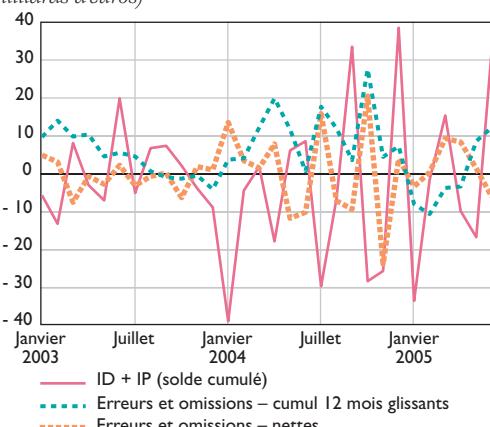
(en milliards d'euros)

**Investissements de portefeuille – Titres de dette**

(en milliards d'euros)

**Investissements directs et investissements de portefeuille (solde cumulé) et erreurs et omissions**

(en milliards d'euros)



(a) Pour les avoirs, le signe de balance est inversé : un signe positif correspond à des achats nets.

2| La monnaie, les placements et les financements

2| I Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la *zone euro*, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 s'est établi à 7,5 % en juin, après 7,3 % en mai. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 7,2 % pour la période allant de avril à juin, au lieu de 6,8 % pour la période allant de mars à mai.

Au sein des contreparties de M3, le taux de croissance annuel des créances sur le secteur privé a légèrement progressé en juin (8,0 %, contre 7,8 % en mai), sous l'effet principalement de l'accélération des crédits (7,9 %, après 7,5 %).

En *France*, l'évolution des avoirs monétaires des résidents a présenté en juin les traits suivants :

- la croissance annuelle des dépôts à vue s'est nettement renforcée, à 8,9 %, au lieu de 6,0 % le mois précédent ;

- la croissance annuelle des comptes sur livret s'est quelque peu ralentie, à 7,0 %, après 7,3 % en mai ;
- la croissance annuelle des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans s'est accentuée, s'établissant à 5,7 %, contre 4,2 % en mai ;
- la progression des titres d'OPCVM monétaires s'est modérée, atteignant 9,5 %, au lieu de 12,9 % ;
- la croissance des titres de créances de durée inférieure à deux ans a ralenti, à 12,1 %, après 17,5 %.

2| 2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a diminué en juin, sous l'effet du ralentissement de la croissance de l'endettement des sociétés non financières et des administrations publiques. En revanche, la croissance annuelle de l'endettement des ménages s'est de nouveau renforcée, au point d'atteindre le rythme de 10 %.

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

(en euros constants – cvs-cjo – base 2000)

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

| | Encours | Taux de croissance annuel (a) | | Part dans la zone euro |
|---|----------------|-------------------------------|-------------|------------------------|
| | | Juin 2005 | Mai 2005 | |
| Zone euro (b) | | | | |
| Agrégats monétaires (en données cvs) | | | | |
| Billets et pièces en circulation | 483,8 | 17,0 | 17,2 | |
| + Dépôts à vue | 2 741,9 | 8,9 | 9,3 | |
| = M1 | 3 235,7 | 10,1 | 10,5 | |
| + Autres dépôts monétaires | 2 591,3 | 4,9 | 5,3 | |
| = M2 | 5 827,0 | 7,6 | 7,9 | |
| + Instruments négociables | 982,1 | 5,7 | 5,1 | |
| = M3 | 6 809,1 | 7,3 | 7,5 | |
| Crédits au secteur privé (en données cvs) | 7 890,1 | 7,5 | 7,9 | |
| Créances sur le secteur privé (en données cvs) | 9 105,8 | 7,8 | 8,0 | |
| France | | | | |
| Principaux actifs monétaires (c) | | | | |
| Dépôts à vue | 411,8 | 6,0 | 8,9 | 15,4 |
| Comptes sur livret | 386,1 | 7,3 | 7,0 | 25,1 |
| Dépôts à terme ≤ 2 ans | 48,9 | 4,2 | 5,7 | 4,7 |
| Titres d'OPCVM monétaires | 308,0 | 12,9 | 9,5 | 47,4 |
| Titres de créances < 2ans | 60,8 | 17,5 | 12,1 | 70,5 |
| Crédits au secteur privé (c) | 1 321,6 | 8,1 | 8,4 | 16,7 |

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

| | Juin 2004 | Mai 2005 | Juin 2005 |
|-----------------------------|-----------|----------|-----------|
| Endettement intérieur total | 5,5 | 6,9 | 6,4 |
| Sociétés non financières | 1,1 | 6,0 | 5,4 |
| Ménages | 9,4 | 9,8 | 10,0 |
| Administrations publiques | 8,2 | 6,0 | 5,4 |

S'agissant des modes de financement, tant la progression des financements de marché que celle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes marquent une légère décélération, tandis que le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a nettement baissé

Endettement intérieur total par sources de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

| | Juin 2004 | Mai 2005 | Juin 2005 |
|---|-----------|----------|-----------|
| Endettement intérieur total (a) | 5,5 | 6,9 | 6,4 |
| Crédits obtenus auprès des IFM résidentes | 6,2 | 6,4 | 6,3 |
| Crédits obtenus auprès des non-résidents | 4,3 | 12,5 | 9,0 |
| Financements de marché | 4,9 | 6,1 | 5,9 |

(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques se rapportant aux crédits.

(1,9 %, après 0,9 % en mai), du fait d'une légère reprise des émissions nettes de titres à long terme. En revanche, la croissance de l'endettement des administrations publiques s'est modérée (7,3 %, après 8,0 %).

2 | 4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est accélérée, pour s'établir à 6,8 %, après 6,5 % le mois précédent.

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

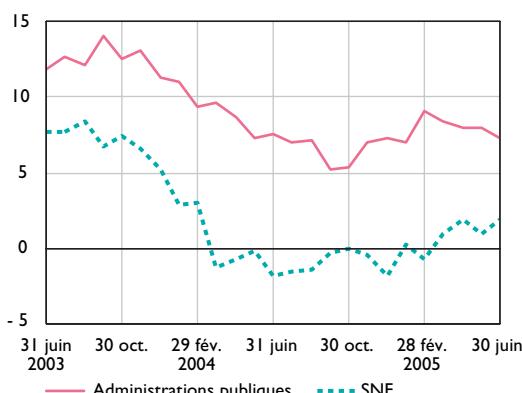
| | Juin 2004 | Mai 2005 | Juin 2005 |
|---|-----------|----------|-----------|
| Crédits des IFM | 7,2 | 6,5 | 6,8 |
| aux administrations publiques | 14,8 | - 7,4 | - 7,0 |
| au secteur privé | 6,3 | 8,1 | 8,4 |
| dont : | | | |
| Crédits des EC aux ménages | 9,5 | 9,9 | 9,9 |
| dont : Trésorerie | 5,1 | 5,1 | 4,5 |
| Habitat | 12,6 | 12,4 | 12,4 |
| Crédits des EC aux sociétés non financières | 1,2 | 6,2 | 5,7 |
| dont : Trésorerie | - 7,3 | 5,0 | 5,4 |
| Investissement | 4,0 | 6,1 | 6,6 |

2 | 3 L'endettement sur les marchés

La croissance de l'endettement des sociétés non financières sur les marchés s'est quelque peu renforcée

Endettement des sociétés non financières et des APU sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



La croissance annuelle des prêts au secteur privé s'est renforcée (8,4 %), tandis que la contraction des crédits aux administrations publiques s'est atténuée. La croissance des crédits aux ménages est restée inchangée (9,9 %), la progression des crédits à l'habitat conservant un rythme très soutenu, alors que celle des crédits de trésorerie a un peu ralenti. La croissance des crédits aux sociétés non financières s'est modérée, du fait du ralentissement des autres crédits, dont l'effet l'a emporté sur celui de l'accélération des crédits de trésorerie et des crédits d'investissement.

2 | 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux

Les taux des crédits aux ménages observés sur les opérations nouvelles ont dans l'ensemble nettement diminué en juin. Ceux des crédits aux sociétés non financières ont, en revanche, généralement augmenté.

ACTUALITÉ

La monnaie, les placements et les financements

• La diminution assez sensible du taux moyen des crédits aux ménages (4,81 %, après 4,90 % en mai) est principalement imputable aux taux des crédits à l'habitat, dont la baisse a pris un tour un peu plus marqué pour les crédits à taux variable (3,37%, après 3,46%) que pour les crédits à taux fixe (3,74%, après 3,80%). Le taux des découvertes, il est vrai sujet à une certaine volatilité d'un mois à l'autre, s'est inscrit également en net repli (9,70 %, après 9,92 %). À l'inverse, le taux des crédits à la consommation a légèrement augmenté (6,07 %, après 6,00 %).

• Le taux moyen des crédits nouveaux aux sociétés non financières s'est établi à 3,81 %, après 3,79 % en mai. Le sens et l'amplitude des variations de taux diffèrent toutefois selon les catégories de concours : augmentation assez sensible pour les découvertes (3,82 %, après 3,68 %), légère hausse pour les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,04 %, après 3,00 %) mais légère baisse pour les crédits de PFIT supérieure ou égale à un an (4,03 %, après 4,06 %).

2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes des OPCVM « monétaires » et « actions » ont diminué, tandis que ceux des OPCVM « obligations » ont à nouveau sensiblement augmenté. Le flux de souscriptions nettes des OPCVM « diversifiés » est resté quasiment inchangé.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

| | Décembre 2003 | Décembre 2004 | Mai 2005 | Juin 2005 |
|-------------------|---------------|---------------|----------|-----------|
| OPCVM monétaires | 9,3 | 6,5 | 10,0 | 7,5 |
| OPCVM obligations | - 4,6 | 0,1 | 2,6 | 4,1 |
| OPCVM actions | 1,4 | 2,7 | 3,5 | 2,9 |
| OPCVM diversifiés | - 1,1 | 4,4 | 3,0 | 3,1 |

Source : Europerformance - Groupe Fininfo

ENCADRÉ 4

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juillet 2005

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

| | Émissions nettes | | | | Émissions brutes | | | Encours À fin Juillet 2005 |
|---|------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------|----------------------------------|
| | Année 2004 | Juillet 2004 à juin 2005 | Août 2004 à juillet 2005 | Juillet 2005 | Juillet 2004 à juin 2005 | Août 2004 à juillet 2005 | Juillet 2005 | |
| Sociétés non financières | - 17,4 | - 8,4 | - 7,3 | - 0,5 | 6,0 | 5,5 | 0,0 | 104,3 |
| État | 39,0 | 42,0 | 44,0 | 7,8 | 72,2 | 76,4 | 10,0 | 584,8 |
| Autres administrations publiques | 7,9 | 12,4 | 12,9 | - 2,3 | 15,6 | 15,5 | 0,0 | 52,3 |
| Institutions financières monétaires | - 1,4 | - 3,5 | - 6,2 | - 0,7 | 18,8 | 16,3 | 0,5 | 154,7 |
| Institutions financières non monétaires | - 1,2 | - 0,3 | - 0,3 | - 0,1 | 1,1 | 1,4 | 0,6 | 24,6 |
| Total | 27,0 | 42,0 | 43,3 | 4,6 | 113,7 | 115,2 | 11,1 | 920,7 |

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois de juillet 2005, ont totalisé 11,1 milliards d'euros, contre 9,3 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (6,5 milliards d'euros, contre 3,5 milliards en mai), les émissions nettes se sont élevées à 4,6 milliards d'euros.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor (dont une nouvelle ligne d'OAT échéance octobre 2015) ont représenté plus de 90 % du total émis sur la place de Paris. L'AFT a annoncé que l'abondement réalisé ce mois-ci sur l'OAT échéance 2055 serait le dernier de l'année pour cet emprunt créé en février dernier. À fin juillet, l'État a réalisé plus de 93 % de son programme indicatif d'émissions pour l'année 2005 (61 milliards d'euros prévus, dont 11 milliards sur les lignes indexées).

3 | Les marchés de capitaux

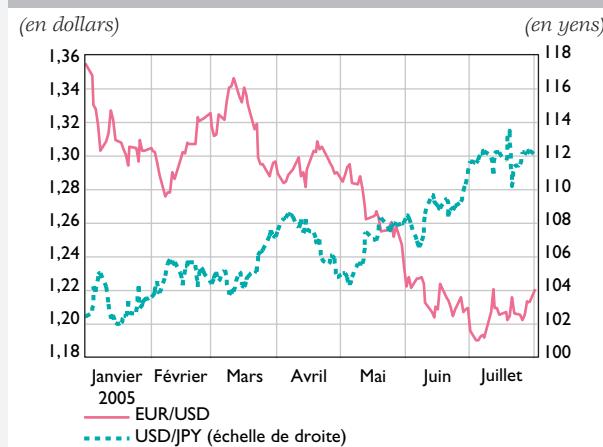
En juillet, l'euro s'est apprécié contre les principales monnaies à la faveur de l'amélioration des perspectives économiques en zone euro. La réforme du régime de change chinois annoncée le 21 juillet a eu un impact limité sur les marchés de change.

Les rendements obligataires se sont redressés, en particulier sur les échéances courtes, en liaison avec la hausse des taux à court terme anticipés. Cette évolution des marchés obligataires internationaux s'est accompagnée d'une poursuite de la hausse des grands indices boursiers mondiaux. Ces derniers sont revenus à leurs plus hauts niveaux depuis trois à quatre ans en Europe et aux États-Unis.

3 | I Les marchés de change et de matières premières

L'euro s'est inscrit dans une fourchette de fluctuation de 1,188-1,225 au cours du mois. Il s'est légèrement apprécié contre le dollar, après avoir atteint début juillet ses plus bas niveaux depuis un an, autour de 1,19. Si l'écart de rendement des marchés monétaires et obligataires entre les États-Unis et la zone euro (environ 100 points de base fin juillet) est resté un facteur de soutien du dollar, les marchés ont plutôt retenu l'amélioration des statistiques économiques en zone euro, en particulier les indices de confiance. L'euro a pu également bénéficier de l'annonce de l'ancrage du yuan à un panier de devises interprété par certains participants de marché comme le signal d'un rôle plus important de l'euro dans les réserves de changes de la Chine.

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



ENCADRÉ 5

Réforme du régime de change en Chine

Le 21 juillet, la Banque centrale chinoise a annoncé la réforme de son régime de change : l'ancrage fixe sur le dollar américain a été remplacé par un régime plus flexible (« managed floating exchange rate regime »), faisant référence à un panier de monnaies dont la composition n'a pas été divulguée. Le cours de clôture du yuan du 21 juillet face au dollar a été fixé à 8,11 yuan pour un dollar, contre 8,2765 précédemment, ce qui correspond à une réévaluation de 2,05 %. Dans le cadre du nouveau régime, le cours de clôture du yuan par rapport au dollar américain sera publié par la Banque centrale et vaudra parité centrale sur le marché interbancaire du jour suivant, une fluctuation quotidienne de +/- 0,3 % autour de cette parité centrale étant autorisée. Le yuan s'est, depuis cette annonce, apprécié légèrement contre le dollar, son cours de clôture au 1^{er} août s'établissant à 8,1046.

Saluée par les autorités monétaires internationales, cette décision chinoise a eu un effet significatif, mais de courte durée, sur les devises asiatiques. Le yen s'est immédiatement apprécié, passant de 112,5 à 110,2 yens pour 1 dollar. Cependant, il a effacé ses gains en peu de temps, la devise japonaise ayant pâti de la montée des incertitudes politiques dans l'Archipel et de l'éventualité d'un rejet du projet de privatisation de la poste, susceptible de déclencher des élections anticipées.

La plupart des monnaies asiatiques se sont également appréciées après l'annonce des autorités chinoises, mais ont rapidement effacé la majeure partie de leurs gains. Également le 21 juillet, la Malaisie a annoncé une réforme de son régime de change : au lieu d'un lien fixe avec le dollar américain, le ringgit évolue depuis dans un régime de change flottant contrôlé, faisant référence à un panier de devises dont la composition n'a pas été révélée.

Principales devises asiatiques contre dollar

| | | 1 ^{er} août 2005 | 1 ^{er} juillet 2005 | Variation en % |
|---------------------|---------|---------------------------|------------------------------|----------------|
| Won coréen | USD/KRW | 1 025,00 | 1 033,50 | - 0,8 |
| Ringitt malais | USD/MYR | 3,7495 | 3,8 | - 1,3 |
| Roupie indonésienne | USD/INR | 43,425 | 43,520 | - 0,2 |
| Dollar de Singapour | USD/SGD | 1,6595 | 1,6919 | - 1,9 |
| Dollar de Hong Kong | USD/HKD | 7,7728 | 7,7724 | 0,05 |
| Dollar de Taiwan | USD/TWD | 31,915 | 31,685 | 0,72 |

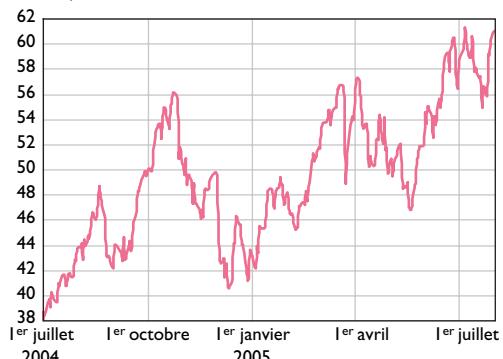
NB : Hors mention spécifique, les graphiques des parties 3|I, 3|2 et 3|3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuters et Bloomberg.

ACTUALITÉ

Les marchés de capitaux

Cours du pétrole

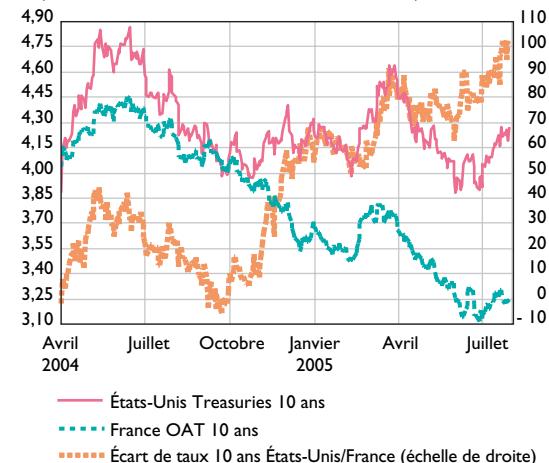
(en dollars)



Rendements obligataires à 10 ans

(en %)

(en points de base)



Les monnaies européennes

Au cours du mois de juillet, la livre sterling a poursuivi sa baisse face aux principales monnaies, dans un contexte d'anticipations croissantes de baisse des taux par la Banque d'Angleterre, en liaison avec le ralentissement du marché immobilier et de la consommation des ménages.

Les cours du pétrole ont connu des fluctuations importantes en juillet, dans une fourchette comprise entre USD 54,5 et USD 61 par baril. À partir du 20 juillet, ils ont progressé rapidement, dans un contexte de forte demande mondiale (croissance chinoise de 9,5 % au deuxième trimestre), de baisse continue des stocks aux États-Unis et d'incertitudes géopolitiques au Moyen-Orient liées, notamment, à la politique nucléaire de l'Iran.

3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

Les taux d'intérêt obligataires se sont redressés en juillet, de manière plus marquée aux États-Unis qu'en Europe. Les écarts de rendement sur les titres souverains américains et européens se sont à nouveau élargis, pour atteindre près de 100 points de base en fin de mois.

Hausse des rendements aux États-Unis

Les taux américains se sont inscrits en hausse marquée en juillet : les taux à 2 ans ont augmenté de 38 points de base, à 4,04 %, contre 28 points de base pour les taux à 10 ans, à 4,31 %.

Les attaques terroristes à Londres des 7 et 21 juillet ont entraîné un mouvement de fuite vers la qualité et fait reculer les rendements, mais cette détente a été de courte durée. Les rendements, se sont en effet à nouveau tendus, en liaison avec la confirmation de la vigueur de la croissance américaine (9^e trimestre consécutif de croissance supérieure à 3 %), mais aussi avec les craintes liées au financement des déséquilibres extérieurs américains. Si, en juin, le déficit commercial a été couvert par les achats de titres américains par les résidents étrangers, l'annonce de la réforme du régime de change chinois a fait craindre à certains participants une moindre propension de la Chine à accumuler des réserves de change et un moindre appétit pour la dette souveraine américaine.

Les anticipations de hausse des taux aux États-Unis se sont nettement renforcées en juillet après la publication de données économiques meilleures que prévu et en réaction aux propos de responsables du Système fédéral de réserve soulignant le

caractère toujours accommodant de la politique monétaire américaine. Le 31 juillet, le marché anticipait un resserrement monétaire cumulé de 75 points de base d'ici à la fin 2005, ce qui porterait le taux directeur américain à 4,00 %.

Hausse des rendements au Japon

À l'instar des principaux marchés obligataires mondiaux, les taux obligataires japonais à 2 et 10 ans ont progressé de, respectivement, 4 et 13 points de base. La perspective d'une possible sortie de la déflation dès la fin 2005, soulignée à plusieurs reprises par les autorités monétaires japonaises, a contribué à cette hausse.

Hausse des rendements européens

Les rendements obligataires de la zone euro ont augmenté en juillet : les taux à 10 ans ont progressé de 12 points de base, contre 20 points de base pour les taux à 2 ans. Cette évolution a été, avant tout, provoquée par la publication d'indicateurs économiques soulignant l'amélioration du climat des affaires et du marché de l'emploi. Dans ce contexte, les anticipations de baisse des taux de la BCE, qui étaient apparues en juin, ont disparu en juillet, laissant place à des anticipations de hausse de 25 points de base à l'horizon de juillet 2006 (cf. graphique ci-dessous).

Les conditions de financement des émetteurs privés se sont légèrement améliorées. Cette évolution

Primes de signature de crédit dans la zone euro

(en points de base)

| Émetteur | 1 ^{er} août 2005 | 1 ^{er} juillet 2005 | Variation/1 ^{er} juillet | 31 déc. 2004 | Variation/31 déc. 2004 |
|-------------------|---------------------------|------------------------------|-----------------------------------|--------------|------------------------|
| Industrielles AA | 20 | 23 | - 3 | 23 | - 3 |
| Industrielles BBB | 78 | 84 | - 6 | 76 | 2 |
| Financières AA | 27 | 29 | - 2 | 30 | - 3 |
| Corporates BBB | 71 | 78 | - 7 | 79 | - 8 |
| Telecom | 50 | 54 | - 4 | 52 | - 2 |
| Agences | 9 | 11 | - 2 | 11 | - 2 |

Source : Merrill Lynch

est sans doute à relier, d'une part, à la solidité des résultats publiés par les entreprises et, d'autre part, au volume des émissions non financières particulièrement faible (seulement un sixième des émissions observées en juillet 2004).

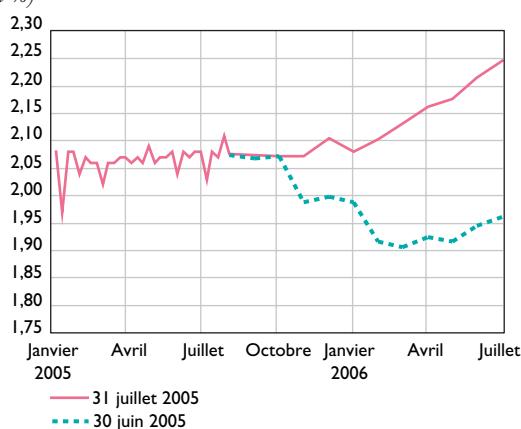
3 | 3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont fortement progressé en juillet.

La progression des indices européens s'explique, notamment, par les très bons résultats publiés pour le premier semestre 2005 (cf. tableau ci-après pour les entreprises du CAC 40). D'un point de vue sectoriel, les meilleures performances ont été enregistrées dans l'automobile, le tourisme et les assurances, tandis que la distribution voyait ses cours stagner.

