

# **BULLETIN** | **DE LA BANQUE DE FRANCE**

OCTOBRE 2005

**142**



# À PARAÎTRE

## Novembre 2005

Septième numéro de la  
**Revue de la Stabilité Financière**  
de la Banque de France

RSF Revue de la Stabilité Financière

Novembre 2005

BANQUE DE FRANCE  
EUROSISTÈME

## SOMMAIRE

### | AVANT-PROPOS

### | CHRONIQUE

Sommaire

Vue d'ensemble

Environnement international et marchés

Secteur financier

### | ÉTUDES

**Surveillance prudentielle  
et évolution des normes comptables :  
un enjeu de stabilité financière**

**Capital réglementaire et capital économique**

**Portée et limites des VaR publiées  
par les grandes institutions financières**

**L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France  
depuis le milieu des années quatre-vingt-dix**

**(Re) structuration des dettes souveraines**  
Où en est-on ?

Support de réflexion et d'échanges avec les professionnels de la finance – praticiens, chercheurs et, plus généralement, l'ensemble des observateurs du système financier – la *Revue de la stabilité financière* rassemble des contributions d'unités de la Banque de France ainsi que des travaux d'autres institutions.

Cette revue est composée de deux volets. Une *chronique* propose une lecture des tendances et faits ayant marqué le système financier au cours de la période récente, en faisant ressortir les facteurs de risque ou de vulnérabilité sous-jacents aux évolutions de l'environnement international, des marchés de capitaux et du secteur financier. Elle est suivie par une série d'*articles* dont les thèmes illustrent le champ très large des questions ayant trait à la stabilité financière.

La revue, éditée en français et en anglais, est accessible gratuitement sur le site Internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)). Des exemplaires sur papier peuvent être obtenus, sur demande, dans la limite des stocks disponibles.

# SOMMAIRE

## | ÉDITORIAL

L'analyse monétaire dans la stratégie de l'Eurosystème

## | 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	15

## | ÉTUDES

Sommaire	21
La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen	23
Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne	41
Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005	61
Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004	75
Le coût du crédit aux entreprises	85
La situation des entreprises industrielles — Bilan 2004	89

## | STATISTIQUES

Sommaire	97
Situation économique générale	S1
Monnaie, placements et financements	S11
Marchés de capitaux et taux d'intérêt	S29
Autres statistiques	S37
Notice méthodologique	S43
Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet	S51
Séries chronologiques	S52

## | DIVERS

Abréviations	I
Documents publiés	III
Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 82 d'octobre 2005	IX
Enquête typologique sur les ménages surendettés	XI
Coupon - abonnement	XIII

*Achévé de rédiger le 25 octobre 2005*

Site internet : [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)



## L'analyse monétaire dans la stratégie de l'Eurosystème

La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème repose sur le recoupement d'une analyse « économique » et d'une analyse « monétaire », afin de ne pas négliger d'informations importantes relatives à l'orientation future des prix. L'analyse économique vise, à travers l'examen d'une vaste gamme d'indicateurs économiques, conjoncturels et financiers, à caractériser les risques issus des déterminants de court terme de l'inflation. L'analyse monétaire se concentre sur les déterminants à moyen et long termes de l'inflation, à savoir l'évolution des agrégats de monnaie, de leurs composantes et de leurs contreparties. Le suivi de l'évolution de l'agrégat M3, c'est-à-dire du stock de monnaie détenu par les agents économiques autres que les institutions financières, constitue une composante importante de cette analyse. Toutefois, le caractère prévisible du lien entre demande de monnaie et prix suppose la stabilité de la relation entre la demande de monnaie et ses déterminants macroéconomiques fondamentaux. Un article du présent *Bulletin* offre l'occasion d'une réflexion sur ce thème de première importance pour la conduite de la politique monétaire dans la zone euro.

L'existence d'un lien étroit, à long terme, entre stock de monnaie et niveau général des prix fait l'objet d'un large consensus parmi les économistes. En outre, l'analyse de la monnaie et de ses contreparties, en particulier le crédit, peut fournir des informations précoces sur le développement de dynamiques non soutenables sur les marchés d'actifs, qui pourraient menacer la stabilité des prix à moyen terme. Elle peut aussi aider la banque centrale à mieux identifier les différents types de chocs d'offre ou de demande affectant l'économie. Plusieurs études montrent ainsi que les agrégats de monnaie possèdent un pouvoir prédictif sur l'inflation et l'activité économique futures, et que ce pouvoir s'accroît avec l'horizon de prévision. Pour toutes ces raisons, la stratégie de la politique monétaire unique accorde un rôle important à la monnaie, signalé par une valeur de référence pour la progression annuelle de l'agrégat monétaire large M3. Cette valeur de référence (4,5 %) correspond à la progression de M3 compatible avec la stabilité des prix à moyen et long termes.