Taux Eonia et courbe des taux au jour le jour anticipés tirés des swaps Eonia

(en %)



Indices boursiers

(variation en %)

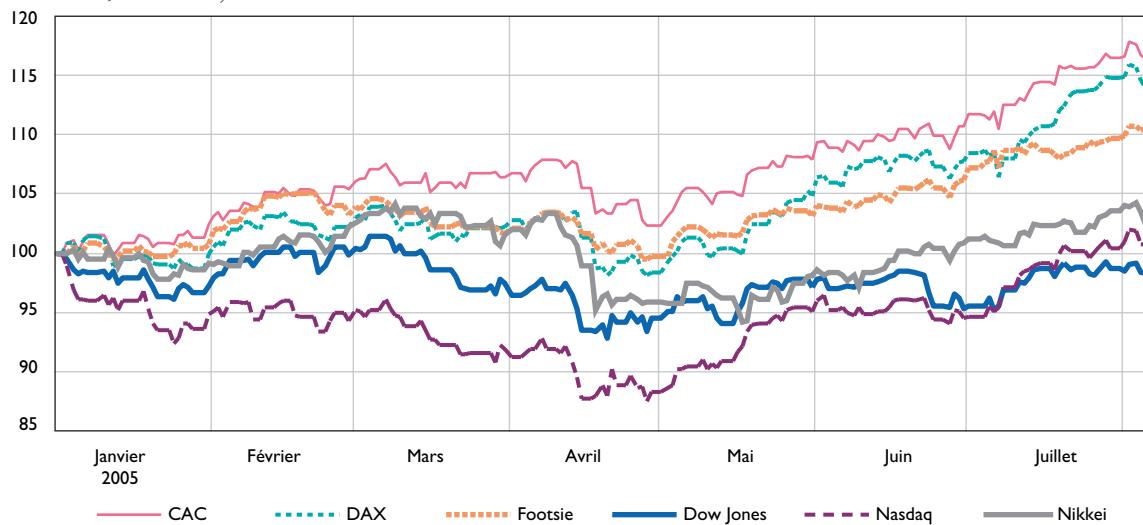
| | Niveau au 1 ^{er} août 2005 | Variation / 1 ^{er} juillet 2005 | Variation / 31 déc. 2004 |
|-----------------|-------------------------------------|--|--------------------------|
| CAC 40 | 4 456,87 | 4,39 | 16,64 |
| DAX | 4 890,85 | 5,93 | 14,91 |
| DJ EuroStoxx 50 | 3 320,44 | 3,49 | 12,51 |
| FTSE | 5290,8 | 2,52 | 9,90 |
| Nasdaq | 2 195,38 | 6,71 | 0,78 |
| Dow Jones | 10 623,15 | 3,10 | -1,64 |
| Nikkei | 11 946,92 | 2,72 | 3,99 |

ACTUALITÉ

Les marchés de capitaux

Indices boursiers

(base 100 au 1^{er} janvier 2005)



Entreprises du CAC 40 : résultats au 1^{er} semestre 2005

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

| | Chiffres d'affaires | | Résultat net | |
|------------------------------|-------------------------------|---------------------|-------------------------------|---------------------|
| | 1 ^{er} semestre 2005 | Variation 2005/2004 | 1 ^{er} semestre 2005 | Variation 2005/2004 |
| Accor | 3 643 | 6,8 | | |
| Air Liquide | 5 041 | 12,4 | | |
| Arcelor | 16 778 | 14,6 | 1 937 | 124 |
| Axa | 36 507 | 4,7 | | |
| BNP Paribas | 10 774 | 11,0 | 3 176 | 28 |
| Carrefour | 39 940 | 4,6 | | |
| Casino | 10 363 | 1,8 | | |
| Danone | 6 437 | 6,5 | 347 | - 37 |
| EADS | 16 020 | 10,0 | 816 | 114 |
| Essilor International | 1 182 | 6,7 | | |
| France Telecom | 23 665 | 2,3 | 3 400 | 340 |
| LVMH | 6 173 | 10,0 | | |
| Lafarge | 7 220 | 6,3 | | |
| Lagardère | 6 150 | 8,1 | | |
| L'Oréal | 7 163 | 3,5 | | |
| Pernod-Ricard | 1 675 | 6,5 | | |
| PSA | 29 006 | 1,6 | 681 | - 21 |
| PPR | 8 094 | 3,1 | | |
| Publicis | 1 900 | 4,6 | 130 | 49 |
| Renault | 21 324 | 3,8 | 2 211 | 52 |
| Saint-Gobain | 16 877 | 7,0 | 632 | 14 |
| Sanofi Aventis | 13 104 | 7,4 | | |
| Schneider Electric | 5 399 | 8,5 | 413 | 15 |
| Société générale | 9 201 | 15,0 | 2 181 | 30 |
| STM Microelectronics | 3 441 | 1,0 | | |
| Suez | 20 200 | 8,0 | | |
| TFI | 1 469 | - 1,7 | | |
| Thomson | 2 968 | - 12,0 | - 462 | - 141 |
| Total | 64 812 | 16,0 | 6 287 | 44 |
| Veolia Environnement | 12 148 | 10,4 | | |
| Vivendi universal | 9 131 | 9,0 | | |

ENCADRÉ 6

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 %)

| | Juillet 2005 | | Moyenne année 2005 | |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|
| | Volume | Part | Volume | Part |
| OAT | 412,0 | 66,9 | 449,6 | 65,8 |
| Pensions à taux fixe | 161,9 | 26,3 | 184,9 | 27,1 |
| Pensions à taux variable | 250,1 | 40,6 | 264,7 | 38,8 |
| BTAN | 161,4 | 26,2 | 166,7 | 24,4 |
| Pensions à taux fixe | 50,0 | 8,1 | 52,1 | 7,6 |
| Pensions à taux variable | 111,4 | 18,1 | 114,6 | 16,8 |
| BTF | 42,0 | 6,8 | 66,5 | 9,7 |
| Pension à taux fixe | 11,5 | 1,9 | 15,7 | 2,3 |
| Pensions à taux variable | 30,5 | 4,9 | 50,8 | 7,4 |
| Total | 615,4 | 100,0 | 682,8 | 100,0 |
| Pensions à taux fixe | 223,4 | 36,3 | 252,8 | 37,0 |
| Pensions à taux variable | 392,0 | 63,7 | 430,0 | 63,0 |

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

| Échéances | 25 juin au 1 ^{er} juillet | 2 au 8 juillet | 9 au 15 juillet | 16 au 22 juillet | 23 au 29 juillet |
|-----------|------------------------------------|----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 1 jour | 2,17 | 2,13 | 2,05 | 2,13 | 2,13 |
| 10 jours | 2,19 | (-) | (-) | 2,13 | (-) |
| 30 jours | 2,17 | 2,17 | 2,17 | 2,16 | 2,16 |
| 90 jours | 2,17 | 2,16 | 2,24 | 2,18 | 2,19 |
| 180 jours | 2,16 | 2,17 | 2,32 | 2,32 | 2,21 |

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

| Échéances | 25 juin au 1 ^{er} juillet | 2 au 8 juillet | 9 au 15 juillet | 16 au 22 juillet | 23 au 29 juillet |
|-----------|------------------------------------|----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 1 jour | 2,13 | 2,11 | 2,02 | 2,11 | 2,11 |
| 10 jours | 2,04 | 2,04 | 2,08 | 2,05 | 2,10 |
| 30 jours | 2,10 | 2,11 | 2,11 | 2,10 | 2,09 |
| 90 jours | 2,13 | 2,15 | 2,15 | 2,15 | 2,15 |
| 180 jours | 2,11 | 2,16 | 2,17 | 2,16 | 2,18 |

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

| Échéances | 29 juillet (dernier jour ouvré) | 1 ^{er} juillet | Variation (en points de base) |
|-----------|------------------------------------|-------------------------|----------------------------------|
| 1 mois | 2,02 | 2,02 | 0 |
| 3 mois | 2,03 | 2,01 | 2 |
| 6 mois | 2,04 | 1,99 | 5 |
| 12 mois | 2,09 | 1,98 | 11 |
| 2 ans | 2,23 | 2,03 | 20 |
| 5 ans | 2,70 | 2,54 | 16 |

Spreads billets de trésorerie – swaps

Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A-1+/FI+, A-1/P-1/FI, A-2/P-2/F2, non notés, véhicules (a)

(en points de base)

| Échéances | A-1+/FI+, A-1/P-1/FI | A-2/P-2/F2 | Non notés | Véhicules (a) |
|--------------------|-------------------------|------------|-----------|------------------|
| 1 mois Mai 2005 | 1 | 4 | 11 | 4 |
| Juin 2005 | 1 | 5 | 13 | 5 |
| Juillet 2005 | 1 | 5 | 6 | 5 |
| 3 mois Mai 2005 | 5 | 8 | 18 | 8 |
| Juin 2005 | 4 | 8 | 14 | 7 |
| Juillet 2005 | 4 | 7 | 11 | 7 |

(a) Conduits chargés du refinancement,

par billets de trésorerie, de structures de titrisation

À l'exception des émetteurs non notés, le mois de juillet se caractérise par une stabilité des prix à l'émission. En ce qui concerne les émetteurs non notés, on observe une baisse de 7 et 3 points de base sur, respectivement, les échéances 1 et 3 mois.

Émission de TCN

(en milliards d'euros)

| | Émissions en juillet 2005 | | Encours à fin juillet 2005 |
|----------------------------------|------------------------------|--------|----------------------------------|
| | Brutes | Nettes | |
| Titres de créances négociables | 642,3 | 4,6 | 366,0 |
| Certificats de dépôt négociables | 570,4 | 9,6 | 240,9 |
| BMTN | 1,2 | 0,3 | 52,3 |
| Billets de trésorerie | 70,7 | - 5,3 | 72,8 |

Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation

21

Arnaud MANAS

*Direction des Relations internationales et européennes
Service de l'Endettement*

L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ?

37

Frédéric WILHELM

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires*

Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie

53

Vincent FLEURIET

*Direction pour la Coordination de la Stabilité financière
Service des Études de marché et de la Stabilité financière*

Enquête financière – Deuxième trimestre 2005

65

Direction de la Conjoncture

Service des Synthèses conjoncturelles

Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation

Arnaud MANAS

*Direction des Relations internationales et européennes
Service de l'Endettement*

L'initiative en faveur des Pays pauvres très endettés (PPTE) a été conjointement lancée en 1996 par les pays les plus industrialisés, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale. Elle avait pour ambition de permettre aux pays les plus pauvres de sortir de la spirale du surendettement par le biais de substantielles annulations de leur dette. Près de dix ans après le début de l'initiative, un premier bilan permet de mesurer l'effort accompli par les créanciers et les pays débiteurs. L'annulation intégrale (100 %) de la dette multilatérale des pays PPTE décidée récemment au G 8 de Gleneagles complète l'engagement des créanciers du G 8, pris au sommet de Cologne en 1999, d'annuler la quasi-totalité de leurs créances bilatérales envers ces pays PPTE. L'étude de l'évolution de la notation potentielle des pays PPTE (calculée à partir des travaux de modélisation économétrique de la notation des agences de rating) montre que l'initiative a eu des effets économiques et financiers positifs. En matière de développement, l'évaluation qualitative révèle des progrès. L'étude du cas du Burkina Faso confirme ce diagnostic.

Mots-clés : agence de notation, AID, annulation de dette, Banque mondiale, Brady, Club de Londres, Club de Paris, DSA, DSRP, dette souveraine, évaluation, FMI, FRPC, initiative PPTE/HIPC (*Highly Indebted Poor Countries*), termes de Naples, rééchelonnement, soutenabilité, tiers monde, Zone franc

I| Aux origines : la crise de la dette

La crise de la dette trouve son origine à la fin des années soixante-dix. Le contexte économique favorisait l'endettement mondial et, plus particulièrement, celui des pays à revenus intermédiaires, parmi lesquels certains producteurs de pétrole (Mexique, Venezuela, notamment). L'endettement croissant de ces derniers était, en effet, facilité par des taux d'intérêt réels faibles ou négatifs, ainsi que par le niveau historiquement élevé des cours de la plupart des matières premières, dont le pétrole. Le nécessaire recyclage de l'épargne des pays pétroliers, les « pétrodollars », constituait, à cet égard, une ressource apparemment intarissable. Cette période a aussi coïncidé avec un développement important de l'aide publique aux pays à faible revenu sous forme de prêts, en réponse, pour une bonne part, aux difficultés économiques découlant de la crise énergétique. Avec le recul du temps, il est maintenant évident que ces crédits, pour justifiés qu'ils aient pu être au départ, ont également favorisé la poursuite de politiques économiques incompatibles avec le développement durable des économies des pays concernés.

Les années quatre-vingt connurent un renversement de tendance : les ressources des pays exportateurs baissaient, alors que les taux d'intérêt réels progressaient fortement. Pour certains pays, endettés à taux variable auprès de la communauté financière, la hausse des taux a joué un rôle déclencheur. Pour d'autres pays, dont les ressources extérieures étaient principalement constituées de crédits d'aide au développement, c'est avant tout l'incapacité des politiques économiques mises en œuvre à assurer les conditions d'une croissance économique forte et le déséquilibre des finances publiques qui ont rendu le remboursement de la dette impossible.

Depuis la seconde moitié du 20^e siècle, la communauté financière internationale s'est organisée pour traiter les défauts de paiements et permettre aux pays endettés de faire face à leurs échéances. Le Club de Paris, instance informelle des principaux créanciers souverains, fut ainsi créé en 1956. Il traite la partie publique de la dette par des solutions négociées. Pour la partie bancaire privée de la dette, le Club de Londres, association constituée, au cas par cas, de banques créancières, est en charge de la négociation de rééchelonnement.

2| La mise en place de l'initiative PPTE

En général, lorsqu'un pays éprouvait des difficultés de nature conjoncturelle et d'ampleur limitée, la solution retenue par les créanciers du Club de Paris reposait sur un traitement financier classique qui conduisait au rééchelonnement de sa dette. Les échéances dues pendant un intervalle de temps limité (période de consolidation) étaient reportées et leur remboursement étalé dans le temps. Une période de grâce de quelques années pouvait même être accordée pour le remboursement des échéances en capital. Ce type d'aménagement, qui visait à alléger la contrainte financière, permettait théoriquement au pays débiteur de reprendre ses paiements normaux, une fois la période de consolidation achevée et l'équilibre rétabli.

Néanmoins, cette technique classique du rééchelonnement s'est avérée inefficace pour les pays pauvres producteurs de matières premières. En effet, le report des échéances à des taux d'intérêt réels élevés conduisait à un accroissement exponentiel de la dette, notamment par le jeu de la capitalisation des arriérés. Le service de la dette des pays pauvres très endettés (PPTE), rapporté à leurs exportations, est ainsi passé de 17 % en 1980 à près de 30 % en 1986. Beaucoup de pays ont alors été contraints d'enchaîner des accords de consolidation avec le Club de Paris sans pour autant parvenir à assainir durablement leur situation. Quasi systématiquement, dès la fin de la période de consolidation, le pays se retrouvait confronté aux mêmes difficultés financières et sollicitait alors un nouvel accord avec un stock de dettes accru du fait de la capitalisation partielle ou totale d'intérêts moratoires, voire des arriérés en capital sur les accords les plus anciens (effet « boule

Endettement / PNB

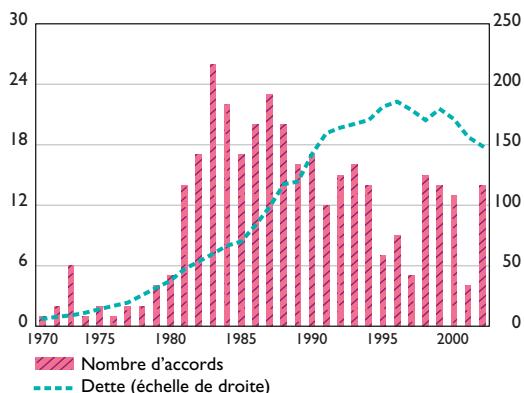
(en %)

| | 1984 | 1994 |
|-------------------------------|------|------|
| Pays pauvres | 74 | 161 |
| Pays à bas revenus | 33 | 61 |
| Pays à revenus intermédiaires | 25 | 46 |
| Pays développés | 30 | 40 |

Source : Banque mondiale

Les accords avec le Club de Paris et la dette des pays PPTE

(montants de dette en milliards de dollars)



Sources : Banque mondiale (WDI), Banque de France

de neige »). Ainsi, un tiers des pays PPTE a conclu huit accords ou plus avec les créanciers du Club depuis les années quatre-vingt.

Le cas du Togo, nullement isolé, est significatif à cet égard. De 1979 à 1995, ce pays a conclu dix accords avec le Club de Paris et a bénéficié d'une annulation des deux tiers de sa dette commerciale et de la suspension pendant plus de quinze ans des remboursements des prêts d'aide au développement. Et pourtant, le Togo, malgré ces efforts répétés, n'a pas pu assainir sa situation financière. C'est pourquoi, en 1996, ce pays a été déclaré potentiellement éligible à l'initiative PPTE.

Pendant les années quatre-vingt, le délai moyen entre deux accords « Club de Paris » consécutifs n'excédait pas deux ans, révélant de ce fait l'inadéquation de ces simples rééchelonnements. L'initiative de Toronto (1988) a constitué une première tentative de résolution du problème de l'endettement de ces pays pauvres très endettés (initiative PPTE). Cette initiative, destinée aux pays les plus pauvres, reconnaissait pour la première fois la nécessité d'une annulation partielle (33 %) de la dette commerciale. Elle constituait le pendant des accords « Brady » du Club de Londres, qui consentait à une annulation de l'ordre de 30 % à 40 % des créances pour les pays à revenus intermédiaires surendettés dont l'insolvabilité était désormais reconnue. Des améliorations furent décidées au sommet de Londres en juillet 1991 (annulation à 50 % de la dette commerciale), puis au sommet de Naples en juillet 1994 (annulation à 67 % de la dette commerciale).

Devant la persistance, malgré ces efforts, du problème de la dette, une nouvelle approche fut mise en place pour essayer de résoudre durablement les problèmes de ces pays pauvres surendettés et éviter ces cycles répétitifs de cessation de paiement et de rééchelonnement. Un premier pas fut accompli par la reconnaissance que ces pays n'étaient pas confrontés à des problèmes de liquidité, mais de solvabilité. Le point crucial était le niveau d'endettement rapporté aux ressources du pays, c'est-à-dire la viabilité et la soutenabilité de sa dette. Selon le critère retenu par le Fonds et la Banque mondiale, la dette d'un pays

Le cas du Togo : accords conclus avec le Club de Paris avant le début de l'initiative PPTE (1996)

| Date de l'accord | Type de traitement | Principales caractéristiques | |
|------------------|--------------------|---|---|
| | | Crédits commerciaux publics | Aide publique au développement |
| Juin 1979 | Classique | Pas d'annulation et rééchelonnement | Pas d'annulation et rééchelonnement |
| Février 1981 | Classique | Pas d'annulation et rééchelonnement | Pas d'annulation et rééchelonnement |
| Avril 1983 | Classique | Pas d'annulation et rééchelonnement | Pas d'annulation et rééchelonnement |
| Juin 1984 | Classique | Pas d'annulation et rééchelonnement | Pas d'annulation et rééchelonnement |
| Juin 1985 | Classique | Pas d'annulation et rééchelonnement | Pas d'annulation et rééchelonnement |
| Mars 1988 | Ad hoc | Pas d'annulation et rééchelonnement | Pas d'annulation et rééchelonnement |
| Juin 1989 | Toronto | Annulation de 33 % et rééchelonnement de 67 % sur 14 années dont 8 de grâce | Pas d'annulation, mais rééchelonnement sur 25 années dont 14 de grâce |
| Juillet 1990 | Toronto | Annulation de 33 % et rééchelonnement de 67 % sur 14 années dont 8 de grâce | Pas d'annulation, mais rééchelonnement sur 25 années dont 14 de grâce |
| Juin 1992 | Londres | Annulation de 50 % et rééchelonnement de 50 % sur 23 années dont 6 de grâce | Pas d'annulation, mais rééchelonnement sur 30 années dont 12 de grâce |
| Février 1995 | Naples | Annulation de 67 % et rééchelonnement de 33 % sur 23 années dont 6 de grâce | Pas d'annulation, mais rééchelonnement sur 40 années dont 16 de grâce |

Source : Club de Paris

est jugée soutenable si le pays est capable, sur le long terme, de faire face à l'intégralité de ses obligations financières, sans pour autant compromettre sa croissance économique future.

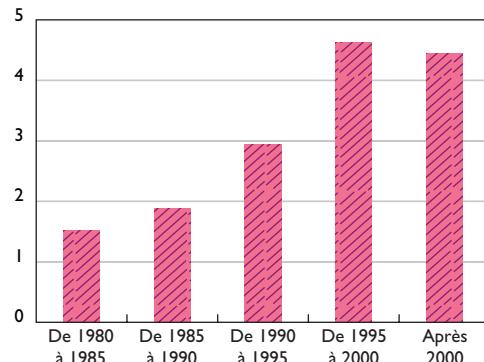
Reconnaissant la nécessité d'un traitement adapté pour briser le cycle des rééchelonnements et des annulations partielles, la communauté financière internationale lança, avec l'aide du FMI et de la Banque mondiale, l'initiative PPTE. En 1996, sous l'impulsion des institutions financières internationales, une première proposition fut faite au sommet des pays industrialisés (G 7) de Lyon, qui fut prolongée par une initiative « renforcée » en 1999 au G 7 de Cologne. Le principe d'un effort spécifique reposant sur une quasi-annulation (à hauteur de 90 %) de la dette par tous les créanciers (y compris le FMI et la BM) était acté pour les pays les plus pauvres¹.

Une liste de 41 pays (cf. annexe) susceptibles de bénéficier de cette initiative fut dressée par le FMI et la Banque mondiale (« pays potentiellement PPTE »). Ces pays se caractérisaient par leurs faibles revenus et leur endettement excessif selon les normes des institutions internationales. Ces critères étaient appréciés en fonction du revenu par habitant et du niveau de la dette (en valeur actualisée) rapportée aux exportations et au PIB. La population cumulée de ces pays dépassait 600 millions d'habitants et leur dette totale s'élevait à 157 milliards de dollars (1997).

Selon le classement établi par la Banque mondiale pour l'année 2004, 46 pays pauvres ont actuellement

Durée moyenne d'un accord Club de Paris avec les pays pauvres très endettés

(en nombre d'années et en fonction de la date de signature)



Source : Banque de France (base ACPED – Accords de consolidation des pays en développement)

un endettement élevé ou moyen. Il convient de noter que ce classement ne recoupe pas exactement celui des pays PPTE, dans la mesure où les seuils qui définissent le surendettement ont été modifiés et la situation individuelle des pays a varié depuis 1996. La quasi-totalité des pays potentiellement PPTE était localisée en Afrique sub-saharienne.

3 | Les mécanismes

Si beaucoup de pays pauvres et très endettés ont été déclarés potentiellement éligibles à l'initiative PPTE, peu nombreux sont ceux qui ont obtenu l'allégement complet et irréversible de leur dette.

Classement 2004 de la Banque mondiale des pays en développement

| Niveau de revenu | Niveau d'endettement | | |
|---|---|---------|---|
| | Faible Endettement/exportations < 132 % et endettement/PIB < 48 % | Moyen | Sévère/elevé Endettement/exportations > 220 % et endettement/PIB > 80 % |
| Intermédiaire Revenu par habitant entre 736 et 9 075 dollars | 35 pays | 23 pays | 19 pays |
| Faible Revenu par habitant < 735 dollars | 12 pays | 20 pays | 26 pays |

¹ Il convient de noter que le surendettement des États n'est pas sans présenter quelques similitudes avec celui des particuliers. La première loi « relative à la prévention et au règlement des difficultés liées au surendettement des particuliers et des familles », dite « loi Neiertz », date de 1990. Elle créait les « commissions de surendettement », qui avaient pour mission de rechercher des solutions (rééchelonnement, report...) aux problèmes des particuliers qui ne pouvaient plus faire face à leurs échéances de remboursement. La voie privilégiée était la négociation amiable entre les débiteurs et leurs créanciers. Ce dispositif initial a été renforcé par la suite (1995, 1998 et 2003) pour permettre, notamment, des annulations de créances dans les cas plus graves (cf. note d'information n° 134, <http://www.banque-france.fr/fr/banque/main.htm>).

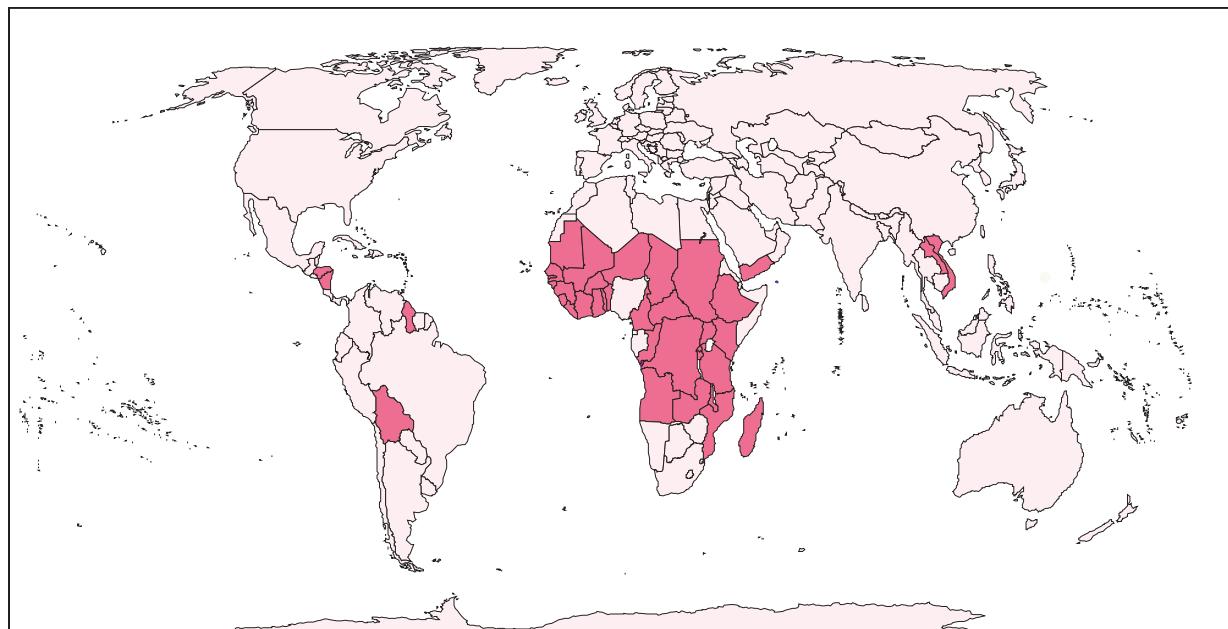
En premier lieu, pour être déclaré éligible à l'initiative, le pays doit remplir les trois critères suivants :

- démontrer l'insoutenabilité de la dette : la dette résiduelle, malgré un rééchelonnement aux conditions les plus favorables du Club de Paris², reste insoutenable (sa valeur actualisée dépasse 150 % des exportations³) ;
- ne pouvoir recourir qu'aux aides AID et à la FRPC : les pays doivent être éligibles aux ressources de la Banque mondiale et du FMI accessibles aux pays les plus démunis. Pour la Banque mondiale, il s'agit de l'AID (Association internationale pour le développement). Ce guichet a pour vocation d'aider les pays les plus pauvres (revenu annuel par habitant inférieur à 865 dollars en 2004) qui n'ont pas accès au marché financier international et qui mettent en œuvre des politiques sociales favorables à la croissance et à la réduction de la pauvreté. Pour le Fonds, il s'agit de la Facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC) destinée aux pays les moins riches ;

- établir un répertoire des réformes réalisées et démontrer une priorité à la réduction de la pauvreté : les pays candidats doivent avoir démontré leur capacité à réaliser des réformes et à respecter la conditionnalité de leur programme avec le FMI (établir un « track record »). En outre, ils doivent préparer un programme de réduction de la pauvreté, matérialisé par un DSRP (Document de stratégie de réduction de la pauvreté) intermédiaire.

Si ces trois critères sont remplis et pour autant que le pays ait apuré, avec éventuellement l'aide d'un prêt, ses éventuels arriérés vis-à-vis des institutions internationales qui sont des créanciers privilégiés, le pays est déclaré avoir atteint son « point de décision ». Il peut alors entamer une négociation avec ses créanciers au sein du Club de Paris. Le pays débiteur bénéficie alors d'une première assistance dite « intérimaire » qui prend la forme d'une *réduction du service de sa dette* (les échéances sont réduites sans être annulées), qui peut atteindre, voire dépasser, 90 %.

Localisation des pays potentiellement PPTE

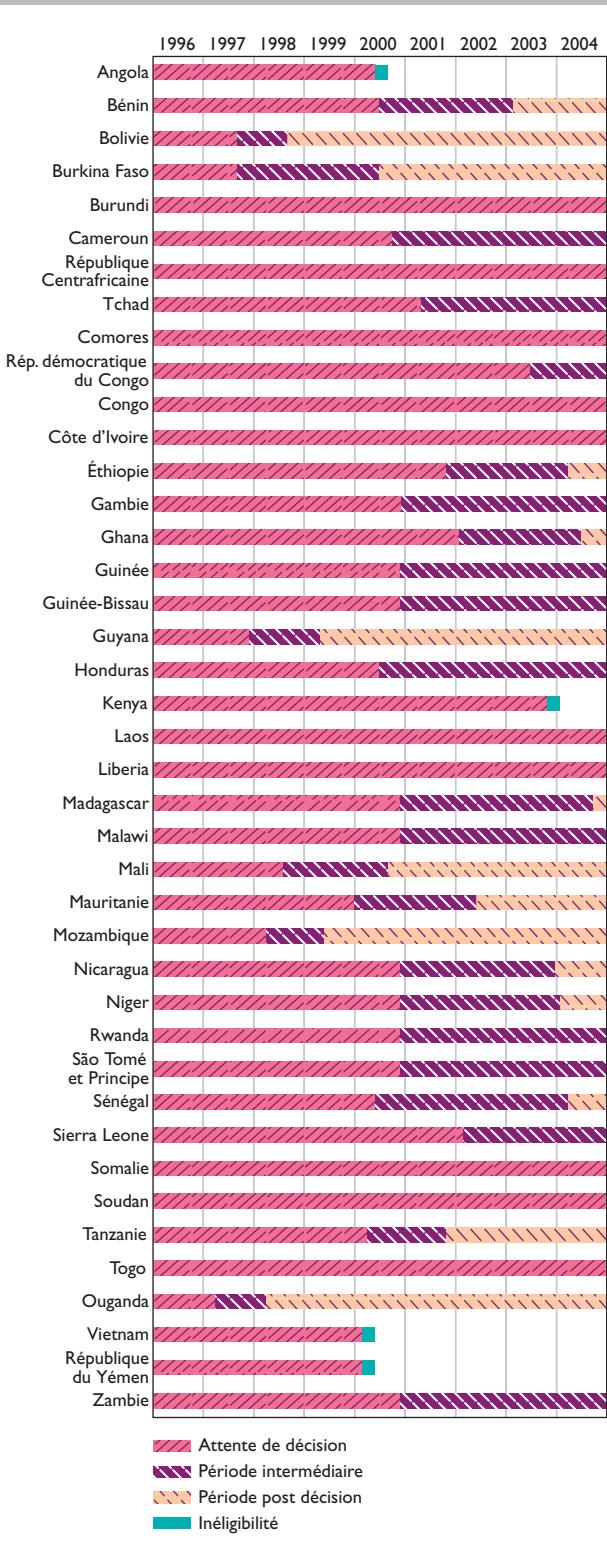


Source : Banque mondiale (WDI)

² Termes de « Naples » : réduction des deux tiers de la dette commerciale et rééchelonnement sur 23 ans dont 6 de grâce et rééchelonnement de l'aide publique au développement (APD) sur 40 ans dont 16 de grâce

³ Le critère alternatif du ratio Dette/Recette fiscales > 250 % peut aussi être utilisé pour les économies très ouvertes et, notamment, productrices de matières premières.

État d'avancement de l'initiative PPTE



Sources : FMI, Club de Paris, Banque de France

ENCADRÉ I

Définitions :
Réduction en flux et réduction en stock

Réduction de la dette en flux (DSR : Debt Service Reduction) : le service de la dette est réduit pendant une durée limitée (période de consolidation). Les échéances (capital plus intérêt) sont partiellement reportées, seule une fraction est exigible. Le stock de la dette n'est pas diminué.

Réduction de la dette en stock (DR : Debt Reduction) : le stock de la dette (c'est-à-dire le capital) est réduit. Cette diminution conduit mécaniquement à une diminution à due proportion des intérêts.

Le niveau exact de réduction découle de l'analyse de soutenabilité de la dette (*Debt Sustainability Analysis* ou DSA) réalisée par le Fonds.

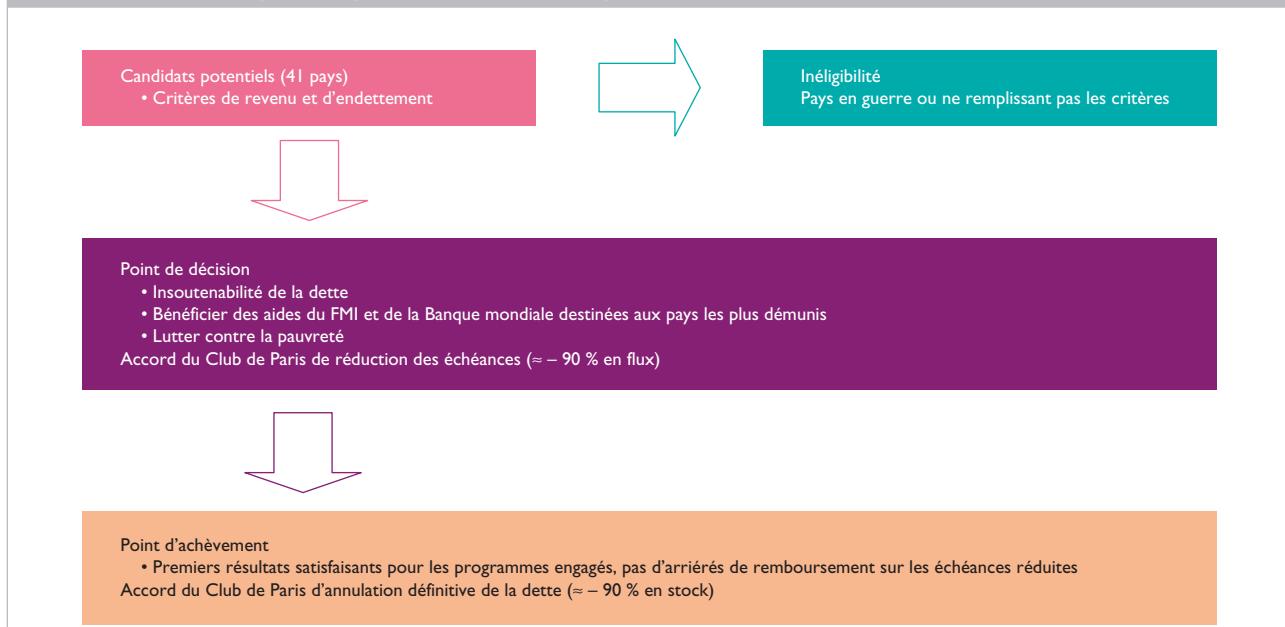
Après au moins un an de résultats satisfaisants et de poursuite des politiques engagées, le point d'achèvement est alors atteint. La réduction de la dette devient définitive, *le stock de dette est annulé dans la proportion déterminée au point de décision*. Au cas par cas, un complément d'annulation (« *topping-up* ») peut être octroyé pour permettre aux pays touchés par un choc exogène de maintenir leurs ratios de soutenabilité de la dette (dette/exportation) en deçà du seuil de 150 %, jugé compatible avec la situation des pays les plus pauvres. Toutefois, la mise en œuvre de ce complément d'annulation soulève des difficultés quant à la définition des « chocs exogènes ».

4| Le bilan de l'initiative PPTE

4 | I Bilan financier et social

Le total des allégements susceptibles d'être consentis aux pays éligibles, tant sur le service de la dette que sur le stock, pourrait atteindre 55 milliards de dollars en valeur actualisée. Les deux tiers environ de cette somme ont déjà fait l'objet d'engagements fermes au profit des pays ayant atteint leur point d'achèvement ou de décision.

Initiative PPTE : éligibilité, point de décision et point d'achèvement



Le coût de l'assistance aux pays éligibles est à peu près également réparti entre créanciers bilatéraux et multilatéraux. La contribution du FMI atteindrait 5,2 milliards de dollars et celle de la Banque mondiale 10,8 milliards. La part des pays membres du Club de Paris se monterait à 19 milliards de dollars (dont 3 milliards environ pour la France). La contribution des créanciers commerciaux ne représente que 5 % du total. Elle est, pour l'essentiel, concentrée sur 3 pays n'ayant toujours pas atteint leur point de décision (Côte d'Ivoire, Congo et Soudan) ; la plupart des pays PPTE sont, en effet, peu endettés vis-à-vis des créanciers privés.

Comme indiqué précédemment, la plupart des pays éligibles à l'Initiative PPTE se trouvent en Afrique sub-saharienne. À l'exception du Gabon et de la Guinée équatoriale, tous les pays de la Zone franc sont concernés. Parmi ces derniers, la Côte d'Ivoire, le Congo, le Togo, la République centrafricaine et les Comores ont accumulé des retards importants, imputables à des difficultés d'ordre politique. En revanche, le Bénin, le Burkina Faso, le Mali, le Niger et le Sénégal ont atteint leur point d'achèvement. En 2005, le service de leur dette extérieure n'absorberait ainsi plus qu'entre 3,7 % (Sénégal) et 7,6 % (Burkina Faso) de leurs exportations. Cet allégement

Dépenses publiques consacrées à la réduction de la pauvreté dans les pays PPTE de la Zone franc ayant atteint leur point de décision ou d'achèvement

| | En % des recettes fiscales | | En % du PIB | |
|--------------|----------------------------|--------------------|-------------|--------------------|
| | 1999 | 2004 (estimations) | 1999 | 2004 (estimations) |
| Bénin | 30,0 | 45,2 | 4,8 | 7,1 |
| Burkina Faso | 29,6 | 42,6 | 4,0 | 5,5 |
| Cameroun | 15,8 | 18,4 | 2,9 | 3,4 |
| Mali | 24,3 | 39,6 | 3,8 | 6,6 |
| Niger | 58,2 | 48,6 | 5,1 | 5,0 |
| Sénégal | 30,8 | 41,0 | 5,3 | 7,8 |
| Tchad | 50,0 | 51,7 | 4,0 | 4,4 |

Source : FMI

de dette extérieure a eu pour contrepartie une progression sensible, résumée dans le tableau ci-après, des dépenses consacrées à la réduction de la pauvreté dans la plupart des pays concernés.

Pour l'ensemble des pays PPTE, le service de la dette des 27 pays ayant atteint leur point d'achèvement ou de décision ne représentait plus, respectivement, que l'équivalent de 10 % et 15 % de leurs exportations en 2003, contre 16 % et 24 % en moyenne en 1998-1999. Parallèlement, les dépenses visant à réduire la pauvreté ont augmenté, passant en moyenne de l'équivalent de 6,4 % du PIB en 1999 à 7,9 % en 2003. Au total, l'effort budgétaire en faveur de la réduction de la pauvreté représente aujourd'hui dans ces pays plus de 3 fois la dépense correspondant au service de la dette.

4 | 2 Les effets sur les stratégies de développement

De l'avis des experts de la Banque mondiale, l'adhésion des pays éligibles à l'Initiative PPTE a eu des effets durables sur la conception et la mise en œuvre de leurs stratégies de développement, même si ces effets ne sont pas mesurés quantitativement⁴. Dans l'ensemble, ces effets peuvent être considérés comme positifs et encourageants pour l'avenir du processus. Ils concernent essentiellement quatre domaines.

- L'appropriation des programmes par les pays concernés : l'obligation pour les pays bénéficiaires de préparer un DSRP a contraint ces derniers à développer un processus interne de consultation et de réflexion. Si celui-ci s'est révélé parfois difficile, il a néanmoins, dans la plupart des cas, abouti à un développement notable du niveau de participation des populations, des entités gouvernementales concernées et des assemblées élues (parlements). Si beaucoup de progrès restent à faire, notamment pour assurer la participation des groupes sociologiquement les plus faibles, l'amélioration constante de la qualité des DSRP soumis par les pays concernés constitue un signe tangible de leur engagement.

- La mise en évidence du caractère complexe du phénomène de la pauvreté : le rôle essentiel de la croissance économique dans tout effort de réduction

de la pauvreté est ainsi beaucoup mieux compris et pris en compte dans la détermination des stratégies des pays.

- Le renforcement du lien institutionnel entre les objectifs du DSRP et le processus budgétaire est mieux appréhendé, même si les progrès dans cette direction restent à ce jour très faibles.
- L'élaboration du DSRP contribue à la mobilisation de l'aide extérieure, à l'évaluation des perspectives et à la viabilité des flux d'aide, ainsi qu'à la planification de leur utilisation. Des effets positifs ont été effectivement enregistrés dans des pays où le processus DSRP est pleinement intégré à l'action gouvernementale. Beaucoup reste cependant à faire, notamment dans les pays à plus bas revenu qui ne disposent pas des capacités institutionnelles pour définir un DSRP.

5 | Essai d'évaluation quantitative du dispositif PPTE

5 | 1 Les modèles disponibles

Un des objectifs de cette initiative était de permettre aux pays PPTE de renouer les liens avec la communauté financière internationale, de rétablir leur réputation et leur solvabilité. De façon plus générale, le crédit d'un pays est mesuré par la prime de risque demandée par les investisseurs sur sa dette souveraine par rapport aux taux obtenus par les meilleures signatures (*investment grade*). L'écart de taux constaté (*spread*) avec un émetteur « sans risque » constitue une mesure de la probabilité d'insolvabilité anticipée par les marchés. Les *swaps*

Tableau de conversion du score en notation

| Score | Notation | Score | Notation | Score | Notation |
|-------|----------|-------|----------|-------|----------|
| - 7 | D | 1 | B- | 9 | BBB+ |
| - 6 | DD | 2 | B | 10 | A- |
| - 5 | DDD | 3 | B+ | 11 | A |
| - 4 | C | 4 | BB- | 12 | A+ |
| - 3 | CC | 5 | BB | 13 | AA- |
| - 2 | CCC- | 6 | BB+ | 14 | AA |
| - 1 | CCC | 7 | BBB- | 15 | AA+ |
| 0 | CCC+ | 8 | BBB | 16 | AAA |

Source : D'après Cantor op. cit.

⁴ Plus des trois quarts des pays PPTE n'ont pas encore préparé de DSRP complet (Documents de stratégie de réduction de la pauvreté). Ce document est le prolongement du DSRP intermédiaire nécessaire pour atteindre le point de décision.

sur défaillance (*Credit Default Swap* ou CDS) sont aussi utilisés comme référence. Un des déterminants de la prime de risque d'un débiteur est la note que lui ont donnée les agences internationales de notation (ou de « rating ») comme Moody's, Standard and Poor's ou Fitch. Ces évaluations, dont le coût est généralement pris en charge par le pays emprunteur, s'appuient sur une analyse de la situation macroéconomique et financière du futur débiteur. Elles aboutissent à une note comprise entre AAA (meilleur risque) et D (plus mauvais risque), qui donne une évaluation de la probabilité d'un éventuel défaut. L'évolution de la note d'un pays reflète une modification de sa réputation et de sa solvabilité anticipée.

Pour les pays PPTE, l'évaluation, par définition, n'existe pas avant le début de l'initiative puisqu'ils ont été sélectionnés sur le fait qu'ils n'avaient pas accès au marché. En effet, un des critères de l'initiative est l'éligibilité aux aides AID (cf. supra) de la Banque mondiale qui sont réservées aux pays « qui ne disposent pas du crédit suffisant pour emprunter aux conditions de marché et qui, par conséquent, nécessitent des ressources à des conditions de faveur pour financer leurs programmes de développement⁵ ». Pour la première fois, sept pays africains PPTE (Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Ghana, Madagascar, Mali et Mozambique) ont fait l'objet, en 2004, d'une notation à titre expérimental par Standard and Poor's⁶. Ainsi, du fait de l'absence complète de notes avant le début de l'initiative (1996) et du nombre réduit de pays notés en 2004, il n'est pas possible de mesurer l'évolution de la réputation et de la solvabilité des pays PPTE sur ces bases.

En revanche, il est possible d'estimer une notation potentielle « à la manière de Standard and Poor's ou de Moody's » pour ces pays. En effet, les agences de notation fondent largement leur jugement sur les critères mesurés par les principales variables macroéconomiques (inflation, croissance...). Plusieurs études (cf., notamment, Canuto et Dos Santos⁷, Hu, Kiesel et Perraudin⁸, Cantor et Packer⁹) ont montré la

Modélisation des scores numériques

| Valeur des coefficients | Modèle de Canuto | Modèle de Cantor |
|--|------------------|------------------|
| $c_1 (x_1 : \text{Inflation})$ | - 0,0659 | - 0,611 (log) |
| $c_2 (x_2 : \text{Revenu par habitant})$ | 0,000139 | 1,242 (log) |
| $c_3 (x_3 : \text{Croissance annuelle})$ | 0,00675 | 0,151 |
| $c_4 (x_4 : \text{Déficit public})$ | 0,0147 | 0,073 |
| $c_5 (x_5 : \text{Balance extérieure})$ | non utilisé | 0,003 |
| $c_6 (x_6 : \text{Dette publique})$ | - 0,00627 | non utilisé |
| $c_7 (x_7 : \text{Niveau d'ouverture})$ | 0,711 | non utilisé |
| $c_8 (x_8 : \text{Dette extérieure/exportations})$ | - 0,0076 | - 0,013 |
| $c_9 (x_9 : \text{Niveau de développement})$ | 4,26 | 2,776 |
| $c_{10} (x_{10} : \text{Défauts de paiements passés})$ | - 1,55 | - 2,042 |
| k (Constante d'origine ¹) | 8,53 | 1,442 |

| | | |
|--|-----------------|-----------|
| Coefficient de détermination (r^2) | 0,88 | 0,95 |
| Nombre d'observations | 340 (1998-2002) | 49 (1995) |
| Dispersion des notes ² | AAA / CCC+ | AAA / B+ |

Source : D'après Cantor op. cit.

1 L'écart entre les constantes d'origines résulte des différences entre les coefficients : les deux droites de régression (Canuto et Cantor) ne sont pas parallèles (leurs coefficients sont différents) et elles se croisent en un point éloigné de l'origine (ce point se situe à l'intérieur du nuage des pays développés et à revenus intermédiaires). Par conséquent, leurs ordonnées à l'origine (mesurées par les constantes k) sont différentes.

2 Les pays de l'échantillon ont des notes comprises entre AAA (États-Unis, Allemagne, France, ...) et CCC+ (Indonésie, Venezuela et Équateur) pour Canuto et B+ (Brésil, Pakistan, Turquie et Venezuela) pour Cantor.

très forte corrélation entre les notes des agences et un ensemble restreint d'indicateurs économiques. Dans ces modèles, les notes (alphabétiques) sont d'abord converties en un score numérique (cf. tableau ci-dessous).

Ce score numérique est ensuite modélisé à l'aide d'une sélection de variables macroéconomiques (ajustement linéaire, méthode des moindres carrés) :

$$\text{Score} = (x_1 \cdot c_1) + (x_2 \cdot c_2) + \dots + (x_n \cdot c_n) + k$$

Les variables¹⁰ utilisées dans les modèles de Canuto et de Cantor sont l'inflation (x_1), le revenu par habitant

⁵ « Lack of creditworthiness to borrow on market terms and therefore a need for concessional resources to finance the country's development program » (« How IDA resources are allocated ? »), Banque mondiale

⁶ *Sovereign Ratings in Africa, October 2004*. Les Nations-Unies ont mis en place un programme de développement (UNDP) qui participe au financement de la notation des pays pauvres par les agences de rating internationales (cf. Standard and Poor's). Cf. aussi l'article d'Anselme Imbert : « Le développement des notations souveraines en Zone franc » dans Marchés Tropicaux du 26 novembre 2004

⁷ « Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings », Canuto et Dos santos, 2004, <http://www.econfea.usp.br/seminarios/artigos%202/NOVO.Canuto-Ratings-USP.pdf>

⁸ « The Estimation of Transition Matrices for Sovereign Credit Ratings », Yen-Ting Hu, Rudiger Kiesel et William Perraudin, May, 2001, <http://www.riskmania.com/pdsdata/TheEstimationofTrnsnMtrcsSvrgnRtgns.pdf>

⁹ « Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings », Richard Cantor et Frank Packer, 1996, <http://www.newyorkfed.org/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>

¹⁰ Les variables du modèle de Canuto ont fait l'objet d'une transformation affine ($y = 17 - x$) pour obtenir l'échelle de Cantor et Packer. En effet, dans le modèle de Canuto, AAA = 1, AA + = 2, ..., D = 24, alors que dans celui de Cantor AAA = 16, AA + = 15, ..., D = - 7. Comme dans le modèle de Cantor, les variables font l'objet des transformations suivantes : logarithme naturel du revenu par habitant en milliers de dollars et logarithme naturel de l'inflation. Par ailleurs, l'indexation des variables a été modifiée pour permettre la comparaison entre les deux modèles. Les variables x_9 et x_{10} sont des dummys : $x_9 = 1$ pour les pays développés, 0 sinon ; $x_{10} = 1$ en cas de défaut de paiement antérieur, 0 sinon.