Au fil des années, l'analyse monétaire s'est adaptée de manière à prendre en compte de nouveaux facteurs. Les incertitudes, de nature économique, financière et géopolitique, qui ont marqué la période comprise entre 2001 et 2003, de même que le niveau historiquement bas des taux d'intérêt nominaux et réels, ont contribué à la forte progression de M3 et compliqué l'analyse des évolutions monétaires. Les réaménagements de portefeuille vers des actifs liquides inclus dans l'agrégat large M3 au détriment des actifs financiers risqués ont, en effet, poussé le taux de croissance de l'agrégat large M3 à des niveaux excédant largement la valeur de référence de 4,5 %. Il en est résulté une accumulation de liquidités excédentaires, reflétée par l'écart entre le niveau des encaisses nominales mesurées par M3 et celui qui aurait été observé si M3 avait crû à un rythme de 4,5 % par an depuis 1999. La prise en compte de ces mouvements de portefeuille dans l'analyse monétaire améliore substantiellement la compréhension des évolutions monétaires, mais ne modifie pas le diagnostic d'un excès de liquidités en zone euro.

Ce *Bulletin* présente une étude qui vise à réexaminer les spécifications de la fonction de demande de monnaie de la zone euro, en tenant compte des évolutions les plus récentes<sup>1</sup>. L'intégration dans le modèle d'une variable représentative du cours des actifs boursiers dans la zone euro permet d'établir une relation stable sur la période de 1982 à 2004, tout en mettant en évidence un effet de substitution entre la monnaie et les actifs financiers risqués. L'évolution des marchés d'actions serait ainsi un facteur explicatif non négligeable de la dynamique de M3 dans la zone euro. Par ailleurs, l'évaluation de l'écart d'encaisses réelles tirée d'une équation de demande de monnaie augmentée du prix des actifs boursiers confirme l'existence d'un excédent de liquidités dans la zone euro.

<sup>1</sup> Cf. également l'article précédent du *Bulletin de la Banque de France* n°111 de mars 2003, « Estimation d'une fonction de demande de monnaie pour la zone euro : une synthèse des résultats »

<b>Faits saillants</b>	2
<b>1  La situation économique de la France</b>	3
1 1 La croissance et les prix	3
1 2 La balance des paiements	8
<b>2  La monnaie, les placements et les financements</b>	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	12
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	12
<b>3  Les marchés de capitaux</b>	15
3 1 Les marchés de change et de matières premières	15
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	16
3 3 Les marchés boursiers	17

## ENCADRÉS

1 Zone euro et évolution récente de l'environnement international	4
2 Compétitivité de l'économie française	6
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en septembre 2005	12
4 Incidence des révisions des statistiques monétaires de la Banque de France	13
5 Méthodologie de construction des séries cvs : l'exemple des crédits à l'habitat	14
6 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris	19

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- En septembre, l'indicateur du climat des affaires s'est redressé à 101, après 96 en juillet.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le PIB augmenterait de 0,4 % au troisième trimestre. L'acquis de croissance pour 2005 à la fin du troisième trimestre serait de 1,4 %.
- Le taux de chômage est resté stable en août, à 9,9 % de la population active.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté en septembre de 0,4 % sur un mois et de 2,6 % sur un an.

### La monnaie, les placements et les financements

- La progression annuelle de l'agrégat M3 en zone euro s'est renforcée à 8,1 % en août (après 7,9 % en juillet), du fait de l'accélération des dépôts à vue (10,8 % en août, après 10,2 % en juillet). Les autres dépôts monétaires constitutifs de M2 – M1 ont progressé à un rythme inchangé (5,3 %), tandis que les instruments négociables inclus dans M3 – M2 marquaient un ralentissement minime (5,5 %, après 5,6 %).
- Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée, à 8,5 % en août, du fait notamment de l'accélération des crédits (8,4 %).
- En France, la progression annuelle des crédits au secteur privé s'est quelque peu atténuée, à 8,7 % en août, au lieu de 9,0 % en juillet, du fait notamment du ralentissement des crédits aux sociétés non financières (4,9 %, au lieu de 6,1 %). Celle des crédits aux ménages s'est légèrement renforcée (10,1 %, après 10,0 %). En leur sein, les crédits à l'habitat ont vu leur progression s'accroître encore légèrement (12,6 %, après 12,5 % en juillet).

### Les marchés de capitaux

- Les rendements obligataires se sont tendus aux États-Unis et en Europe.
- Le dollar s'est apprécié contre les principales devises.
- Les cours de l'or ont progressé, pour atteindre leur plus haut niveau depuis 1988, à 472,25 dollars l'once ; les cours du pétrole brut ont *a contrario* amorcé un recul depuis les niveaux records atteints fin août.
- Les bourses ont continué de s'apprécier au Japon et en Europe, tandis qu'elles sont restées stables aux États-Unis.