(x_2), la croissance annuelle (x_3), le déficit public (x_4), la balance extérieure (x_5), la dette publique (x_6), le niveau d'ouverture du pays (x_7), le ratio de dette extérieure sur exportations (x_8), le niveau de développement du pays (x_9) et la présence de défauts de paiement dans le passé (x_{10}). Ces variables sont pondérées par des coefficients multiplicatifs (c_1 à c_{10}). Une constante (k) détermine la référence d'origine (valeur du zéro).

En appliquant « à l'envers » ces modèles, il est possible d'inférer la notation potentielle d'un pays PPTE en calculant le score à partir des mêmes variables macroéconomiques.

5 | 2 Évaluation critique

L'utilisation des modèles soulève toutefois quelques difficultés. D'abord, les coefficients ont été estimés sur la base des variables et des notes des pays développés et à revenus intermédiaires. La constante d'origine est « calibrée » pour ces pays. Ensuite, la dispersion des variables économiques des pays PPTE est plus importante que pour les autres pays. Enfin, la fiabilité des indicateurs économiques de ces pays est souvent limitée, du fait de l'imprécision des statistiques nationales.

Dans la mesure où les économies sont peu développées et peu diversifiées, les facteurs exogènes comme les conditions climatiques (sécheresse, inondation), politiques (conflit interne ou externe) ou économiques (dons, aide publique au développement, prix des matières premières) ont souvent un impact relatif plus fort sur la situation macroéconomique de ces pays que dans les pays développés. Mais il ne faut pas cependant en surestimer la portée à l'échelle de l'initiative PPTE dans son ensemble. En effet, si une catastrophe naturelle peut avoir un effet économique majeur à l'échelle d'un pays, voire d'une région, elle constitue un choc asymétrique limité pour les pays PPTE en tant que groupe. Au final, l'occurrence d'événements exogènes ne semble pas devoir remettre en cause l'évaluation quantitative de l'initiative PPTE.

La comparaison entre les notes de Standard and Poor's des sept pays précédemment évoqués et leur notation potentielle peut permettre une validation partielle de la méthode. Elle comporte cependant plusieurs limites qu'il convient d'évoquer au préalable. La comparaison porte sur des années différentes, 2002 pour la notation

Comparaison des notations réelles et potentielles pour sept pays africains

| | 2004 (Standard and Poor's) | 2002 (Modèle de Canuto) | 2002 (Modèle de Cantor) |
|--------------|----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Bénin | B+ | BB | D |
| Burkina Faso | B | BB- | D |
| Cameroun | B | BBB- | DD |
| Ghana | B+ | BBB- | D |
| Madagascar | B | B+ | D |
| Mali | B | BBB- | DD |
| Mozambique | B | BB- | D |

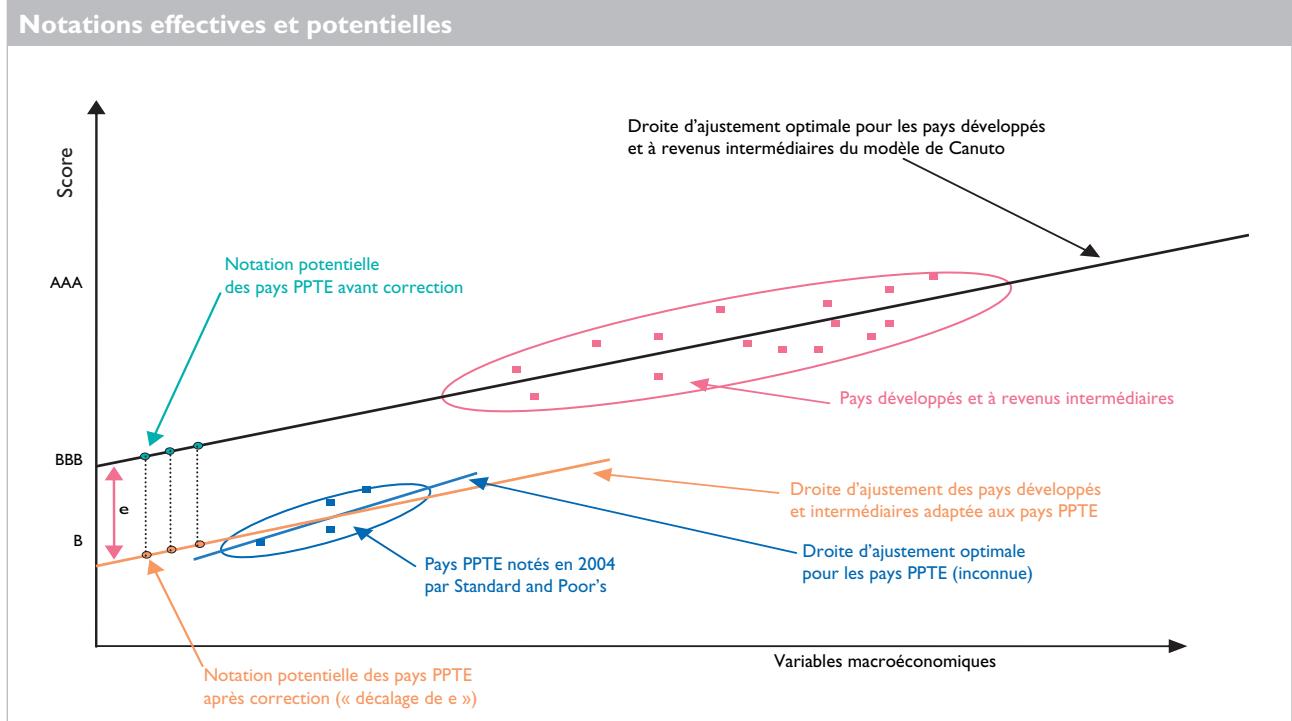
potentielle et 2004 pour la note Standard and Poor's. En outre, l'appartenance à la Zone franc constitue, selon Standard and Poor's, un avantage indéniable pour les pays qui en sont membres et leur permet d'accéder à une meilleure note. Or ce facteur n'est pas pris en compte dans la notation potentielle.

Par ailleurs, il convient de souligner que cet échantillon ne peut être utilisé pour essayer de déterminer une droite d'ajustement linéaire pour le groupe des pays PPTE. En effet, l'échantillon est beaucoup trop limité et ces sept pays ne sont pas représentatifs des pays PPTE.

La comparaison fait apparaître un fort décalage entre la note effective et les deux notations potentielles : les notes de Standard and Poor's se situent entre B et B+, celles de Canuto entre B+ et BBB- et celles de Cantor entre D et DD. La différence moyenne est de + 4 crans pour Canuto (de B à BB+) et de - 9 crans (de B à D) pour Cantor.

Un tel écart ne permet donc pas d'utiliser la notation potentielle pour estimer la note des pays PPTE. Cependant, avant d'invalider définitivement l'utilisation des modèles de Canuto et de Cantor pour la détermination d'une note potentielle pour les pays PPTE, il faut rechercher l'origine des divergences de ces modèles par rapport à la référence de Standard and Poor's. L'examen détaillé de la formule du score numérique fait apparaître deux causes possibles de différence. Elles peuvent provenir de l'inadéquation des coefficients des variables (c_1 à c_{10}) ou de la constante d'origine (k).

$$\text{Score} = \underbrace{(x_1 \cdot c_1) + (x_2 \cdot c_2) + \dots + (x_n \cdot c_n)}_{\text{coefficients}} + \underbrace{(k)}_{\text{origine}}$$



Les effets sont différents selon l'origine de l'erreur : l'inadéquation des coefficients conduit à une forte variabilité de l'écart et à une faible corrélation des résultats, alors que celle de la constante d'origine aboutit au résultat opposé.

Dans les modèles de Canuto et de Cantor, l'inadaptation des coefficients ne semble pas être la cause principale du décalage. En effet, le décalage entre les trois séries de notes (Standard and Poor's 2004, Canuto 2002 et Cantor 2002) est général et presque constant. De plus, la comparaison entre les deux séries de notations potentielles pour l'ensemble des pays PPTE¹¹ confirme un décalage d'ensemble marqué¹² et fait apparaître un degré de corrélation très élevé ($r^2 = 0,93$), malgré des coefficients très différents. *A contrario*, les divergences semblent être très largement imputables à la valeur de la référence d'origine (k). Utiliser les modèles de Canuto et de Cantor pour évaluer la notation potentielle des pays PPTE suppose donc de traiter, au préalable, le problème de la constante d'origine.

5 | 3 Corrélation entre l'initiative PPTE et la situation macroéconomique des pays bénéficiaires

Deux options peuvent être envisagées pour traiter le problème de la constante d'origine.

- Déterminer la constante d'origine serait l'option la plus adaptée aux pays PPTE. Il faut alors estimer l'écart (e) entre cette nouvelle constante et celle du modèle original. Une évaluation grossière peut être faite à partir de la moyenne des différences constatées pour les sept pays africains notés en 2004 (cf. supra). Pour le modèle de Canuto, l'écart e serait de l'ordre de -4 (+9 pour celui de Cantor). La fonction de score modifiée s'écrit :

$$\text{Score} = (x_1 \cdot c_1) + (x_2 \cdot c_2) + \dots + (x_n \cdot c_n) + k + e$$

- Étudier les seules variations de score éliminerait naturellement de ce fait la constante d'origine :

$$\Delta\text{Score} = (\Delta x_1 \cdot c_1) + (\Delta x_2 \cdot c_2) + \dots + (\Delta x_n \cdot c_n)$$

Pour l'analyse de l'évolution de la situation des pays PPTE entre 1996 (avant le démarrage de l'initiative) et

¹¹ Hors Angola et Burundi (points statistiquement aberrants) pour l'année 2002

¹² Dans la droite de régression qui lie les méthodes Canuto et Cantor : la valeur de b (ordonnée à l'origine) est 10,67.

Écarts entre les notations potentielles de 1996 et 2002 pour les pays PPTE

| | Modèle de Canuto | Modèle de Cantor |
|--|------------------|------------------|
| Pays PPTE n'ayant pas atteint le point de décision en 2002 | 3,1 | 0,1 |
| Pays PPTE ayant atteint le point de décision (voire le point d'achèvement) en 2002 | 3,5 | 4,3 |

2002 (dernière année connue), l'étude des variations de notation s'impose naturellement. Elle présente deux avantages : il n'est pas nécessaire de déterminer la constante d'origine adéquate et donc d'estimer l'écart e ; les effets de l'appartenance à la Zone franc sont neutralisés, dans la mesure où aucun pays n'a intégré ou quitté cette union monétaire entre 1996 et 2002. Par conséquent, l'avantage en termes de notation par rapport aux pays non membres est neutralisé (seule la variation de notation est prise en compte).

L'examen de la variation de la notation potentielle entre 1996 et 2002 confirme les effets positifs de l'initiative PPTE. Les pays qui, en 2002, avaient atteint leur point de décision ou d'achèvement ont connu une plus forte amélioration de leur note potentielle que ceux qui étaient toujours en attente du point de décision. L'écart entre ces deux groupes de pays est de quatre crans dans le modèle de Cantor¹³ et d'un demi-cran dans celui de Canuto.

Les tests (T de Student¹⁴) confirment que cette différence est statistiquement significative pour le modèle de Cantor et ne résulte pas d'un effet du hasard. En revanche, dans le modèle de Canuto, l'amélioration ne peut pas être imputée avec certitude à l'initiative PPTE. En effet, l'écart mesuré entre les deux groupes, compte tenu de sa faiblesse (un demi-cran), n'est pas significatif.

Si cette amélioration des notations pour les pays PPTE ayant atteint le point de décision s'explique, en partie, par l'effet mécanique de la réduction de la dette extérieure sur le score, cet effet est loin d'être prépondérant. En effet, la dette extérieure intervient dans les deux modèles par le biais de la variable x_8 , qui

mesure le ratio de dette extérieure sur exportations (- 0,0076 dans le modèle de Canuto et - 0,013 dans le modèle de Cantor). Or les annulations définitives de dettes ont amélioré la notation des pays ayant atteint le point de décision d'un cran¹⁵ dans le modèle de Canuto et de deux dans celui de Cantor. Dans le modèle de Cantor¹⁶, l'effet mécanique de réduction de la dette n'explique donc que la moitié de l'amélioration de la notation des pays PPTE ayant atteint leur point de décision.

La corrélation entre l'initiative PPTE et l'amélioration de la situation macroéconomique mesurée par la notation potentielle semble donc établie. Si corrélation ne signifie pas nécessairement causalité, il paraît tout de même légitime de conclure, dans la mesure où les effets sont mesurés sur plusieurs pays, à un effet économique et financier positif de l'initiative PPTE sur les pays bénéficiaires (cf. l'exemple du Burkina Faso en encadré 2).

6 | Avenir de l'initiative PPTE

Au vu des indicateurs financiers, l'initiative PPTE paraît avoir eu des effets positifs. Elle a induit une amélioration des performances macroéconomiques des pays bénéficiaires et leur a permis de dégager des ressources pour financer des projets spécifiques (éducation, santé publique). La décision du G 8 de Gleneagles d'annuler la dette multilatérale des pays PPTE ne pourra que renforcer l'initiative.

Cependant, d'autres analyses de l'initiative PPTE ont abouti à des conclusions plus critiques (*« Debt Relief for the Poorest: an Operations Evaluation Department Review of the HIPC Initiative »*, Banque mondiale, 2003). En particulier, les auteurs du rapport soulignent que les ressources globales affectées à l'ensemble des pays pauvres ont fortement diminué depuis le début de l'initiative et que, en valeur absolue, l'aide aux pays PPTE n'a pas progressé depuis 1995. Ils concluent que l'initiative PPTE n'a pas véritablement dégagé de ressources supplémentaires pour les pays bénéficiaires. Elle a seulement conduit à une réallocation d'une partie des aides antérieurement

¹³ La remontée de quatre crans correspond ainsi au passage de D (-7) à CC (-3) ou de DD (-6) à CCC- (-2). Ce progrès peut s'accompagner d'une très forte réduction du spread (plusieurs centaines de points de base).

¹⁴ Le test T de Student confirme l'hypothèse de deux populations distinctes (intervalle de confiance de 0,05) pour le modèle de Cantor alors qu'il l'infirme pour celui de Canuto.

¹⁵ L'écart entre la variation du ratio dette/export pour les pays ayant atteint leur point de décision et les autres a été de 160 % : (- 160) • (- 0,0076) = 1,21 et (- 160) • (- 0,013) = 2,08.

¹⁶ Dans le modèle de Canuto, les conséquences sont plus difficiles à mesurer : il est difficile d'évaluer les éventuels effets de substitution entre la variable x_8 qui mesure le ratio de dette extérieure et qui inclut la dette commerciale garantie, et la variable x_6 qui regroupe l'ensemble de la dette publique (intérieure et extérieure).

ENCADRÉ 2

L'exemple du Burkina Faso

Eléments d'évaluation

Le Burkina Faso a atteint son point d'achèvement au titre de l'Initiative PPTE en avril 2002. La réduction de sa dette extérieure acquise au point d'achèvement avait permis de ramener cette dernière à l'équivalent de 150 % de ses exportations à fin-2001.

L'évaluation des politiques mises en place par le Burkina Faso depuis cette date fait apparaître les éléments suivants.

- Une politique économique et des résultats globalement satisfaisants, y compris un taux de *croissance économique* d'environ 5 %, une inflation contenue, une stabilisation des *finances publiques* et un resserrement du déficit des *comptes extérieurs*.
- En matière de réformes structurelles, des progrès notables en matière de diversification de l'économie, de relèvement des *revenus agricoles* et d'amélioration de la *compétitivité*.
- Dans le cadre de la lutte contre la pauvreté, l'amélioration et la disponibilité des services d'éducation et de santé :
 - *éducation* : les inscriptions au premier cycle primaire ont progressé de deux points en 2002-2003, pour atteindre 47,5 % des enfants concernés, tandis que les inscriptions de première année du primaire atteignaient 53 %, dont 45,4 % pour les filles. Au total, la part des dépenses d'éducation dans l'ensemble des dépenses budgétaires a progressé de plus de trois points (de 7,1 % à 10,4 %) entre 2000 et 2003, atteignant ainsi l'équivalent de 2,2 % du PIB ;
 - *santé* : les principaux indicateurs de santé de base se sont améliorés en 2002, notamment en ce qui concerne les taux de vaccination. Par ailleurs, la progression du virus du SIDA paraît avoir été enrayer. Le taux de prévalence chez l'adulte semble ainsi stabilisé, à 6,5 %. Les dépenses totales de santé sur la période 2000-2003 sont passées de 5,5 % à 7,5 % de l'ensemble des dépenses, soit l'équivalent de 1,6 % du PIB.
- En dépit des progrès accomplis, certaines lacunes subsistent dans la mise en place d'un système de suivi et d'évaluation des résultats des politiques en place, ainsi que de l'état d'exécution des budgets.
- Malgré un renforcement du rôle de la société civile et des associations privées dans l'élaboration des DSRP, le processus actuel n'implique encore que de manière superficielle la plupart des acteurs économiques et la participation de l'Assemblée nationale pourrait encore être renforcée.
- Au total, la politique de réduction de la pauvreté a produit des résultats tangibles ; elle reste néanmoins fragile, compte tenu d'un degré de dépendance persistant vis-à-vis de l'aide extérieure. Ainsi, la valeur actualisée de la dette du Burkina, pourtant ramenée au point d'achèvement à 150 % des exportations, a progressé rapidement, atteignant un montant estimé à 175 % en 2004. Cette hausse s'explique essentiellement par la proportion élevée des prêts projets dans le financement global. Les projections actuelles, fondées sur une hypothèse de forte réduction des prêts et d'augmentation des dons, n'envisagent pas l'éventualité d'un retour au niveau de 150 % avant 2012. Elles ne tiennent toutefois pas compte de l'incidence de l'annulation de la dette multilatérale décidée pour les pays PPTE au sommet de Gleneagles en juillet 2005.

consacrées aux pays pauvres non PPTE. Les auteurs insistent aussi sur un effet pervers de l'initiative qui a conduit à aider les pays les moins vertueux qui étaient les plus endettés (l'aide serait allouée en fonction de la contre-performance).

La question de l'avenir de cette initiative qui fait l'objet de deux critiques principales se pose avec acuité. La première école de pensée estime que la réduction de la pauvreté passe essentiellement par une banalisation des relations commerciales avec les pays les moins avancés (« *trade not aid* ») et l'extension de mécanismes de marché (abolition des barrières douanières des pays riches, lutte contre la corruption, développement de la gouvernance). Pour la seconde école, l'insuffisance des résultats traduirait une insuffisance de moyens financiers : le niveau actuel des transferts des pays riches ne permettrait pas d'assainir la situation des pays pauvres ; seule l'annulation intégrale de toutes les dettes et le développement des dons permettraient de donner un nouveau départ à ces pays.

Au-delà de ces critiques, la question du prolongement de l'initiative PPTE est bien posée, dans la mesure où une disposition couperet (« *sunset clause* ») en prévoyait la fin au 31 décembre 2004. Du fait, entre autres, des retards constatés, les Conseils d'administration du FMI et de la Banque mondiale ont, en septembre 2004, repoussé de deux ans l'échéance. En outre, plusieurs pays parmi les plus défavorisés (Haïti) qui n'avaient pas été inclus dans la liste de 1996 remplissent actuellement les conditions et mériteraient de bénéficier de l'initiative PPTE.

Au cours des débats sur le prolongement de l'initiative PPTE, des propositions parfois radicales ont été avancées. En particulier, l'administration américaine estime, conformément au rapport Meltzer, que le FMI devrait cesser de prêter aux pays d'Afrique sub-saharienne et donc que la FRPC (Facilité de réduction de la pauvreté et de croissance) devrait être supprimée. En échange, la totalité des dettes de ces pays envers le Fonds serait annulée. Les soutiens à ces pays prendraient exclusivement la forme de dons. Le Japon ainsi que la plupart des pays européens, dont la France, ne partagent pas ce point de vue. Ils considèrent que les prêts demeurent utiles car ces pays doivent maintenir, voire améliorer, leur capacité à recourir à des financements de marché pour accompagner leur développement autonome, tout en respectant un profil de dette soutenable.

Bibliographie

Bachellerie (A.) et Couillaud (B.) (2005)

« Soutenabilité de la dette publique et crises des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 6, juin

Béranger-Lachand (S.) (2001)

« Initiative d'allègement de la dette des pays pauvres très endettés – État d'avancement à fin 2000 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 86, février

Béranger-Lachand (S.) et Eugène (C.) (2000)

« Le Club de Paris : instrument stratégique au sein de la communauté financière internationale », *Bulletin de la Banque de France*, n° 81, septembre

Cantor (R.) et Packer (F.) (1996)

« Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings »

Canuto (O.) et dos Santos (P.- F.) (2004)

« Macroeconomics and Sovereign Risk Ratings »

Couillaud (B.) et Weber (P.-F.) (2003)

« Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 2, juin

Hu (Y.-T.), Kiesel (R.) et Perraudin (W.) (2001)

« The Estimation of Transition Matrices for Sovereign Credit Ratings »

Imbert (A.) (2004)

« Le développement des notations souveraines en Zone franc », *Marchés Tropicaux*, 26 novembre

Krueger (A.) et Prada (M.) (2003)

« Vulnérabilités et surveillance du système financier international », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 3, novembre, discours prononcé au Séminaire international de l'Institut bancaire et financier international

ANNEXE

Liste des pays potentiellement PPTE au 1^{er} janvier 2005

27 pays ayant atteint leur point de décision

15 pays au point d'achèvement

Bénin
Bolivie
Burkina Faso
Éthiopie
Ghana
Guyana
Madagascar
Mali
Mauritanie
Mozambique
Nicaragua
Niger
Ouganda
Sénégal
Tanzanie

12 pays dont le point de décision est atteint, mais pas le point d'achèvement

Cameroun
Congo (République démocratique)
Gambie
Guinée
Guinée-Bissau
Honduras
Malawi
Rwanda
Sao Tomé et Principe
Sierra Leone
Tchad
Zambie

11 pays dont le point de décision n'est pas encore atteint

Burundi
Comores
Congo
Côte d'Ivoire
Laos
Liberia
Myanmar
République Centrafricaine
Somalie
Soudan
Togo

L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ?

Frédéric WILHELM

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

Le dynamisme actuel du crédit à l'habitat prolonge une phase de croissance en termes réels d'une durée sans précédent dans l'histoire récente puisque son origine remonte à 1996, soit il y a près d'une décennie. De plus, les rythmes de progression du crédit immobilier ont retrouvé, en 2004, des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis les années soixante-dix. Cet essor des financements de l'habitat, en l'absence de tensions inflationnistes et d'évolutions majeures aux plans réglementaire et financier, n'est pas propre à la France. Elle concerne également plusieurs autres pays européens, au point que le crédit à l'habitat est devenu la composante la plus dynamique du crédit au secteur privé dans l'ensemble de la zone euro.

Ce phénomène perdure, alors que les conditions qui l'avaient enclenché (notamment prix de l'immobilier relativement bas et endettement des ménages revenu à un niveau modéré) ne sont plus de mise aujourd'hui (exception faite du bas niveau des taux débiteurs) : la situation conjoncturelle, en particulier celle de l'emploi, ne paraît guère favorable et plusieurs indicateurs suggèrent une tendance à la dégradation de la solvabilité des ménages à un moment où les prix des logements progressent encore à un rythme soutenu.

La forte croissance du crédit sur la période récente a accompagné celle des transactions sur des logements anciens, le financement par emprunt de logements neufs ne jouant qu'un rôle secondaire. En outre, après avoir été alimentée par des facteurs de demande, elle a été largement stimulée par le dynamisme de l'offre bancaire. En effet, si la fragilisation progressive de la solvabilité des ménages a probablement pesé sur certains compartiments de la demande, les banques ont nettement assoupli leur politique d'offre de crédit à l'habitat, réduisant leurs exigences en matière d'apport personnel, allongeant la durée des financements et développant les contrats à taux variable.

Pour autant, le caractère essentiellement financier de la dynamique actuellement à l'œuvre et les perspectives d'essoufflement de la demande ne permettent pas de tabler sur une poursuite à moyen terme de cette phase ascendante du cycle. Dans ce contexte, un « atterrissage en douceur », sous la forme d'un ralentissement graduel du crédit et des prix, serait bien évidemment préférable à une correction plus brutale du phénomène.

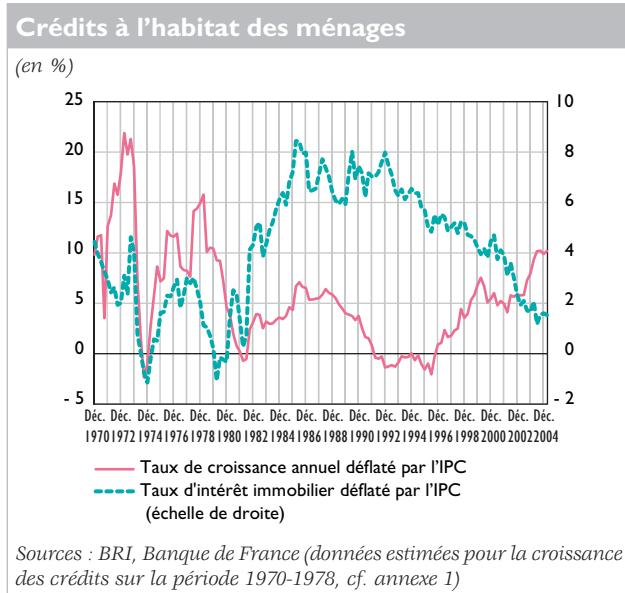
Mots-clés : crédits nouveaux, immobilier, ménages, habitat, prix, taux d'intérêt, prêts immobiliers, mises en force, neuf, ancien, appartements, maisons individuelles, prêts du secteur libre, prêts réglementés, crédits aidés, financement du logement, prêts à taux zéro

En France, la croissance nominale annuelle des crédits à l'habitat des ménages n'a cessé de s'accélérer depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, d'environ 1 % à son plus bas niveau observé en 1994 à 12 % en décembre 2004. Ce dynamisme est d'autant plus frappant qu'il s'inscrit dans un environnement exempt de tensions inflationnistes et stable sur le plan financier et réglementaire, alors que les phases comparables d'expansion accélérée, en particulier dans les années soixante-dix, faisaient suite à des chocs majeurs à cet égard. Ainsi, les rythmes de progression récemment atteints en termes réels représentent des niveaux inédits depuis le début de la décennie quatre-vingt. Au total, le rythme de croissance du crédit à l'habitat en France dépasse celui de l'ensemble de la zone euro depuis le quatrième trimestre 2002 (aujourd'hui environ 12 %, au lieu de 10 % dans la zone euro) et le crédit immobilier constitue, de loin, la composante la plus vigoureuse du crédit au secteur privé. De surcroît, le développement du crédit à l'habitat a coïncidé avec une hausse particulièrement soutenue des prix immobiliers, ce qui conduit à s'interroger sur la soutenabilité d'une telle configuration¹.

La présente étude vise, d'une part, à faire ressortir les caractéristiques du cycle actuel du crédit à l'habitat et, d'autre part, à s'interroger sur sa soutenabilité du point de vue de l'offre comme de la demande.

I | Un cycle de croissance du crédit à l'habitat de caractère exceptionnel

L'analyse de l'évolution des crédits à l'habitat sur les trente dernières années suggère l'existence de périodes à régimes de croissance différenciés. Ces « cycles », et plus particulièrement leurs points de retournement, apparaissent assez bien en phase avec les évolutions macroéconomiques.



I | I | La croissance réelle des crédits à l'habitat atteint actuellement des niveaux sans précédent depuis les années soixante-dix

Sur longue période (décembre 1970-décembre 2004), le taux de croissance annuel du crédit à l'habitat a subi d'importantes fluctuations². En termes réels – c'est-à-dire déflaté de l'indice des prix à la consommation –, l'encours des crédits à l'habitat a ainsi connu des phases de forte croissance alternant avec des épisodes de stagnation, voire de contraction.

La phase ascendante qui s'est ouverte en 1996 et s'est poursuivie jusqu'à aujourd'hui se distingue par sa durée. Le taux de croissance réel atteint en décembre 2004, en l'espèce 9,9 %, correspond à un niveau record, si l'on excepte les pics observés au cours des années soixante-dix, ce qui soulève la question du caractère soutenable d'une telle évolution.

Sur la période décembre 1970-décembre 2004, le taux de croissance moyen des crédits à l'habitat atteint en termes réels 5,4 %. Par rapport à ce rythme moyen, les évolutions annuelles laissent transparaître des cycles bien différenciés.

¹ Pour une analyse approfondie de la question de l'évolution des prix de l'immobilier en France, cf. Moëc (2004)

² Cf. l'annexe I sur la construction de séries longues de crédits à l'habitat et de taux d'intérêt sur ce type de financement.

Durant les années soixante-dix, le crédit à l'habitat traverse deux phases de forte hausse, en 1972-1973 et en 1975-1977

Ces deux cycles d'amplitude importante ont été liés à la baisse des taux d'intérêt réels, dans un contexte de montée de l'inflation et de retard dans l'ajustement des taux d'intérêt nominaux. Cependant, la fin des années soixante-dix, marquée par le second choc pétrolier, se caractérise par une brutale décélération des crédits en termes réels.

Durant la période 1980-1995, une reprise limitée du crédit à l'habitat, suivie d'une phase de ralentissement

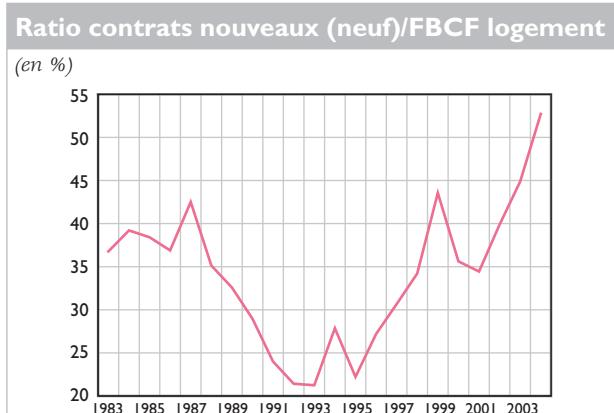
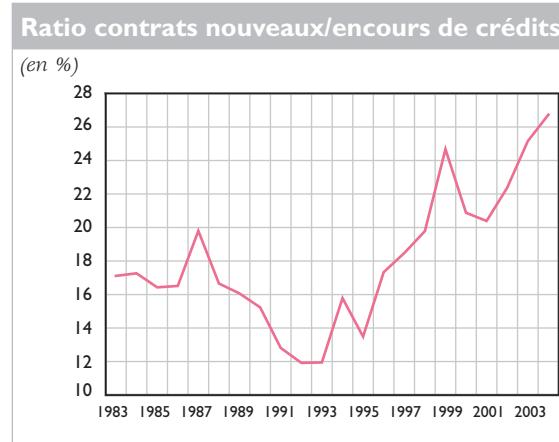
Au début de la décennie quatre-vingt, dans un contexte d'inflation élevée, la croissance du crédit immobilier demeure limitée, pour plafonner à un rythme inférieur à 4 % en glissement annuel réel à la fin de 1985 (soit en deçà de sa moyenne de long terme). Différents facteurs ont contribué à cette relative modération : recul de la FBCF logement des ménages en volume tout au long de la période, montée du chômage, baisse de l'indice de confiance des ménages et renchérissement régulier des taux réels avec le processus de désinflation.

Après une courte période de relatif dynamisme en termes réels entre 1986 et 1988, le crédit à l'habitat a enregistré un ralentissement graduel, pour retrouver des niveaux de croissance réelle entre 3 % et 4 % à la fin de la décennie.

Cette évolution a probablement tenu, pour une bonne part, à l'achèvement du processus de libéralisation du crédit bancaire qui s'est notamment traduit par une forte décélération de l'encours des prêts bonifiés : c'est ainsi que le taux de croissance annuel des prêts aidés à l'accès à la propriété (PAP), très dynamiques durant la première moitié de la décennie, est passé de 16,5 % en décembre 1986 à -0,5 % en décembre 1990. Sous l'effet notamment de la diminution des dispositifs d'aide publique au financement de logements neufs et à l'accès à la propriété, le rapport contrats nouveaux destinés au financement d'un logement neuf/FBCF logement en valeur a fortement baissé, passant de près de 40 % en 1984 à environ 21 % en 1993. Ce facteur a ainsi contribué à peser sur l'évolution de l'encours global des crédits à l'habitat. De surcroît, il est vraisemblable que la loi Neiertz (1991), par ses dispositions protectrices pour les agents surendettés, ait incité les banques à une politique plus sélective en matière d'offre de crédit.

L'épisode de bulle spéculative de la fin des années quatre-vingt sur l'immobilier de bureau, qui a, dans une moindre mesure, concerné le secteur du logement (cf. annexe 2), n'a pas eu d'effet haussier sur le crédit à l'habitat. Au contraire, entre 1988 et 1990, la distribution de concours aux ménages destinés à l'achat de logement a eu tendance à se tasser.

L'activité a ensuite été particulièrement atone entre 1993 et 1996, le repli prononcé des prix des logements entraînant une désaffection pour les placements immobiliers. Celle-ci a pu être également aggravée par la concurrence de placements monétaires, compte tenu



Sources : Banque de France, INSEE

du maintien des taux à court terme à des niveaux très élevés tant en termes nominaux que réels. L'encours des crédits à l'habitat des ménages s'est ainsi contracté en termes réels entre 1993 et 1996.

La reprise de l'immobilier amorcée en 1996 présente des traits particuliers

À partir de 1996, la distribution des crédits à l'habitat s'est progressivement intensifiée dans un environnement réglementaire stabilisé et en l'absence de pressions inflationnistes. Après 2001, cette dynamique s'est poursuivie, alors même que l'activité économique entrait dans une phase de ralentissement.

La baisse prononcée des taux des prêts immobiliers, à l'œuvre depuis 1991, a sans doute joué un rôle clé dans cette évolution : les taux débiteurs réels sont ainsi passés d'environ 7,5 % en décembre 1990 à 4 % en fin 2000, pour tomber à 1,6 % en décembre 2004³. Tant l'amplitude de ce mouvement de réduction des taux que sa durée sont sans équivalent dans l'histoire récente. Parallèlement, ont été introduits les dispositifs Besson, puis Périssol (2000), d'incitation fiscale à l'achat de biens immobiliers. De surcroît, les prix de l'habitat, après la correction intervenue entre 1991 et 1996 (6 % entre septembre 1991 et décembre 1996 en termes réels), sont redevenus un temps attractifs.

D'autres facteurs ont pu jouer, au moins au début de cette période de reprise durable :

- l'amélioration de la solvabilité des ménages, dont le taux d'endettement est tombé de plus de 50,5 % en fin 1994 à 48,8 % à la mi-1996. Dans une certaine mesure, des capacités d'emprunts inemployées sont donc réapparues ;
- le rebond de l'activité, et donc de l'emploi, qui s'est accompagné à partir de 1997 d'un mouvement de remontée de l'indice de confiance des ménages.

Depuis 2001, l'accélération du crédit à l'habitat se poursuit, sur fond de tensions de plus en plus vives des prix de l'immobilier

Après un tassement passager au début de 2001, le taux de croissance annuel du crédit à l'habitat s'est continûment renforcé : entre décembre 2000 et

³ Il s'agit du taux débiteur minimum sur les crédits immobiliers (cf. annexe I).

décembre 2004, il est ainsi passé, en termes réels, de 5,4 % à 9,7 %. Ce dynamisme persistant est allé de pair avec deux évolutions majeures :

- une forte hausse des prix de l'immobilier (neuf et ancien confondus) : en décembre 2004, ceux-ci étaient ainsi supérieurs de plus de 38 % en termes réels et de 72 % en termes nominaux à leurs niveaux de la mi-1991 (les plus hauts de la période dite de bulle spéculative selon l'indice synthétique présenté en annexe 2) ;
- le taux d'endettement des ménages résidents (dette/revenu disponible brut) a atteint un niveau record de 60,3 % à fin décembre 2004.

I | 2 Un phénomène également à l'œuvre dans d'autres pays de la zone euro

Cette « exubérance » du crédit à l'habitat n'est pas, loin s'en faut, un phénomène limité à la France. Elle se manifeste, parfois dans des proportions sensiblement plus importantes, dans plusieurs grands pays de la zone euro. Au total, pour l'ensemble de l'Union monétaire, les prêts immobiliers constituent actuellement la composante la plus dynamique du crédit aux ménages et, plus généralement, au secteur privé : leur croissance s'est ainsi renforcée continûment depuis décembre 2001, passant de 7,0 % à 10,0 % en décembre 2004. Le tableau ci-dessous illustre la situation de deux grands pays de la zone, l'Espagne et l'Italie, qui enregistrent dans ce domaine les chiffres les plus élevés.

| Croissance annuelle du crédit à l'habitat | | | | |
|---|-----------|--------|---------|--------|
| | Zone euro | France | Espagne | Italie |
| 2001 | 7,0 | 6,3 | 16,4 | 6,2 |
| 2002 | 7,8 | 8,2 | 14,2 | 23,4 |
| 2003 | 8,1 | 10,1 | 17,3 | 22,1 |
| 2004 | 10,0 | 12,0 | 21,8 | 19,8 |

Sources : BCE, Banque d'Italie, Banque d'Espagne, Banque de France

Dans les pays de la zone euro où le crédit à l'habitat est particulièrement dynamique, on observe généralement, à l'instar de la France (cf. annexe 2), une forte progression des prix de l'immobilier. Ainsi, en Espagne, le prix de l'habitat neuf ou ancien progresse actuellement à un rythme annuel de l'ordre de 17 %.

Cette situation peut s'expliquer, en première analyse, par quatre séries de facteurs :

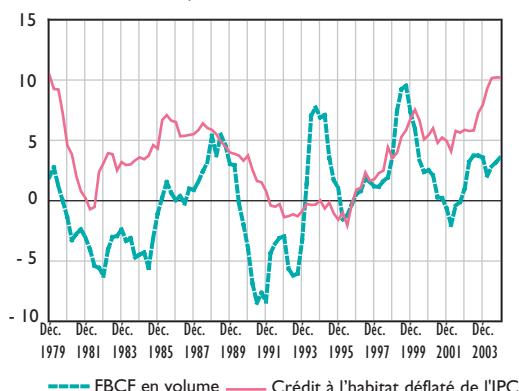
- une moindre attirance pour les placements en actions, après l'éclatement de la bulle en 2000 et le marasme boursier qui l'a suivi. Cela a pu conduire bon nombre d'investisseurs à privilégier des placements perçus comme moins risqués, tels la pierre, valeur refuge traditionnelle ;
- la faiblesse de la rémunération de l'épargne financière traditionnelle à court comme à moyen ou long termes (liquidités et placements obligataires) a favorisé la recherche de rendements plus élevés, en particulier sur le marché immobilier ;
- le renchérissement continu des loyers et la montée des craintes sur l'avenir des régimes de retraites ont pu également inciter les ménages à privilégier l'acquisition de leur logement ;
- enfin, et surtout, le niveau historiquement bas des taux débiteurs, en termes nominaux et réels, a sans doute fortement encouragé les ménages à recourir à l'endettement pour financer leurs acquisitions immobilières.

I | 3 Les conséquences des évolutions actuelles

Une interaction de plus en plus forte entre la hausse des prix des logements, notamment anciens, et la progression des crédits nouveaux à l'habitat semble désormais à l'œuvre. L'encadré 1 apporte un éclairage sur les différents facteurs affectant la production de financements nouveaux. Le constat global qui en découle est que la situation actuelle se caractérise par une prédominance des facteurs financiers sur les facteurs réels dans l'explication de l'expansion des crédits au logement⁴.

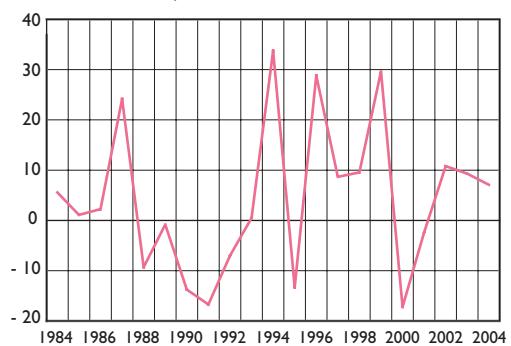
S'agissant de la composante réelle, l'évolution des crédits à l'habitat n'est pas toujours strictement corrélée à celle de l'investissement en logement, même si tel est normalement le cas en longue période, comme le montre le graphique ci-après. Sur les années récentes notamment, cette composante n'explique qu'une fraction résiduelle de la dynamique du crédit. D'une part, l'essentiel des crédits nouveaux (environ les deux tiers actuellement, proportion qui a fortement varié au cours des deux dernières décennies, cf. annexe 2) financent des transactions portant sur des logements anciens (non inclus dans la FBCF logement qui ne

FBCF logement des ménages et encours du crédit à l'habitat (en volume)
(taux de croissance en %)



Sources : Banque de France, INSEE

Croissance des contrats nouveaux déflatés par l'indice synthétique des prix du logement
(taux de croissance en %)



Sources : Banque de France, INSEE

⁴ Cette observation générale rejoint celle de Lecat et Mésonnier (2005) concernant la dynamique des prix des logements.

ENCADRÉ I

Facteurs d'évolution de la production de nouveaux crédits au logement

Le montant des financements nouveaux octroyés au cours d'une période donnée peut se décomposer selon la nature des besoins de financement couverts comme suit :

$$F_t = \alpha_t FBCF_t^{im} + \beta_t^{pa} T_t^{pa} + \theta_t^{aa} T_t^{aa} \quad (1)$$

avec : F_t = montant des financements nouveaux octroyés au cours de la période t ;

α_t , $FBCF_t^{im}$, désignant, respectivement, la part des acquisitions de logement neuf financée par emprunt et le montant en valeur de la FBCF logement des ménages : il peut s'agir aussi bien de primo-accédants que de propriétaires d'un bien ;

β_t^{pa} , T_t^{pa} désignant, respectivement, la part des opérations des primo-accédants dans l'ancien financée par emprunt (ou éventuellement des propriétaires non vendeurs qui rachètent un bien supplémentaire, une résidence secondaire par exemple) et le montant des transactions impliquant des primo-accédants dans l'ancien ;

θ_t^{aa} , T_t^{aa} , désignant, respectivement, la part financée par l'emprunt des transactions sur l'ancien entre propriétaires vendeurs et acquéreurs et le montant des transactions correspondantes. La formule (1) peut encore s'écrire :

$$\frac{F_t}{F_{t-1}} = \frac{\alpha_t FBCF_t^{im}}{F_{t-1}} + \frac{\beta_t^{pa} T_t^{pa}}{F_{t-1}} + \frac{\theta_t^{aa} T_t^{aa}}{F_{t-1}} \quad (2)$$

ou encore

$$\frac{F_t}{F_{t-1}} = \frac{\overline{\alpha_t FBCF_t^{im}}}{\overline{F_{t-1}}} \times \frac{\overline{\alpha_t FBCF_t^{im}}}{\overline{F_{t-1}}} + \frac{\overline{\beta_t^{pa} T_t^{pa}}}{\overline{F_{t-1}}} \times \frac{\overline{\beta_t^{pa} T_t^{pa}}}{\overline{F_{t-1}}} + \frac{\overline{\theta_t^{aa} T_t^{aa}}}{\overline{F_{t-1}}} \times \frac{\overline{\theta_t^{aa} T_t^{aa}}}{\overline{F_{t-1}}} \quad (3)$$

Les doubles barres indiquent qu'il s'agit du rapport des grandeurs considérées sur deux périodes successives.

Au total, la dynamique des crédits nouveaux à l'habitat paraît commandée par deux facteurs : d'une part, une composante réelle liée aux évolutions de l'investissement logement des ménages et, d'autre part, une composante financière, dans laquelle la croissance des prix de l'ancien et celle des financements s'alimentent mutuellement. Les limites à ce processus auto-alimenté tiennent principalement, si les prix continuent d'accélérer, à la raréfaction des primo-accédants. En outre, l'accroissement de l'offre de logements neufs devrait contribuer à assagir les prix de l'ancien. Ces mécanismes correcteurs peuvent cependant ne jouer que progressivement, en raison notamment des contraintes techniques et réglementaires pesant sur l'offre de logements neufs.

concerne que le neuf). D'autre part, le montant relatif de l'apport personnel a pu baisser. Bien que la FBCF logement des ménages enregistre une reprise depuis le dernier trimestre 2003, son effet sur la croissance des contrats nouveaux reste limitée : sur les 21,5 % de croissance des contrats nouveaux en 2004 par rapport à l'année précédente, la contribution des contrats pour le logement neuf représente seulement 8,5 points de pourcentage⁵.

Enfin, il convient de souligner que cette contribution tient, pour une bonne part, au dynamisme des prix du logement neuf, l'indice du coût de la construction (calculé par l'INSEE et déflateur de la FBCF logement) ayant progressé de 4,5 % en 2004.

L'essentiel de la dynamique actuelle des contrats nouveaux tient donc aux transactions sur l'ancien et semble principalement liée à la croissance des prix :

⁵ (Poids des contrats nouveaux pour le logement neuf en 2003) x (taux de croissance des contrats nouveaux finançant l'acquisition de logements neufs en 2004), soit 0,28 x 30,2 %

selon les derniers chiffres de l'INSEE, les prix des logements anciens ont augmenté de 16 % en 2004. L'annexe 2 montre que la part des logements neufs dans les contrats nouveaux a continûment baissé depuis plus de vingt ans : les crédits affectés à la FBCF logement représentaient près du double de ceux destinés à l'achat d'un bien ancien en 1982, cette situation s'est totalement inversée aujourd'hui.

Depuis 2000, la progression réelle des flux de crédits nouveaux (c'est-à-dire déflatée par l'indice synthétique des prix des logements, neufs et anciens confondus, cf. annexe 2) reste, en moyenne, légèrement inférieure à celle observée sur l'ensemble de la période. À plusieurs reprises, dans un passé plus lointain, les contrats nouveaux ont progressé sensiblement plus vite que les prix du logement. Depuis 2000, le taux de progression moyen du crédit nouveau à l'habitat déflaté est légèrement négatif (de l'ordre de - 0,8 %), alors qu'il s'établit sur l'ensemble de la période débutant en 1984 à + 3,8 %.

En d'autres termes, la croissance des crédits nouveaux suit à un rythme assez proche, quoique légèrement inférieur, celle des prix immobiliers (ancien et neuf confondus). Compte tenu des éléments précédents, c'est une illustration supplémentaire de l'interaction observée actuellement entre la dynamique des prix immobiliers, singulièrement ceux du logement ancien, et celle du crédit à l'habitat.

2| La dynamique actuelle du crédit à l'habitat est-elle soutenable ?

Si l'on suppose que les cycles du crédit sont corrélés aux évolutions macroéconomiques, la question de la soutenabilité du mouvement actuel renvoie à l'étude des mécanismes et des canaux de transmission entre la sphère réelle et la sphère financière. Toutefois, l'appréciation que l'on peut porter sur la soutenabilité du phénomène dépend fortement du déterminant principal, demande ou offre, qu'on lui reconnaît.

2| I Le dynamisme de la demande finira par se heurter aux contraintes de solvabilité des emprunteurs

Les facteurs démographiques pourraient encore soutenir un temps la demande de crédit

La population active a progressé de manière assez dynamique au cours de ces dernières années : entre 1998 et 2002, elle a crû à un rythme annuel moyen de 0,7 %, alors que son taux de croissance moyen sur longue période (depuis 1968) est de 0,6 %. Cette évolution pourrait s'être traduite par une augmentation du nombre des primo-accédants sur le marché immobilier. Cependant, un tassement s'est opéré depuis 2003 et devrait déboucher sur une contraction de la population active à compter de 2008. En d'autres termes, ce facteur ne peut pas avoir d'effets très durables.

Un accroissement du nombre de ménages résultant d'unions plus tardives et plus fragiles (familles recomposées, par exemple) devrait, selon Jacquot (2002), augmenter le nombre de logements à construire de 290 000 par an entre 2000 et 2005, contre 270 000 au cours de la décennie quatre-vingt-dix. Il convient cependant, là aussi, de nuancer l'impact de ces projections en termes de demande de crédits nouveaux, dans la mesure où la hausse du nombre de ménages observée dans les années quatre-vingt-dix a principalement tenu au vieillissement de la population. En se référant à une approche de type « cycle de vie », cette tendance démographique lourde ne va pas dans le sens d'une croissance du crédit à l'habitat⁶.