## I | La situation économique de la France

### I | I | La croissance et les prix

#### La croissance en France devrait rester modeste en 2005

En août, l'indice de la production industrielle dans le secteur manufacturier s'est redressé (+ 1 %) par rapport à juillet (- 1 %). Fin août, l'acquis de croissance de cet indice pour le troisième trimestre est de - 0,3 %.

En septembre, l'indicateur du climat des affaires calculé à partir de l'enquête de conjoncture de la Banque de France, qui était descendu à 96 en juillet, est remonté à 101. En revanche, l'indicateur du climat des affaires mesuré par l'INSEE s'est effrité en septembre par rapport à juillet (- 1 point, à 100). De même, l'indicateur synthétique de l'enquête mensuelle de l'INSEE dans les services s'est érodé entre juillet (110) et septembre (108).

D'août à septembre, les indices des directeurs d'achat ont peu évolué, passant de 52,5 à 52,7 pour le secteur manufacturier et de 55,2 à 54,9 pour le secteur des services.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France (ISMA), le PIB augmenterait de 0,4 % au troisième trimestre, ce qui correspond à une estimation revue de + 0,1 point. À la fin du troisième trimestre, l'acquis de croissance pour 2005 serait de 1,4 %. Pour sa part, l'INSEE prévoit une croissance moyenne annuelle de 1,5 % pour 2005.

Dans la zone euro, où la croissance du deuxième trimestre a été estimée à 0,3 % par Eurostat, la Commission européenne, notant l'amélioration des indicateurs de confiance des consommateurs en septembre en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas notamment, a laissé inchangées ses prévisions de croissance pour le troisième trimestre (entre 0,2 % et 0,6 % en variation trimestrielle) et le quatrième (entre 0,4 % et 0,8 %).

#### La consommation des ménages en produits manufacturés progresse

Après 1,5 % en juin (révisé de + 1 point) et 1,2 % en juillet, la hausse de la progression de la consommation des ménages en produits manufacturés a atteint 1,9 % en août, dont 2,5 % en biens durables (après 1,9 % en juillet) et 2,2 % dans le commerce.

Cette augmentation de la consommation en biens durables est surtout imputable aux dépenses en biens d'équipement du logement, qui progressent de 3,9 % en août, après 4,4 % en juillet. Sur un an, la hausse de la consommation en produits manufacturés est de 5,7 % et l'acquis au troisième trimestre est de 2,8 %, alors qu'il était de - 0,4 % au deuxième trimestre.

Les perspectives de consommation sont favorables à court terme. En septembre, les immatriculations de véhicules neufs, en données cvs-cjo, ont progressé de 5,2 %. Par ailleurs, selon l'enquête de la Banque de France, l'activité dans le commerce de détail a progressé en septembre.

En outre, l'indicateur synthétique d'opinion des ménages s'est très légèrement redressé en septembre (- 29, contre - 30 en juillet), l'amélioration du jugement porté sur les perspectives d'évolution du chômage étant, en revanche, très nette (+ 22 points).

#### La construction de logements neufs reste très soutenue, mais décélère en août

En août, sur les trois derniers mois, les autorisations de construction de logements neufs ont augmenté de 12,0 % (contre 14,3 % fin juillet) et de 12,5 % sur un an (contre 14,4 % fin juillet).

En moyenne mobile sur trois mois, les mises en chantier ont progressé à fin août de 10,6 % (contre 16,3 % fin juillet) et de 12,6 % sur un an (contre 14,9 % fin juillet).

## ENCADRÉ I

## Zone euro et évolution récente de l'environnement international

## États-Unis

- Relèvement du taux des **fonds fédéraux** de 25 points de base, à 3,75 % (onzième relèvement consécutif depuis juin 2004)
- Baisse de la **consommation des ménages** en volume en août : - 1,0 % en variation mensuelle, après + 0,9 % en juillet (en glissement annuel : + 3,5 %, contre + 4,6 % en juillet)
- Nette baisse de l'indice de **confiance du consommateur** de l'Université du Michigan en septembre (76,9, contre 89,1 en août)
- Hausse de l'indice **ISM manufacturier** en septembre (59,4, contre 53,6 en août). Baisse de l'indice d'activité **ISM non manufacturier** en septembre (53,3, contre 65,0 en août)
- Hausse du taux de **chômage** en septembre (cvs) : 5,1 %, contre 4,9 % en août
- Accélération de l'**inflation** mesurée par le déflateur des dépenses de consommation en août : 3,0 % en glissement annuel, après 2,6 % en juillet
- Solde du compte des **transactions courantes** au deuxième trimestre : - 195,7 milliards de dollars, après - 198,7 milliards au premier trimestre