La montée de la charge du service de la dette devrait peser tôt ou tard sur la demande de crédit

L'accroissement du taux d'endettement des ménages n'implique pas nécessairement que la charge de remboursement des crédits à l'habitat ait suivi la

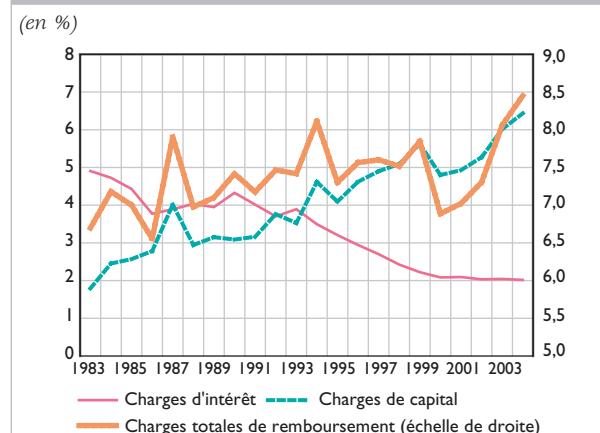
⁶ Selon l'analyse d'Ando et Modigliani (1963), les agents adaptent la structure temporelle de leurs ressources à celle de leurs besoins en s'endettant ou en épargnant.

même tendance. En effet, l'accroissement du poids des remboursements et des intérêts par rapport au revenu est très inférieur à celui du taux d'endettement. Cela résulte de l'allongement de la durée des emprunts et de la très forte réduction des taux débiteurs observée au cours de la décennie quatre-vingt-dix. Les banques ont ainsi de plus en plus fréquemment consenti des concours de durées longues, proposant des échéances inédites (vingt ans, voire plus) au regard des pratiques habituelles en France.

Toutefois, en s'en tenant, d'une part, aux données issues du compte de résultat des établissements de crédit⁷ et, d'autre part, aux remboursements du capital⁸, on observe une augmentation marquée du ratio charges de remboursement (intérêts + capital)/RDB, qui est passé de 6,9 % en 2000 à un niveau record de 8,5 % en 2004. En revanche, le ratio charges d'intérêt/RDB, a continûment baissé, passant de 4,9 % en 1983 à 2,0 % en 2004, sous l'effet de la décrue des taux d'intérêt. Ainsi, l'accélération des prix de l'immobilier depuis 1997 a souvent conduit à ce que l'alourdissement de la charge de remboursement du capital l'emporte sur l'effet favorable de la baisse des taux, contribuant ainsi à une forte hausse du service de la dette en pourcentage du RDB au titre des crédits à l'habitat.

La hausse continue des ratios dette/RDB et service de la dette immobilière/RDB de ces dernières années peut s'expliquer par deux types de comportements : d'une part, l'élévation du taux d'effort par ménage et, d'autre part, une plus large diffusion de l'endettement dans la population. Sur un plan microéconomique, il semble que les taux d'effort actuels soient particulièrement élevés comme le souligne Blanqué (2005), même si cette question reste controversée, en raison des difficultés d'estimation de ces taux d'effort.

Ratios de remboursement du crédit à l'habitat



Certaines caractéristiques du marché du logement peuvent toutefois atténuer les effets de cette « désolvabilisation » des ménages

Le rythme de hausse des loyers est en moyenne voisin de celui des charges de remboursement, si l'on excepte les années les plus récentes⁹. De surcroît, les garanties très étendues demandées par les bailleurs, tout au moins dans les grandes villes, et l'engorgement du marché locatif peuvent contribuer à soutenir la demande des primo-accédants à la propriété¹⁰. Par ailleurs, les incertitudes sur l'avenir des retraites pourraient également inciter les ménages supportant des loyers considérés comme très élevés à se fixer l'acquisition d'un logement comme un objectif patrimonial prioritaire, quitte à affecter une part élevée de leur revenu au remboursement des emprunts.

⁷ Ces données n'étant disponibles qu'à partir de 1993, pour la période antérieure elles ont été estimées à partir de l'encours de crédit à l'habitat net des remboursements en capital et d'un taux d'intérêt déduit à partir du taux de l'emprunt phare à dix ans auquel a été appliquée une prime.

⁸ Les données de remboursement du capital sont obtenues à partir des informations de la direction de la Conjoncture de la Banque de France relatives aux flux bruts de crédits à l'habitat. On déduit le remboursement du capital en considérant qu'il est égal à la différence entre le flux brut de crédits nouveaux et la variation d'encours de crédit à l'habitat. Le solde inclut donc, outre l'amortissement des principaux, les sorties prématuées liées aux déclassements des créances impayées en créances douteuses, mais aussi les remboursements anticipés. On estime généralement que ceux-ci prennent de l'ampleur lorsque l'écart entre le taux des contrats existants et celui des contrats nouveaux excèdent 200 points de base. En données annuelles, ils se traduisent par l'apparition de pics affectant l'estimation du montant des charges de remboursements, caractéristiques au milieu des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

⁹ Les loyers auraient progressé en 2004 de 4,5 %, après 5,6 % en 2003 et 8,8 % en 2002, selon la FNAIM, tandis que les charges de remboursement se sont accrues au cours des mêmes années de, respectivement, 13,0 %, 12,9 % et 8,4 %. En moyenne depuis 1998, la progression des loyers a été de 4,2 %, tandis que les charges de remboursement ont augmenté en moyenne de 4,4 %.

Un certain nombre d'indications font également état d'une tendance à l'élargissement de la population des propriétaires. Ainsi, Cordier et Rougerie (2004) rappellent que, en 2004, 56 % des ménages possèdent leur résidence principale, contre 54 % en 2000, ce qui confirme la tendance à la hausse observée depuis une quinzaine d'années. Par ailleurs, ils mettent en évidence le développement de l'épargne salariale, porté par des mesures fiscales incitatives. Cette évolution constitue, selon eux, également un élément de soutien de la demande de logements et, partant, de la demande de crédits.

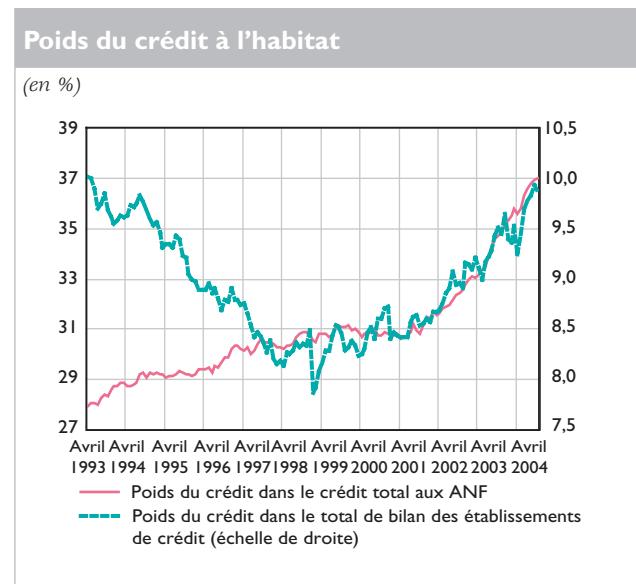
Au total, en dépit des facteurs de soutien encore à l'œuvre (l'évolution démographique, d'une part, le bas niveau des taux débiteurs et la poursuite de leur assouplissement, d'autre part), la détérioration progressive de la solvabilité des ménages est sans doute appelée à peser de manière croissante sur le dynamisme de la demande de crédits à l'habitat.

2 | 2 La soutenabilité du point de vue de l'offre de crédit à l'habitat

La structure de l'offre a connu des évolutions importantes

La répartition de l'offre de crédits à l'habitat entre les réseaux distributeurs s'est nettement modifiée au cours des années quatre-vingt-dix, dénotant une intensification de la concurrence sur ce marché. En effet, la modernisation et la consolidation du secteur bancaire ont décloisonné les circuits de financement, fait disparaître les rentes de situations et favorisé l'émergence de grands groupes bancaires universels, en concurrence sur l'ensemble des services d'intermédiation. En particulier, le marché des crédits à l'habitat, particulièrement concurrentiel, a connu un rééquilibrage entre ces grands groupes, comme l'ont montré Dietsch et Golitin-Boubakari (2002).

Pour autant, la part du crédit à l'habitat dans le total de bilan des établissements de crédit a peu varié. À la mi-2004, elle s'établissait au voisinage de 10 %, soit un niveau analogue à celui observé dix ans auparavant. Mais cette stabilité globale recouvre en fait un mouvement de « va et vient », avec un



fléchissement jusqu'au début 1999, date à laquelle cette part était tombée à moins de 8 %, puis une remontée quasiment symétrique. S'agissant du poids des crédits à l'habitat dans le total des concours consentis par les établissements de crédit aux agents non financiers, un accroissement continu s'est opéré tout au long de la décennie, avec une accélération de ce processus à partir de la fin 2001.

Les ménages constituent une clientèle peu risquée et très rentable

La proportion croissante des concours à l'habitat des ménages dans le total des crédits peut s'expliquer notamment par le niveau de risque, faible et en diminution, lié à ce type d'opération. Ainsi, le poids des créances douteuses et des passages en perte dans le total des crédits aux ménages a été divisé par deux entre début 1993 et fin 2004. Par ailleurs, au plan international, le niveau de risque sur le crédit à l'habitat est en moyenne de l'ordre de 0,5 %, les banques françaises se situant plutôt en deçà¹⁰. En conséquence, comme l'ont mis en évidence Boutillier et alii (2005), les spreads entre les taux des crédits immobiliers aux ménages et les taux de titres d'État de durée équivalente ont eu tendance à se resserrer au cours des dix dernières années, pour tomber à des niveaux historiquement très bas.

¹⁰ Selon la FNAIM, une caution est demandée à près de 50 % des locataires contre un quart il y a dix ans.

¹¹ Cf. BRI, Basel Committee on Banking Supervision (2003)

Part des crédits à taux variable (périodes de fixation initiale < 1 an) dans le total des contrats nouveaux



La politique d'offre des banques encourage l'endettement à long terme et à taux variable

Les banques tendent à consentir, de plus en plus fréquemment, des concours de durées de plus en plus longues (vingt ans, voire plus). Elles auraient aussi tendance à réduire leurs exigences quant à la part de l'apport initial des clients.

La durée des crédits au logement s'est rallongée sensiblement depuis le début des années quatre-vingt-dix :

- s'agissant des emprunts à taux variable, la durée moyenne des opérations est passée de 10,5 ans début 1991 à 14 ans en fin 2003 ;
- dans le même temps, la durée moyenne des prêts à plus de 10 ans est passée de 15 ans à 17 ans.

Une étude récente corrobore ces résultats : elle indique que la durée moyenne de l'ensemble des prêts à l'habitat serait passée de 12 ans environ en 1989 à près de 17 ans à la fin 2004 (cf. Mouillart, 2005)

Dans le même temps, alors qu'ils étaient encore très peu répandus il y a quelques années, les crédits à l'habitat à taux variable ont connu un développement très important depuis 2002. Cette évolution témoigne de la confiance des emprunteurs dans la stabilité de l'environnement financier. Toutefois, son caractère récent et sa rapidité tendent à indiquer qu'elle reflète plus un comportement d'offre que de demande. Les contrats à taux variable, qui permettent dans le contexte actuel d'afficher des conditions

particulièrement attractives, constituent en quelque sorte des « produits d'appel » pour l'offre de contrats de prêts immobiliers. Alors qu'elles représentaient moins de 10 % des crédits nouveaux avant 2002 et environ 20 % au début de 2003, les opérations à taux variable pèsent désormais pour environ 35 % du volume total des contrats nouveaux. Cette évolution rapproche quelque peu la France de la moyenne de l'ensemble de la zone euro, légèrement inférieure à 60 %.

L'endettement à long terme et à taux variable expose les ménages à un risque de taux renforcé, susceptible de se transformer en risque de crédit pour les banques

Le développement des contrats à taux variable entraîne une exposition accrue au risque de taux pour la clientèle. Si une grande partie des contrats sont aujourd'hui assortis d'une garantie de taux plafond (« *cap* »), ils laissent néanmoins subsister une exposition nette résiduelle importante pour des ménages, dont la solvabilité apparaît aujourd'hui moins assurée (cf. supra). En conséquence, dans l'hypothèse d'une forte remontée des taux à court terme, la proportion d'emprunteurs défaillants augmenterait très certainement et le risque de crédit des banques s'accroîtrait en conséquence. Ce scénario n'a rien de théorique puisqu'il s'est déjà produit, par exemple, pour les ménages anglais, traditionnellement endettés à taux variable et à long terme, qui se sont retrouvés massivement insolubles avec l'envolée des taux d'intérêt à la fin de la décennie quatre-vingt.

L'allongement de la durée des crédits à l'habitat contribue à une plus forte transformation des banques

En même temps que la durée des prêts s'allongeait, le poids des ressources à plus de deux ans (dépôts à terme et titres de dette) dans le total du passif des banques a eu tendance à s'amenuiser au cours des années récentes. Il est ainsi passé de 20,6 % à fin 1998 à 17 % en décembre 2004. L'allongement de la durée des emplois et le raccourcissement de celle des ressources a ainsi contribué à un accroissement de la transformation, confirmé par de nombreuses études (cf., notamment, Oung (2004)) et, partant, une exposition plus forte au risque de taux. Toutefois, la gestion actif-passif des banques se révèle généralement

ENCADRÉ 2

Évolutions récentes du crédit à l'habitat et des prix du logement

Les données concernant le premier semestre 2005 témoignent d'une robustesse persistante de l'activité de distribution de crédits à l'habitat. En taux de croissance annuel déflaté des prix à la consommation, l'encours des crédits immobiliers a progressé de 10,9 % en juin 2005, soit un plus haut historique. On observe également un dynamisme des contrats nouveaux : en cumul sur douze mois, leur montant était passé de 83,2 milliards en décembre 2003 à 99,5 milliards en août 2004 ; après un léger tassement durant le second semestre 2004, il s'est de nouveau inscrit en hausse au cours du premier semestre 2005 pour s'établir en juin 2005 à 109,4 milliards. En revanche, l'évolution des prix de l'immobilier semble marquer une certaine modération : à s'en tenir à l'ancien, selon la FNAIM, leur rythme de progression s'est établi au premier semestre 2005 à 13,5 % en taux annualisé, contre 15,5 % pour l'année 2004.

efficace pour amenuiser le risque de transformation même si elle comporte un coût, notamment pour ce qui concerne le portefeuille des crédits aux ménages.

D'après les enquêtes menées auprès des banques, la politique d'offre devrait rester accommodante

Les récentes livraisons de l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit effectuée par la Banque de France dans le cadre du Bank Lending Survey mené par la BCE pour l'ensemble de la zone euro montrent que les banques françaises n'ont pas substantiellement modifié leur politique d'offre de crédit à l'habitat, qui demeure plutôt accommodante sous l'effet, principalement, du renforcement de la concurrence entre les établissements prêteurs. Certes, les banques prévoient, depuis plusieurs trimestres, de procéder à un durcissement, mais celui-ci ne s'est pas matérialisé jusqu'à présent. On constate de fait une poursuite de la baisse des taux débiteurs au début de l'année 2005 : pour les crédits nouveaux à l'habitat, toutes catégories confondues, le taux moyen pondéré est passé de 4,24 % en décembre 2003 à 3,87 % en décembre 2004, pour finir par s'établir en mai 2005 à 3,75 %. Cela étant, on ne peut exclure un comportement d'offre plus restrictif à l'avenir, du fait notamment de la détérioration de

la solvabilité des ménages et de la hausse toujours soutenue du prix des logements.

Depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, la vigueur de la croissance du crédit à l'habitat a largement tenu au dynamisme de la demande, dans un contexte de baisse rapide et de grande ampleur des taux nominaux et réels. La demande des ménages pourrait cependant s'affaiblir à plus ou moins brève échéance, en raison de l'alourdissement de la contrainte de solvabilité. La dynamique du crédit au logement n'en reste pas moins soutenue par une offre très accommodante. Celle-ci constitue probablement désormais le moteur de l'expansion du financement du logement, en élargissant la gamme de contrats proposés (durées très longues, apports personnels faibles, taux variables). Pour autant, la poursuite de cette dynamique semble peu probable et même peu souhaitable, dans la mesure où elle semble obéir désormais principalement à des facteurs financiers. Le processus actuellement à l'œuvre d'auto-entretien de la croissance des prix immobiliers et du crédit à l'habitat atteindra tôt ou tard ses limites, en raison de l'alourdissement de la contrainte de solvabilité des emprunteurs et de la poursuite de la montée des prix. Dans ce contexte, un « atterrissage en douceur » sous la forme d'un ralentissement graduel du crédit et des prix serait bien évidemment préférable à une correction plus brutale du phénomène.

ANNEXE I

Construction de séries longues sur le crédit à l'habitat et les taux débiteurs immobiliers depuis décembre 1970

La construction d'une série longue de taux de croissance annuel sur le crédit à l'habitat des ménages a nécessité divers calculs, dans la mesure où il n'existe pas de série ventilée par agents avant 1978 :

- pour les données antérieures à 1978, l'encours de crédits à l'habitat aux ménages a été reconstitué à partir de séries longues de crédits investisseurs ;
- pour les données comprises entre mars 1978 et mars 1994, les taux de croissance ont été calculés selon la formule du glissement annuel standard à partir d'une série de crédits à l'habitat trimestrielle ;
- après mars 1994, des données de flux de crédit étant disponibles en plus des données d'encours, les taux de croissance annuels ont été calculés selon la méthode d'indices chaînés appliquée par la BCE pour l'ensemble de ses statistiques monétaires et financières à partir d'une série mensuelle trimestrialisée.

S'agissant de la série de taux d'intérêt réel immobilier, il s'agit du raccordement :

- pour les données antérieures à avril 1991, d'une série de la BRI de taux minimal de crédit immobilier aux ménages ;
- pour les données entre avril 1991 et décembre 2002, d'une série rétropolée par la Banque de France ;
- pour les données postérieures à décembre 2002, de la série issue de la collecte européenne harmonisée des statistiques de taux d'intérêt. Dans la mesure où c'est le taux minimum qui est retenu ici, il s'agit du taux moyen des contrats nouveaux à taux variable.

ANNEXE 2

Construction d'un déflateur des crédits nouveaux à l'habitat

Cet indice repose sur différentes données hétérogènes et des hypothèses simples, ce qui le rend quelque peu fragile. Ce faisant, il n'a pas été possible de trouver d'autres sources suffisamment longues pour le logement ancien (ainsi, la série calculée par l'INSEE pour les prix de l'immobilier ne remonte qu'en 1994).

Cet indice repose donc sur les données suivantes :

- l'indice des prix du logement neuf sur l'ensemble de la France est l'indice du coût à la construction (ICC) publié trimestriellement par l'INSEE depuis 1953. Il est établi en collaboration avec le ministère de l'Équipement et des Transports, du Logement et de la Mer. En comptabilité nationale, l'ICC est utilisé comme déflateur de la production des logements neufs. Il constitue l'indice de référence pour la révision des loyers d'habitation, en vertu des lois n°89-462 du 6 juillet 1989 et n° 94-624 du 21 juillet 1998. Enfin, il sert de déflateur à la FBCF logement ;
- l'indice des prix du logement ancien a été construit à partir de sources diverses rassemblées et retravaillées (indice des prix du logement ancien de l'INSEE, données de la FNAIM).

L'indice composite calculé à partir de ces deux séries s'appuie sur les données d'opérations nouvelles issues d'une collecte de la Banque de France. Elles montrent que, au cours de cette période, la part des nouveaux crédits à l'habitat affectée à l'achat de logements anciens et celle dédiée à l'acquisition de logements neufs ont considérablement varié : pour résumer, le poids du neuf, prépondérant en début de période, est devenu minoritaire en fin de période comme le montre le tableau ci-dessous.

L'indice a été construit en reprenant, année après année, les poids respectifs du neuf et de l'ancien dans les crédits nouveaux à l'habitat. Ces proportions ne concernent, par définition, que les opérations d'achat de logements adossées à un endettement. On peut cependant considérer cet indicateur synthétique non seulement comme un déflateur des crédits nouveaux (pour l'acquisition de biens immobiliers neufs et anciens), mais aussi comme une mesure approximative des prix de l'immobilier (neuf et ancien confondus). Ceci implique de faire l'hypothèse que le comportement d'endettement des ménages est identique pour les achats de logements neufs et anciens.

| Année | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Ratio crédits affectés au neuf/crédits affectés à l'ancien | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,5 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,4 | 0,5 |

ÉTUDES

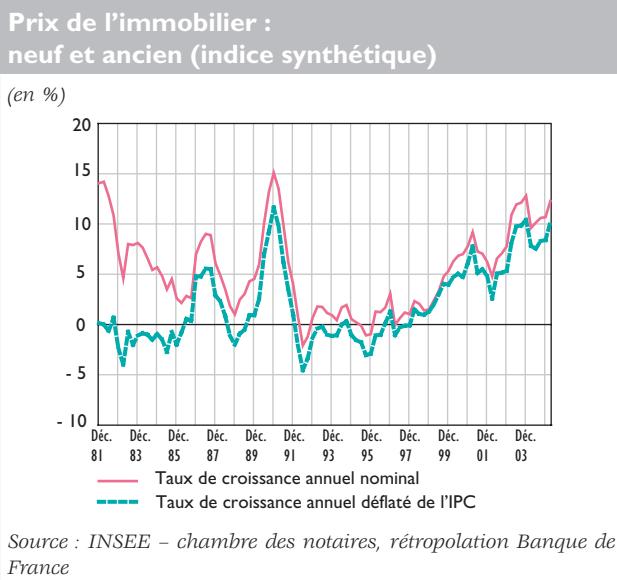
L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ?

Il est donc calculé comme suit :

Indicateur synthétique = (indicateurs du prix des logements anciens + poids du neuf/poids de l'ancien x ICC)/(1 + poids du neuf/poids de l'ancien), l'indice étant en base 100 pour le quatrième trimestre 1981.

Évolution de l'indice synthétique depuis le début des années quatre-vingt

Au cours de cette période, l'indice synthétique a enregistré d'amples fluctuations. Il retrace notamment la période de la bulle immobilière de la fin des années quatre-vingt et rend compte du rythme élevé de progression des prix depuis la fin de la décennie quatre-vingt-dix.



Bibliographie

Ando (A.) et Modigliani (F.) (1963)

« *The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests* », *American Economic Review*, mars

Blanqué (P.) (2005)

« *L'"immobulle", clé de la croissance à venir* », *Figaro Économie*, 21 février

Boutillier (M.), Kierzenkowski (R.) et Rousseaux (P.) (2005)

« *Taux d'intérêt des crédits bancaires : une analyse en termes de spreads sur données françaises de 1993 à 2004* », *Note d'Etudes et de Recherche de la Banque de France*, à paraître

BRI, Basel Committee on Banking Supervision (2003)

« *Quantitative Impact Study 3 – Overview of Global Results* », mai

Cordier (M.) et Rougerie (C.) (2004)

« *Patrimoine des ménages : le déploiement de l'épargne salariale* », *Insee Première*, n° 985, septembre

Cornuel (D.) (1999)

« *L'hypothèse de bulle immobilière* », *Revue de l'OFCE*, n° 70, juillet

Dietsch (M.) et Golitin-Boubakari (V.) (2002)

« *L'évolution des relations banques-entreprises dans les années 1990* », *Bulletin de la Commission Bancaire*, n° 27, novembre

Jacquot (A.) (2002)

« *La demande potentielle de logements* », *Insee Première*, n° 875, décembre

Lecat (R.) et Mésonnier (J.-S.) (2005)

« *Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 133, janvier

Moëc (G.)

« *Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ?* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 129, septembre

Mouillart (M.) (2005)

« *17^e rapport annuel de l'Observatoire de l'endettement des ménages* », mai

Oung (V.) (2004)

« *Un modèle de la sensibilité des profits et marges bancaires aux évolutions conjoncturelles : application au stress test du système bancaire français* », Secrétariat général de la Commission bancaire, *papier de recherche*, mimeo

Poterba J. (2004)

« *Population Aging and Financial Markets* », *discussion paper*, Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City : « *Global Demographic Change: Economic Impacts and Policy Challenges* », août

Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie

Vincent FLEURIET

Direction pour la Coordination de la Stabilité financière

Service des Études de marché et de la Stabilité financière

Les marchés financiers chinois contribuent pour une part relativement faible au financement de l'économie chinoise. La capitalisation boursière et l'encours obligataire en Chine représentaient, en juin 2005, environ 27 % et 40 %, respectivement, du PIB¹. Cette faiblesse relative du poids des marchés financiers dans l'économie chinoise s'explique à la fois par leur développement récent, leur orientation prépondérante vers des sociétés publiques faiblement rentables, comme principaux émetteurs potentiels d'actifs financiers, et la prééminence du financement par le crédit bancaire (environ 140 % du PIB en 2003²).

En outre, les performances du marché boursier sont loin de refléter celles de l'économie chinoise. Ce marché pâtit, en effet, d'une mauvaise gouvernance d'entreprise et d'introductions en bourse peu attractives des sociétés dont l'État détient le capital. Les cours boursiers ont donc baissé au cours des quatre dernières années. Le marché obligataire est également peu développé, en l'absence de références publiques suffisantes pour la cotation des titres privés.

Les autorités chinoises ont entrepris de nombreuses réformes autour de deux principaux axes : améliorer l'efficience informationnelle de ces marchés afin de redonner confiance aux investisseurs, d'une part, et assouplir la réglementation afin d'augmenter la demande de titres, d'autre part. Ainsi, actuellement, les autorités chinoises favorisent les flux des investisseurs institutionnels résidents et non résidents, dont l'accès aux marchés des capitaux a été progressivement libéralisé. Cependant, la part des investissements de non-résidents sur les différents marchés chinois demeure faible et les non-résidents continuent de privilégier les investissements directs ou les achats d'actions sur les marchés offshore.

¹ Source : Bloomberg

² Source : Securities and Futures Commission

Mots-clés : actions, bourses, Chine, financement, gouvernance d'entreprise, introductions en bourse, investisseurs, marchés financiers, obligations, renminbi, Shanghai, Shenzhen, taux d'intérêt
Codes JEL : E44, G15 et G18

NB : Dans cette étude, l'analyse porte sur les marchés financiers de la Chine intérieure et exclut donc ceux de Hong Kong considérés comme des marchés offshore, conformément à l'approche généralement retenue par les investisseurs et les analystes.
L'auteur tient à remercier Jean-Patrick Yanitch (Mission économique, ambassade de France en Chine) pour ses éclairages et conseils. Le contenu de cette étude ne saurait cependant engager sa responsabilité.

Réformer les marchés financiers semble devenu une priorité pour les autorités chinoises. À terme, une plus grande efficacité de ces marchés permettrait une diversification des sources de financement de l'économie (encore très dépendant du secteur bancaire¹ et surtout fondé sur l'autofinancement). Par ailleurs, cette plus grande efficacité serait de nature à faciliter le desserrement du contrôle des changes et, partant, permettre une meilleure prise en compte des mécanismes de marché dans la détermination du taux de change du renminbi². Ainsi, les réformes visent, d'une part, à améliorer la gouvernance d'entreprise et accroître la transparence et, d'autre part, à une plus grande ouverture du marché des actions aux investisseurs institutionnels.

Ces deux axes de réformes apparaissent complémentaires pour les autorités chinoises. Le premier a un objectif principalement qualitatif : permettre une plus grande efficience informationnelle des marchés financiers et le second un objectif quantitatif : drainer davantage de liquidités vers les bourses de valeurs.

La présente étude couvre les deux principaux compartiments d'actifs financiers chinois que sont les produits de taux et les actions et analyse, pour chacun de ces marchés, leurs conditions de développement et leur rôle actuel au sein de l'économie. Elle s'intéresse ensuite aux positions relatives des investisseurs tant résidents que non résidents, ainsi qu'aux stratégies des autorités chinoises pour les attirer vers ces deux marchés d'actifs et particulièrement celui des actions.

I | Le marché des produits de taux

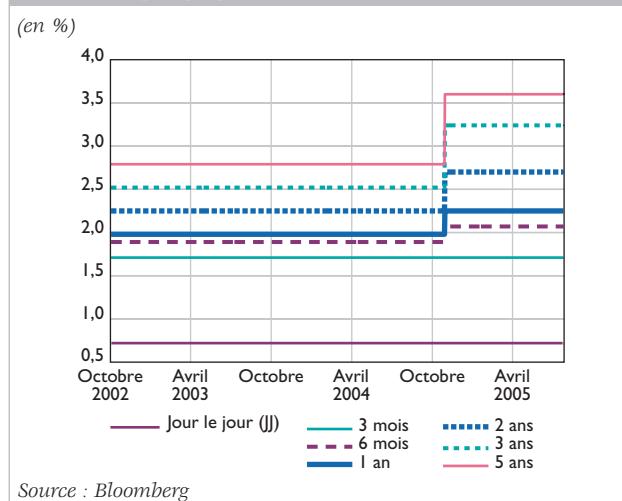
I | I Un marché obligataire peu développé

Le marché des obligations chinoises est encore peu développé, même si le volume des émissions est

récemment en nette augmentation. Cette situation s'explique notamment par la faiblesse du marché de la dette publique, en raison d'un déficit budgétaire historiquement faible (en moyenne 1,7 % du PIB depuis 1980³) qui prive le marché obligataire d'une référence (liquide et de bonne signature) pour la cotation de tous les autres titres émis par le secteur privé. Contrairement à la plupart des marchés obligataires, c'est le plus souvent les émissions privées (de banque) qui ont exercé l'effet d'entraînement dans le développement de ce marché, alors que ce rôle a été traditionnellement exercé par les gouvernements qui finançaient leur déficit budgétaire. Par ailleurs, les obligations chinoises sont quasi systématiquement émises en renminbis et seul un peu moins de 1 % était émis en dollars, euros ou yens à fin juin 2005⁴, l'épargne chinoise étant largement suffisante pour couvrir les besoins d'émissions obligataires.

De fait, les premières émissions d'obligations privées remontent à 1980, mais, en 2003, seuls 35,8 milliards de renminbis (4,3 milliards de dollars) étaient émis, les principaux émetteurs sur le marché des obligations privées étant les institutions financières : selon la BRI, l'encours des obligations d'institutions financières s'élevait à 184 milliards de dollars (environ 11 % du PIB) et celui des entreprises à seulement 12 milliards

Taux d'intérêt directeurs de la Banque populaire de Chine



¹ Sur base de chiffres de 2003, une étude de McKinsey & Company évaluait à environ 75 % la part des prêts bancaires dans les sources de financement, autofinancement exclu.

² Depuis 1994, le cours de change du renminbi (RMB) était administré (« other conventional fixed peg arrangement », selon la classification FMI) et fluctuant autour de 8,277 pour un dollar (USD), dans une fourchette de plus ou moins 0,3 % ; cependant, une réforme a eu lieu le 21 juillet 2005 et le régime de change chinois évolue vers un flottement géré.

³ Source : FMI – International Financial Statistics

⁴ Source : Bloomberg

(fin décembre 2004). Selon Bloomberg (juin 2005), il existe à peine plus de deux cents obligations privées, alors que déjà près de 1 400 sociétés sont cotées en bourse⁵. En effet, le financement des sociétés est encore principalement effectué par des emprunts bancaires. En outre, la complexité de la réglementation en matière d'émission obligataire rend ce type de financement peu attractif.

En 1998, après la libéralisation des taux d'intérêt obligataires et la dématérialisation des obligations, la China Development Bank a, pour la première fois, émis des obligations sur la base d'une adjudication compétitive où les prix n'étaient donc plus fixés *ex ante* par les autorités, mais par le libre jeu des mécanismes de marché, ce qui a permis de réconcilier plus aisément l'offre et la demande. Cette première émission obligataire par adjudication compétitive fut suivie par celle de la China Import and Export Bank. Néanmoins, cette réforme indispensable s'est avérée insuffisante pour permettre un véritable décollage du marché d'obligations privées (freiné par la faiblesse de la gouvernance d'entreprise et la transparence limitée des états financiers).

De son côté, l'État émit des obligations pour la première fois en juillet 1981⁶. Le ministère des Finances n'eut alors recours aux adjudications compétitives auprès des banques qu'à partir de 1999. Eu égard aux faibles besoins de financement de l'État chinois, le volume des émissions est resté limité et s'est élevé en moyenne annuelle à 453 milliards de renminbis (55 milliards de dollars) sur la période comprise entre 1999 et 2003⁷. L'encours total à fin 2004 s'élevait à 287,4 milliards de dollars, selon la BRI (environ 18 % du PIB)⁸. Bien que le stock d'obligations publiques soit demeuré faible, les autorités chinoises se sont efforcées d'émettre des titres de maturités variées permettant de construire une structure par termes des taux d'intérêt : en 2001, des obligations à 15 et 20 ans ont été émises pour la première fois, puis, en 2002, une première obligation à 30 ans. Enfin, les collectivités locales et les agences de l'État sont également actives sur le marché obligataire et, fin juin 2005, leurs titres de dette négociables représentaient un encours de 168 milliards de dollars (environ 10 % du PIB).

Moyenne des taux des cinq obligations à long terme émises par le gouvernement chinois

(en %)



Source : Bloomberg

Le marché secondaire des obligations a été créé en 1988. Depuis, les obligations publiques, comme les privées, sont principalement échangées de gré à gré entre les grandes institutions financières locales et, plus marginalement, sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen. Au total, le volume de transactions sur obligations s'est élevé à 2 520 milliards de renminbis (305 milliards de dollars) en 2004, soit un volume quotidien de moins de 1,2 milliard de dollars (Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China, 2005).

Un approfondissement des réformes du marché obligataire paraît donc nécessaire pour rendre l'allocation des ressources de financement plus efficiente, faire que le taux d'intérêt à long terme soit un canal de transmission de la politique monétaire et pouvoir finalement établir une véritable courbe de taux représentative des conditions du marché obligataire.

Dans cette perspective, un effort a également été accompli afin de développer les produits dérivés sur taux d'intérêt dont l'introduction (notamment les contrats futurs sur obligation d'État) devrait permettre d'augmenter la liquidité du marché obligataire (Xinhua, 2005). Cependant, une première expérience avait déjà été tentée en 1993 sur la bourse de Shanghai, mais s'était soldée par un échec et les cotations ont

⁵ Fin juin 2005, selon Bloomberg, l'encours des obligations d'institution financière s'élevait à 230 milliards de dollars et celui des obligations d'entreprise à 17 milliards.

⁶ Quelques émissions avaient été effectuées antérieurement, mais plus depuis 1958.

⁷ Source : Bloomberg

⁸ Selon Bloomberg, l'encours des obligations d'État s'élevait à fin juin 2005 à 324 milliards de dollars.

dû être suspendues dès 1995. C'est pourquoi toute nouvelle tentative demeure délicate⁹. Des projets d'émission d'obligations titrisées sont également à l'étude (la titrisation de créances hypothécaires devrait représenter une source de financement significative, des émissions pilotes ont d'ailleurs déjà été autorisées).

I | 2 La libéralisation du marché monétaire

Pour les autorités chinoises, le développement du marché obligataire fait partie d'un projet global de développement du marché des produits de taux et ne peut donc s'entendre sans un marché monétaire sophistiqué. Elles se sont ainsi efforcées de standardiser les opérations sur les taux à court terme en créant, le 1^{er} janvier 1996, le CHIBOR (CHinese Interbank Offer Rate) dont les échéances vont du jour le jour à l'année.

Des opérations de *repo* et *reverse repo* ont également été autorisées, à compter du 5 juin 1997, entre institutions financières. Le volume de ces opérations était, en 2004, de 9 310 milliards de renminbis, soit 1 125 milliards de dollars (Monetary Policy Analysis Group of the People's Bank of China, 2005). Cependant, l'étroitesse du marché obligataire empêche de créer un véritable marché du *repo* et d'effectuer certaines opérations de politique monétaire liées, en particulier, aux interventions sur les marchés de change.

2| Le marché des actions

2 | I Un marché récent

Les actions ont été créées en Chine en 1984, permettant ainsi au gouvernement de transformer certaines sociétés publiques (les SOE : State Owned Enterprises) en sociétés par actions. Cependant, ces actions, même si elles sont cotées sur un marché, ne sont pas nécessairement toutes librement négociables (actuellement, seul environ un tiers de l'encours l'est).

Puis, en 1990, deux bourses de valeurs ont été créées, afin de faciliter la levée de capitaux par ces sociétés et les échanges de leurs titres, quand cela était autorisé. Ce processus de privatisation reste malgré tout partiel puisque l'État conserve une part majoritaire dans le capital de la plupart des sociétés cotées.

Pour tenir compte de la structure largement administrée de l'économie chinoise, plusieurs catégories d'actions ont dû être introduites, répondant ainsi aux spécificités réglementaires de chaque type d'investisseurs :

- les actions A cotées en renminbis, initialement réservées aux investisseurs résidents¹⁰ (dont seule une partie est négociable, l'autre partie étant détenue encore par l'État) ;
- les actions B cotées en devises et négociables, initialement réservées aux non-résidents (mais ouvertes depuis le 28 février 2001 aux résidents détenteurs de devises) ;
- les actions C détenues par des entités publiques, « *legal person* » (en particulier les SOE), et non cotées (elles ne sont donc pas intégrées dans les calculs de capitalisation boursière).

La première bourse chinoise moderne (il y en avait une dans les années quatre-vingt), celle de Shanghai, fut créée le 26 novembre 1990 ; la deuxième, celle de Shenzhen, le fut peu de temps après, le 1^{er} décembre 1990, mais sa capitalisation boursière reste sensiblement moins importante que celle de Shanghai. Sur la bourse de Shanghai, les actions B sont cotées en dollars, sur celle de Shenzhen en dollars de Hong Kong.

L'histoire des marchés boursiers chinois a été dominée par les introductions en bourse (IPO : Initial Public Offers), en particulier celles des sociétés publiques, mais celles-ci demeurent souvent sous-souscrites ; le marché secondaire est de plus peu liquide. Les capitaux levés à ce titre en 2004 sur les marchés domestiques ont atteint 6,3 milliards de dollars ; plus encore, l'ensemble des IPO effectuées depuis 1992 représentent environ 70 milliards¹¹, soit près de la moitié de la valeur actuelle des titres cotés et négociables sur les marchés de la Chine intérieure.

⁹ L'introduction de contrats futurs et d'options sur indice boursier est également en cours de négociation ; pour l'heure, les seuls marchés dérivés portent sur le change et les matières premières.

¹⁰ Depuis mai 2003, les QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) sont autorisés à investir dans les actions A (cf. infra : 3|2 Les investisseurs non résidents).

¹¹ Source : Bloomberg

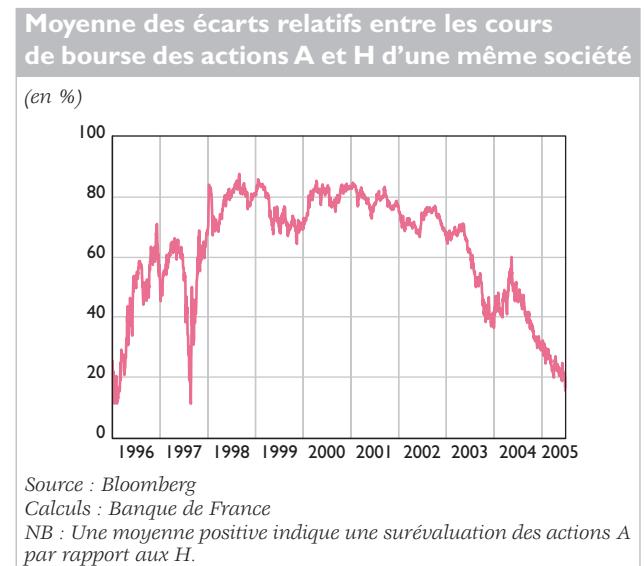
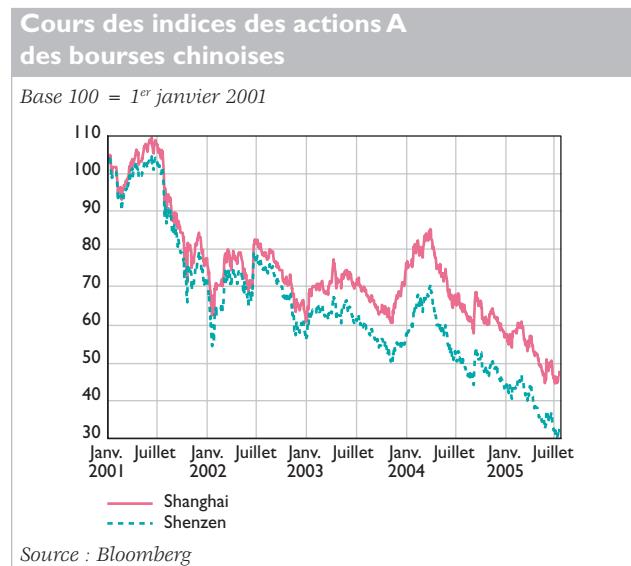
Par ailleurs, l'étroitesse du marché national a poussé les sociétés chinoises vers les bourses étrangères. Ce phénomène, classique pour les pays émergents, a d'abord concerné Hong Kong dès juillet 1993¹², avec l'émission des actions dites de type H et des *Red Chips*. À fin 2002, les actions de sociétés chinoises représentaient 26 % de la capitalisation boursière de Hong Kong. Des actions de sociétés chinoises sont également cotées à New York (type N), à Londres (type L), à Singapour (type S) et dans le cadre du American Depository Agreement (type ADR). Pour autant, une telle segmentation entre les différentes classes d'actions (A, B et C sur les marchés domestiques et H, N, L et S sur les marchés *offshore*) limite la liquidité du marché des actions chinoises.

Malgré cette multiplication des marchés boursiers et même en agrégeant les titres des sociétés chinoises (que ceux-ci soient négociables ou non) cotés en Chine intérieure et à Hong Kong, la capitalisation des marchés boursiers chinois ne serait équivalente qu'à 685 milliards de dollars à fin 2004¹³ (environ 41 % du PIB de la Chine intérieure¹⁴).

La capitalisation boursière de la seule Chine intérieure s'élevait, quant à elle, en 2004, à environ 450 milliards de dollars¹⁵, ce qui représente environ 27 % du PIB. En outre, comme une part importante des actions cotées est toujours détenue par l'État (et sont donc non échangeables), la capitalisation boursière de titres négociables sur les bourses locales ne représentait plus qu'environ 8,5 % du PIB à fin 2004. Une telle situation pèse logiquement sur la liquidité du marché des actions et son attractivité.

2 | 2 Une forte baisse des cours boursiers depuis 2001

Depuis 2001, les indices boursiers de la Chine intérieure ont baissé de 50 % environ. Depuis son pic de 2000, avec près de 600 milliards de dollars, la capitalisation boursière de la Chine intérieure¹⁶ a chuté d'environ 25 %¹⁵. Les performances économiques de la Chine ne se reflètent pas dans celles du marché des actions. En 2004, le PIB a affiché une croissance de 9,5 %, la plus



¹² À partir du 1^{er} juillet 1997, Hong Kong est devenue une Région administrative spéciale (RAS) de la République populaire de Chine.

¹³ Sources : Bloomberg et Hong Kong Stock Exchange. UBS Securities Hong Kong donnait la répartition suivante à fin 2003 : actions A : 500 milliards de dollars – 1 261 sociétés, actions B : 11 milliards de dollars – 111 sociétés, actions H : 52 milliards de dollars – 91 sociétés, Red Chips : 154 milliards de dollars – 73 sociétés, autres : 38 milliards de dollars – 53 sociétés.

¹⁴ À titre de comparaison : les capitalisations boursières à fin 2004 représentaient en France : 63 % du PIB ; en RFA : 34 % ; au Royaume-Uni : 116 % ; et aux États-Unis : 119 % (sources : S & P/Citigroup BMI Global et FMI).

¹⁵ Source : China Statistical Yearbook

¹⁶ Comportant l'ensemble des titres cotés à Shanghai et à Shenzhen

forte de la zone Asie, alors que les indices actions ont enregistré les plus mauvaises performances : l'indice de référence de Shanghai a baissé de 18,1 % sur la même période. Cette déconnexion peut s'expliquer par le fait que la plupart des actions cotées sont celles d'anciennes sociétés publiques (environ 90 % des 1 224 sociétés cotées) qui ne sont souvent pas très rentables, alors que les nouvelles sociétés privées, plus dynamiques, n'ont guère recours aux marchés boursiers pour se financer : elles font essentiellement appel à l'autofinancement ou à des emprunts bancaires.

Cette situation traduit les doutes des investisseurs relatifs à la juste valorisation des sociétés, doutes alimentés par les rumeurs récurrentes de ventes d'actions détenues par l'État qui pourraient peser sur les cours boursiers et les nombreuses fraudes, notamment comptables, comme le constate trop souvent le régulateur boursier chinois, la China Securities Regulatory Commission (CSRC).

D'autres analystes voient plus positivement dans cette baisse continue des prix des titres cotés sur les bourses chinoises une normalisation des PER (Price Earning Ratio) chinois sur les niveaux internationaux. Nombre de sociétés chinoises ont dans le passé affiché des PER très supérieurs sur les bourses locales à ceux provenant de leurs titres cotés sur les marchés *offshore*, à cause notamment de l'engouement des salariés chinois, plus ou moins incités par les autorités, vis-à-vis des actions de leurs sociétés. Cette situation se normalise : entre 2001 et 2005, les PER sont ainsi passés de niveaux supérieurs à 50 à des niveaux voisins de 20 (fin juin 2005, l'indice composite des actions A et B de Shanghai avait un PER de 18, celui de l'indice composite de Shenzhen s'élevait à 24¹⁷). Par ailleurs, la diminution de l'écart de valorisation entre les compartiments de marché (par exemple, actions H de Hong Kong et A en Chine intérieure) pourrait aussi signaler des prix des actions chinoises plus représentatifs de la valeur économique de ces sociétés cotées. Cependant, les investisseurs semblent encore rester prudents face aux bourses chinoises, aucune nette reprise des cours ne se manifestant pour l'instant.

2 | 3 Améliorer la gouvernance d'entreprise et accroître la transparence des intermédiaires financiers

Afin de remédier au manque de transparence des états financiers des sociétés, la CSRC a annoncé, fin décembre 2004, que toutes les sociétés cotées devaient être auditées à la fois par un cabinet local et un cabinet étranger. De même, alors que le choix des sociétés admises à entrer en bourse revenait traditionnellement aux autorités régionales (avec une certaine opacité et parfois d'importantes manipulations), la procédure d'introduction en bourse est devenue nationale et gérée par la CSRC, après la crise asiatique de 1997. Les sociétés doivent, dorénavant, également divulguer l'identité et la nature de la participation de leurs dix principaux actionnaires (Cabriillac et Yanitch, 2004). Enfin, les investisseurs individuels pourraient à terme pouvoir porter plainte, sous forme de *class-action suits*, devant les tribunaux chinois contre des sociétés cotées ayant publié des états financiers falsifiés, commis des fraudes ou manipulé le marché (O'Neill, 2005a).

Par ailleurs, on assiste depuis le début 2005 à plusieurs initiatives publiques afin d'améliorer la confiance dans les intermédiaires financiers. Actuellement, il existe environ 120 maisons de courtage¹⁸ : la fermeture de certaines d'entre elles, en raison de problèmes de surcapacité, apparaît nécessaire (les transactions en bourse restant limitées, les profits de ces maisons sont très faibles), ce qui pourrait également contribuer à faire disparaître certaines malversations. Dans un tel contexte, le 21 février 2005, la CSRC et le ministère des Finances ont annoncé la création d'un fonds d'une valeur de 6 milliards de dollars qui permettra de compenser les investisseurs pour des pertes éventuelles liées à des faillites ou des couvertures de risque opérationnel générées par ces maisons de courtage chinoises.

¹⁷ Fin juin 2005, le PER du Hang Seng était de 16, celui du Nikkei 225 de 36, celui de l'EuroStoxx 50 de 15 et celui du Standard & Poor's 500 de 20 (source : Bloomberg).

¹⁸ Quelques années auparavant, on en comptait encore un millier (Cabriillac et Yanitch, 2004).

2 | 4 Les difficultés des introductions en bourse des actions détenues par l'État chinois

Bien que considérées comme indispensables par les autorités chinoises, ces IPO sont difficiles à mener, étant donné l'ampleur du stock de participations d'État à céder. Ces projets pèsent donc significativement sur l'évolution des cours de bourse.

Une nouvelle vague de privatisations a été annoncée le 9 mai 2005 : c'est la troisième fois en six ans que le gouvernement chinois tente de réduire sa détention d'actions, qui se monterait actuellement à 260 milliards de dollars (soit environ 60 % de l'actuelle capitalisation boursière des actions négociables et non négociables de la Chine intérieure). Cette annonce a entraîné une baisse de 4,4 % du Shanghai Composite Index. Ces introductions en bourse pèsent sur les cours par leur effet volume, mais aussi en raison de leur manque de transparence pour les actionnaires minoritaires. Ces IPO nécessitent donc un assainissement crédible des comptes de la société à privatiser, ce qui est parfois difficile à réaliser. Ainsi, les autorités chinoises ont dû, malgré leurs efforts en la matière, reporter *sine die* l'introduction en bourse de la Bank of China, initialement prévue pour le premier semestre 2005, et l'opération ne se fera sans doute pas avant 2006.

C'est également en raison d'un manque de confiance des investisseurs potentiels que les émetteurs chinois privilégièrent souvent la cession ou l'introduction en bourse de leurs actions sur le marché de Hong Kong dont la réglementation offre une meilleure crédibilité. En juin 2005, trois introductions en bourse ont eu lieu pour un montant total de 6,5 milliards de dollars sur la place de Hong Kong. Ainsi, alors que le montant des IPO effectuées sur les Bourses de Shanghai et Shenzhen n'a cessé de décroître depuis son pic de 2000 (près de 10 milliards de dollars), pour atteindre au premier semestre 2005 seulement 2,2 milliards, les introductions en bourse effectuées sur les places *offshore* ont pris le relais, dépassant depuis 2003 significativement les IPO domestiques¹⁹.

Enfin, une réforme est envisagée afin d'autoriser la vente des actions C actuellement non négociables et non cotées (celles détenues par les entités publiques). Ces ventes seraient destinées à des investisseurs ayant

alors l'obligation de conserver ces titres au moins un an, mais celles-ci pourraient peser sur les cours des actions.

Malgré ces différentes réformes, l'objectif de trouver de nouvelles sources de financement stables pour les sociétés d'État ne semble pas avoir été atteint. Plus généralement, le financement par actions reste *de facto* marginal pour l'économie chinoise et nombre d'investisseurs hésitent encore à acquérir des actions sur les marchés domestiques, privilégiant le plus souvent les investissements directs.

3 | Les investisseurs

L'objectif principal des autorités chinoises est d'élargir la gamme des investisseurs pour arrêter ou limiter les baisses de valorisation et faciliter le financement de l'économie. Il s'agit, en particulier, de trouver des sources de financement stables et d'augmenter la part des investisseurs institutionnels, qui ne détiennent actuellement que 14 % des actions émises sur le compartiment A.

3 | 1 Les investisseurs résidents

Les ménages chinois ont une épargne très importante, principalement placée en dépôts bancaires, dont l'encours s'élevait à 12 200 milliards de renminbis (1 470 milliards de dollars, soit 92 % du PIB chinois) à fin janvier 2005, ou dans le secteur immobilier. Étant donné l'importance de cette masse de liquidités, les autorités chinoises cherchent à favoriser les investissements des résidents sur les marchés boursiers locaux. Une telle stratégie devrait soutenir les cours boursiers, mais des perspectives de hausse des cours, ainsi qu'un cadre plus sûr en termes de transparence et de gouvernance d'entreprise, seraient également nécessaires pour attirer de nouveau l'épargne des particuliers chinois vers les bourses, après leurs désillusions du début des années deux mille.

C'est pourquoi les autorités chinoises se tournent aussi vers les investisseurs institutionnels résidents pour trouver de nouveaux capitaux susceptibles d'être placés en bourse, d'autant que leur rôle au sein de l'économie chinoise est encore limité. À fin 2001, l'encours des actions détenues par des investisseurs

¹⁹ Source : Bloomberg

institutionnels était évalué à moins de 10 % de la capitalisation boursière de la Chine intérieure (Leung, Liu, Shen, Taback et Wang, 2002) ; en 2002, leurs actifs financiers n'étaient équivalents qu'à 10,6 % du PIB, contre 207,3 % aux États-Unis et 125,4 % en France (Kim, Ho et St Giles, 2003).

Ces nouveaux fonds d'investisseurs institutionnels pourraient se monter à près de 300 milliards de renminbis, soit quelque 36 milliards de dollars²⁰. Pour cela, la réglementation a dû être assouplie et, plus spécifiquement, celle régissant (O'Neill, 2005a) :

- les assureurs, autorisés depuis février 2005 à investir 5 % de leurs actifs en actions (soit un montant équivalent à 60 milliards de renminbis)²¹ ;
- le Fonds national de Sécurité sociale²², autorisé à investir 25 % de ses actifs dans des actions, même s'il ne le fait pas en pratique (soit 37,5 milliards de renminbis, à fin novembre 2004) ;
- les fonds de société, pouvant investir 20 % de leurs avoirs en actions (soit 12,5 milliards de renminbis) ;
- les fonds d'investissement en actions (170 milliards de renminbis).

Le mouvement de libéralisation des marchés financiers et d'ouverture de l'accès pour les institutions financières concerne également le marché interbancaire. Dès 1986, ce marché s'est élargi à certaines banques spécialisées chinoises, puis, en 1996, à l'ensemble des établissements de crédit. Plus spécifiquement, en Chine, contrairement à la taxinomie habituelle aux pays occidentaux, le marché interbancaire est divisé en deux segments, pour chacun desquels une accréditation spécifique est nécessaire : le premier concerne le marché monétaire et le second le marché obligataire. Sur ce dernier segment, dorénavant ouvert aux institutions financières non résidentes et aux assureurs, le nombre de participants est passé de 16 en 1997 à 3 983 à fin 2004. Ces nouveaux intervenants devraient à terme permettre une augmentation de la liquidité du marché obligataire.

3 | 2 Les investisseurs non résidents

La part des investisseurs non résidents sur les différents marchés financiers chinois est encore faible. Sur le marché des actions, initialement, les investisseurs non résidents ne pouvaient en effet qu'acheter des actions B²³, marché très faiblement développé étant donné que moins de 10 % des sociétés chinoises cotées ont émis des actions B et que les volumes quotidiens échangés sur ces actions sont très faibles. Comme les non-résidents ont, de toute façon, la possibilité d'investir dans les actions cotées à l'étranger ou à Hong Kong s'ils souhaitent prendre des participations dans les sociétés chinoises et que ce dernier marché est plus transparent et plus liquide, le segment boursier des actions B reste très largement délaissé.

Depuis mai 2003, les non-résidents ayant obtenu la licence de Qualified Foreign Institutional Investors (QFII : ce statut a été créé le 1^{er} décembre 2002) sont autorisés à investir dans les actions A. Avec la participation de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce, depuis le 11 décembre 2001, la présence des non-résidents sur les marchés boursiers chinois pourrait à terme augmenter, mais, actuellement, ceux-ci préfèrent encore investir en Chine *via* une filiale chinoise ou par des financements directs²⁴.

Ces efforts des autorités chinoises pour attirer des investissements de non-résidents n'ont pas encore porté leurs fruits. En effet, les QFII investissent dans seulement 10 % des titres cotés sur les marchés chinois. D'après la CSRC, 50 % des capitaux investis en Chine intérieure par les QFII vont vers les dépôts bancaires, la part restante se répartissant entre les obligations, les actions et les fonds.

De nombreuses restrictions freinent encore les investissements des non-résidents : par exemple, le rapatriement des bénéfices n'est autorisé qu'après un délai de douze mois, le paiement préalable de taxes est réclamé pour être autorisé à acheter des actions A et les quotas d'investissement apparaissent encore trop

²⁰ Actuellement, des rumeurs persistantes se font régulièrement l'écho de l'éventuelle création d'un fonds public de stabilisation, à l'image de celui institué entre 1998 et 2002 afin d'endiguer la baisse des cours des actions de la bourse de Hong Kong (O'Neill, 2005a). Pour l'heure, rien n'est encore arrêté, mais la création d'un tel fonds, d'un montant estimé à 15 milliards de dollars, semble sérieusement étudiée par le gouvernement chinois (Barboza, 2005).

²¹ Fin 2002, 54 % du portefeuille d'investissement des assureurs chinois étaient placés en dépôts et 11 % en repos sur obligations d'État (Kim, Ho et St Giles, 2003).

²² Les sociétés publiques introduites en bourse ont pour obligation d'investir 10 % des fonds levés dans le Fonds national de Sécurité sociale (Cabrillac et Yanitch, 2004).

²³ La segmentation des classes d'actions A (celles cotées en renminbis) et les B (celles cotées en devises) a pour origine la politique de contrôle des changes.

²⁴ Même si les QFII ont la possibilité d'acheter la dette publique chinoise, le marché des obligations privées est pour l'heure fermé aux investisseurs non résidents.

limités comparés à la capitalisation boursière chinoise (à mi-juillet 2005, ils s'élevaient à 4 milliards de dollars pour l'ensemble des vingt-sept institutions qualifiées, dont l'investissement individuel ne peut, en tout état de cause, excéder 800 millions) ²⁵. Cependant, une éventuelle augmentation des quotas serait insuffisante pour soutenir les cours boursiers, d'autant que les QFII n'investissent actuellement qu'une part limitée de leur quota en actions (seul environ 1 milliard de dollars sur les 4 milliards de quotas attribués ²⁶).

Par ailleurs, les flux de capitaux des QFII s'apparentent parfois à des flux spéculatifs, investis dans la perspective d'une éventuelle poursuite de l'appréciation du renminbi, suite à la réforme du régime de change du 21 juillet 2005. Certains QFII semblent en effet bien spéculer sur de possibles gains de change, comme l'illustre la corrélation entre le cours du renminbi/dollar NDF (*Non Deliverable Forward*) à deux ans et celui des actions H (les actions des sociétés de la Chine intérieure cotées à Hong Kong). C'est pourquoi, étant donné le caractère souvent spéculatif des flux financiers des QFII, la seule augmentation de leurs quotas d'investissement n'apporterait sans doute pas une solution à long terme à la faiblesse des marchés boursiers chinois.



²⁵ Les autorités chinoises ont annoncé, début juillet 2005, une augmentation des quotas afin de relancer la demande des QFII pour les actions : les quotas devraient ainsi être prochainement augmentés à 10 milliards de dollars pour l'ensemble des QFII.

²⁶ D'après Gary Evans de HSBC (O'Neill 2005d)

Bibliographie

Barboza (D.) (2005)

« China weighs \$15 billion rescue fund for its stock market », *The New York Times*, 16 juin

Bingxi (S.) (2005)

« The central bank and the bond market », *China Money*, n° 41, pp. 6-10, mars

Cabrillac (B.) et Yanitch (J.-P.) (2004)

« Les marchés financiers chinois », *Revue d'Économie Financière*, n° 77, pp. 275-297, décembre

China Securities Regulatory Commission (2004)

« China's securities and futures market », avril

Dyer (G.) (2005)

« China considers share buybacks for listed firms », *Financial Times*, 7 juin

Gabriel (S. J.) (1998)

« Exploring the Alphabet Soup of Chinese Financial Markets », *China Essay Series, Essay*, n° 12, novembre

Invesco (2004)

« China – the next investment frontier », *Invesco's educational supplement, Issue*, n° 8, juin

Jiang (G.) et MacCauley (R.) (2004)

« Asian local currency bond markets », *BIS Quaterly Review*, juin

Kim (Y.), Ho (I.-S.-M.) et St Giles (M.) (2003)

« Developing institutional investors in People's Republic of China », *World Bank Country Study Paper*, septembre

Laurenceson (J.) (2002)

« The impact of stock markets on China's economic development: some preliminary assessments », *School of Economics, The University of Queensland, Discussion Paper*, n° 302, janvier

Leahy (C.) (2005)

« A tale of two worlds: China's markets », *Euromoney*, vol. 36, n° 434, pp. 158-164, juin

Leung (E.), Liu (L.), Shen (L.), Taback (K.) et Wang (L.) (2002)

« Financial Reform and Corporate Governance in China », *MIT Sloan School of Management*, juin

Lin (J.-L.) et Wu (C.-S.) (2003)

« Modelling China Stock Markets and International Linkages », *Institute of Economics, Academia Sinica*, décembre

Mei (J.), Scheinkman (J.) et Xiong (W.) (2005)

« Speculative trading and stock prices: evidence from Chinese A-B share premia », *NBER*, mai

Melka (J.) (2005)

« Accélération de la réforme sur les marchés boursiers chinois », *Special Report IXIS*, 18 mai

Melka (J.) et Xu (W.) (2004)

« Le marché obligataire chinois : un développement inadapté à la croissance », *Flash IXIS*, n° 2004-364, 29 novembre

Mission économique de Pékin (2005)

Cabrillac (B.), Felix-Paganon (M.), Gauthier (B.), Hochet (G.), Savary-Mornet (M.) et Yanitch (J.-P.)
Revue financière Grande Chine, n° 289, 10 juin

Monetary policy analysis group of the People's Bank of China (2005)

« Report on steady progress in market-based interest rate reform », *China Financial Publishing House*, avril

O'Neill (M.) (2005a)

« Stock market woes swept under carpet at NPC », *South China Morning Post*, 14 mars

O'Neill (M.) (2005b)

« Foreigners getting in line for A-Shares », *South China Morning Post*, 16 mai

O'Neill (M.) (2005c)

« A-Share markets reeling from crises of confidence », *South China Morning Post*, 13 juin

O'Neill (M.) (2005d)

« *Market revival effort fails to inspire* », *South China Morning Post*, 12 juillet

The Economist (2005)

« *China's stockmarket – A marginalised market* », pp. 67-68, 26 février

Xinhua (2005)

« *China mulls futures trading on share index, state treasury bonds* », *People's Daily Online*, 30 mai

Yang (P.) (2004)

« La Bourse en Chine : éléments-clés », Laboratoire Redéploiement Industriel et Innovation, Université du Littoral Côte d'Opale, mars

Enquête financière – Deuxième trimestre 2005

Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

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.

Mots-clés : trésorerie, endettement, épargne, patrimoine financier, conditions débitrices, marges bancaires, crédit, entreprises, particuliers, prévisions

Vue d'ensemble

Selon les établissements bancaires interrogés, au deuxième trimestre 2005, 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 ont globalement augmenté par rapport au trimestre précédent.

Les résultats bruts d'exploitation évoluent peu et les besoins en fonds de roulement sont en progression.

Les investissements globaux et les demandes de prêts à moyen et long termes progressent.

Le patrimoine financier des particuliers a diminué au deuxième trimestre.

Le niveau d'endettement global des particuliers a progressé d'un trimestre à l'autre ; les difficultés de paiement ont très légèrement augmenté.

Au cours du troisième trimestre 2005, selon les établissements bancaires interrogés, la demande globale de crédit des particuliers devrait continuer de progresser.

Pour les entreprises, la demande de crédit de trésorerie se ferait un peu moins vive.

I | Le comportement des établissements de crédit

Au cours du deuxième trimestre, la concurrence entre les établissements de crédit s'est, dans l'ensemble, intensifiée par rapport au trimestre précédent dans le domaine du crédit.

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

Parallèlement, les marges bancaires se sont, globalement, de nouveau resserrées, malgré un relèvement des prix des services pour les particuliers.

Pour les prochains mois, les établissements de crédit interrogés prévoient une croissance de la demande globale de crédit moins soutenue qu'aux trimestres précédents.

2 | Le comportement des entreprises

Au deuxième trimestre 2005, la situation financière des entreprises s'est, globalement, resserrée. Comme au trimestre précédent, la situation des grandes entreprises est demeurée plus favorable que celle des petites et moyennes entreprises.

Comportement des établissements de crédit – Solde des opinions

| | 2003 | | 2004 | | 2005 | |
|---|-------|------|------|------|-------|------|
| | Sept. | Déc. | Mars | Juin | Sept. | Déc. |
| Rémunération des placements | | | | | | |
| des particuliers | - 30 | - 9 | - 10 | 2 | 0 | - 1 |
| des entreprises | - 18 | - 7 | - 7 | - 2 | - 1 | - 8 |
| Taux des crédits | | | | | | |
| aux particuliers | - 5 | - 2 | - 26 | 14 | - 8 | - 20 |
| aux entreprises | - 4 | 1 | - 14 | 1 | - 14 | - 15 |
| Prix des services | | | | | | |
| aux particuliers | 5 | 9 | 11 | 7 | 11 | 8 |
| aux entreprises | 8 | 7 | 8 | 5 | 3 | 6 |
| Marges bancaires | - 4 | - 3 | - 16 | - 19 | - 16 | - 17 |
| Évolution prévue de la demande de crédit | 22 | 27 | 26 | 23 | 27 | 24 |
| | | | | | 26 | 15 |

Au cours des prochains mois, un repli de la trésorerie des entreprises est attendu. Ce mouvement serait sensiblement plus marqué dans les petites et moyennes entreprises.

Les résultats bruts d'exploitation évoluent peu.

Parallèlement, les besoins en fonds de roulement se sont accrus de façon plus sensible qu'aux trimestres précédents.

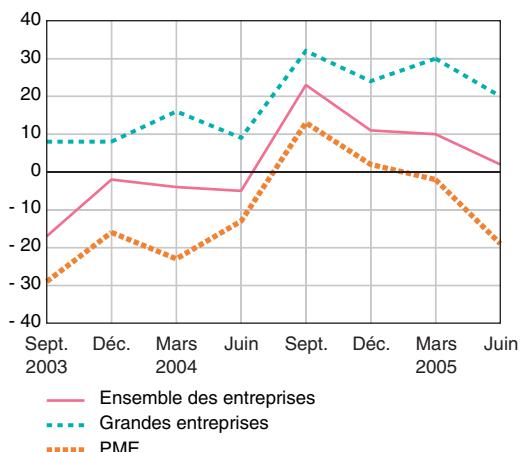
Les difficultés de paiement ont, dans l'ensemble, augmenté.

Dans le même temps, les investissements globaux et les demandes de prêts à moyen et long termes progressent.

Durant la période sous revue, une progression de l'ensemble des actifs des entreprises a été enregistrée, qu'il s'agisse des dépôts à vue, des placements de trésorerie ou des placements en titres d'OPCVM.

Situation de trésorerie des entreprises

(solde d'opinions ; séries brutes)



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

| | 2003 | | 2004 | | | | 2005 | |
|---|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | Sept. | Déc. | Mars | Juin | Sept. | Déc. | Mars | Juin |
| Situation de trésorerie en fin de période | | | | | | | | |
| Ensemble des entreprises | - 17 | - 2 | - 4 | - 5 | 23 | 11 | 10 | 2 |
| Grandes entreprises | 8 | 8 | 16 | 9 | 32 | 24 | 30 | 20 |
| PME | - 29 | - 16 | - 23 | - 13 | 13 | 2 | - 2 | - 19 |
| Situation de trésorerie prévue | | | | | | | | |
| Ensemble des entreprises | - 23 | 6 | - 5 | 0 | 3 | 7 | 7 | 4 |
| Grandes entreprises | 11 | 14 | 7 | 12 | 7 | 18 | 18 | 13 |
| PME | - 26 | 6 | - 15 | - 2 | 2 | 2 | 2 | - 15 |
| Difficultés de paiement | 15 | 8 | 2 | 3 | - 4 | - 3 | - 2 | 5 |
| Résultats bruts d'exploitation | - 39 | - 14 | - 20 | - 3 | 5 | 10 | - 9 | 2 |
| Besoins en fonds de roulement | 14 | 9 | 19 | 13 | 1 | 3 | 4 | 14 |
| Investissements globaux | - 13 | 15 | - 13 | 14 | 9 | 12 | - 6 | 5 |
| Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme | 8 | 8 | - 5 | 5 | - 11 | - 2 | 2 | 0 |
| Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes | 6 | 28 | - 2 | 17 | 11 | 15 | - 5 | 8 |
| Situation de l'endettement global | | | | | | | | |
| Dépôts à vue (encours moyen) | 2 | 1 | 1 | 9 | 17 | 22 | 15 | 8 |
| Placements nouveaux liquides | - 15 | - 20 | - 13 | - 5 | - 5 | 3 | - 2 | 4 |
| Placements nouveaux en titres négociables | 1 | - 5 | 8 | 0 | 8 | 15 | 8 | 9 |
| donc : Titres d'OPCVM | 6 | - 1 | 5 | 4 | 12 | 18 | 14 | 13 |
| Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie | 19 | 24 | 17 | 16 | 11 | 5 | 13 | 9 |
| Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes | 12 | 28 | 19 | 20 | 23 | 12 | 9 | 11 |

Au cours du troisième trimestre, selon les établissements de crédit interrogés, la demande de crédit de trésorerie devrait enregistrer une hausse d'ampleur plus modérée qu'au trimestre précédent. Dans le même temps, la demande de prêts à moyen et long termes devrait continuer de progresser, à un rythme proche de celui observé au deuxième trimestre 2005.

3 | Le comportement des particuliers

3 | I Les comportements d'épargne

Le patrimoine financier des ménages apparaît un peu moins large qu'au premier trimestre 2005.

La progression des encours moyens des dépôts à vue et des livrets traduit toujours la volonté des particuliers de disposer d'une épargne de précaution, immédiatement disponible.

Parallèlement, les placements en comptes à terme et en certificats de dépôts ainsi que les placements nouveaux en PEL se sont réduits.

Les placements en produits d'assurance-vie sont restés très dynamiques.

Les placements nouveaux en actions, ont, quant à eux, enregistré une nouvelle progression, plus sensible qu'au trimestre précédent.

3 | 2 Les comportements d'endettement

Au cours du deuxième trimestre, le niveau d'endettement global des ménages s'est relevé, sous l'effet, notamment, d'une progression de la demande de crédits immobiliers.

Les difficultés de paiement ont très légèrement progressé.

Les autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie et, plus encore, les utilisations nouvelles de prêts personnels ont augmenté.

Les utilisations nouvelles de prêts immobiliers ont progressé à un rythme plus soutenu qu'au trimestre précédent.

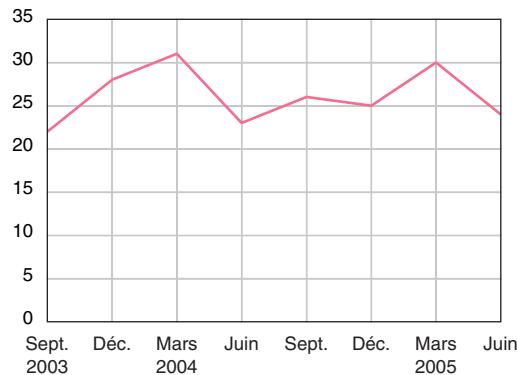
Au cours des prochains mois, selon les établissements interrogés, la demande de crédit devrait continuer de progresser, tant pour les crédits de trésorerie que pour les crédits immobiliers.

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

| | 2003 | | 2004 | | | | 2005 | |
|--|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | Sept. | Déc. | Mars | Juin | Sept. | Déc. | Mars | Juin |
| Situation du patrimoine financier | 22 | 28 | 31 | 23 | 26 | 25 | 30 | 24 |
| Encours moyens des dépôts à vue | 16 | 30 | 28 | 37 | 26 | 29 | 14 | 25 |
| Encours moyens des livrets | 16 | 25 | 22 | 15 | 22 | 31 | 22 | 21 |
| Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt | - 33 | - 35 | - 24 | - 8 | - 8 | - 21 | - 26 | - 15 |
| Placements nouveaux en PEL | 10 | 7 | - 9 | - 20 | - 19 | - 3 | - 10 | - 12 |
| Placements en actions | - 17 | 7 | 13 | 9 | - 8 | - 1 | 7 | 19 |
| Placements en obligations | - 14 | - 13 | - 3 | - 2 | - 4 | - 2 | 0 | - 10 |
| Placements en OPCVM court terme | - 1 | 4 | 10 | - 1 | 5 | - 3 | 3 | 5 |
| Placements en autres OPCVM | 8 | 12 | 28 | 21 | 9 | 15 | 17 | 10 |

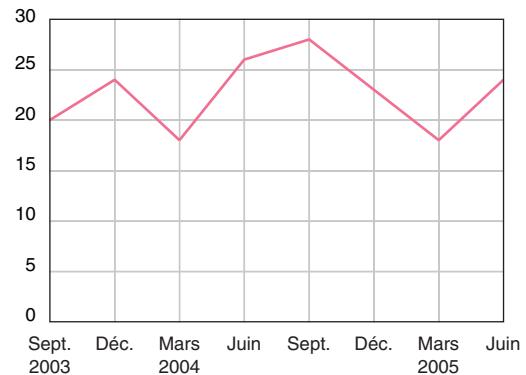
Patrimoine financier des particuliers

(solde d'opinions ; séries brutes)



Endettement global des particuliers

(solde d'opinions ; séries brutes)



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

| | 2003 | | 2004 | | | | 2005 | |
|---|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | Sept. | Déc. | Mars | Juin | Sept. | Déc. | Mars | Juin |
| Situation de l'endettement global | 20 | 24 | 18 | 26 | 28 | 23 | 18 | 24 |
| Difficultés de paiement | 7 | 9 | 5 | 0 | 4 | 3 | - 1 | 2 |
| Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie | 21 | 14 | 2 | 10 | 7 | 6 | 7 | 10 |
| Utilisations nouvelles de prêts personnels | 22 | 31 | 10 | 21 | 24 | 22 | 10 | 31 |
| Utilisations nouvelles de prêts immobiliers | 62 | 63 | 56 | 74 | 49 | 43 | 45 | 57 |
| Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie | 14 | 17 | 24 | 21 | 17 | 17 | 21 | 19 |
| Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers | 26 | 33 | 44 | 39 | 18 | 22 | 29 | 24 |