## Japon

- Hausse des dépenses de **consommation des ménages** en volume en août : + 4,8 % sur un mois, après - 4,2 % en juillet (en glissement annuel : - 0,6 %, après - 3,7 % en juillet)
- Hausse des **commandes de biens d'équipement** du secteur privé en août : + 8,2 % sur un mois, après - 4,3 % en juillet (en glissement annuel : + 13,4 %, après + 10,1 % en juillet)
- Hausse de la **production industrielle** en volume en août : + 1,2 % en variation mensuelle, après - 1,2 % en juillet (en glissement annuel : + 1,6 %, après - 2,3 % en juillet)
- Hausse de l'indice **PMI du secteur manufacturier** en septembre (54,5, après 53,8 en août)
- Baisse du taux de **chômage** en août (cvs) : 4,3 %, après 4,4 % en juillet
- Indice des **prix à la consommation** en septembre : - 0,3 % en glissement annuel, comme en août
- Contraction de l'**excédent commercial** en août : 116,3 milliards de yens (0,86 milliard d'euros), après 870,3 milliards de yens en juillet (6,4 milliards d'euros)

## Royaume-Uni

- Révision à la baisse de la **croissance du PIB** au deuxième trimestre : 0,5 % en variation trimestrielle, après 0,4 % au premier trimestre ; 1,5 % en glissement annuel (1,7 % en première estimation), après 2,1 % au premier trimestre
- Indice **PMI du secteur manufacturier** en septembre : 51,5, après 50,3 en août
- **Prix à la production** en août : + 3,0 % en glissement annuel, contre + 3,1 % en juillet
- Creusement du **déficit commercial** en août : 5,6 milliards de livres, contre 5,5 milliards en juillet

## Zone euro

- **Croissance du PIB** au deuxième trimestre : 0,3 % en variation trimestrielle, après 0,4 % au premier trimestre. En glissement annuel au deuxième trimestre : 1,1 %
- **Prévisions** de la Commission européenne : **croissance du PIB** comprise entre 0,2 % et 0,6 % en variation trimestrielle pour le troisième trimestre, puis entre 0,4 % et 0,8 % pour le quatrième trimestre
- Hausses en septembre de l'indice **PMI des services** (54,7, après 53,3 en août) et de l'indice **PMI manufacturier** (51,7, après 50,4 en août)
- Taux de **chômage** en août (cvs) : 8,6 %, après 8,5 % en juillet
- Hausse de l'**IPCH** en septembre : 2,6 % en glissement annuel, contre 2,2 % en août
- **Solde commercial** extra zone euro en juillet 2005 cumulé sur douze mois : 25,4 milliards d'euros, contre 54 milliards en juillet 2004 sur douze mois

## Le chômage reste stable en août

Après être revenu de 10,1 % à 9,9 % entre juin et juillet, le taux de chômage au sens du BIT est demeuré à ce dernier niveau en août.

Sur un an, à fin juin, l'emploi salarié dans le secteur marchand est stable (+ 0,1 %), avec néanmoins des divergences notables entre l'industrie (- 2,4 %), la construction (+ 2,7 %) et le tertiaire (+ 0,8 %).

Dans la zone euro, pour la première fois depuis novembre 2003, le taux de chômage a augmenté en août, atteignant 8,6 %, contre 8,5 % en juillet.

## Poursuite de la hausse du prix des matières premières

En septembre, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France a

diminué de 1,0 % en euros et de 1,3 % en dollars : le prix du baril de *Brent* est passé entre août et septembre de 64 dollars à 63,1. Sur un an, en revanche, la hausse s'élève à 29,2 % en euros et à 29,6 % en dollars.

Hors pétrole, l'indice Banque de France a baissé en septembre de 1,3 % en euros (- 1,5 % en dollars) et affiche une hausse sur un an de 11,3 % (11,7 % en dollars).

L'indice brut harmonisé des prix à la consommation a progressé, en septembre, de 0,4 % sur un mois, soit une hausse de 2,4 % sur un an (contre, respectivement, 0,4 % et 2,2 % pour l'indice national). L'indice sous-jacent a crû en données cvs de 0,2 % sur un mois et de 1,0 % sur douze mois.

Dans la zone euro, l'inflation a atteint 2,6 % sur un an en septembre, contre 2,2 % en août.

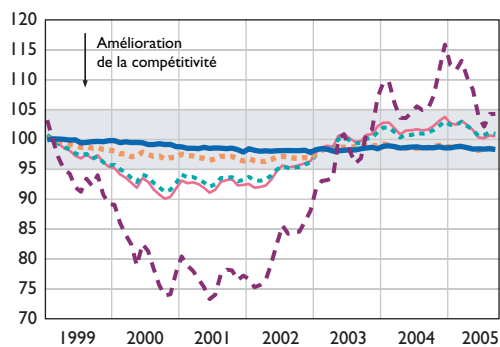
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

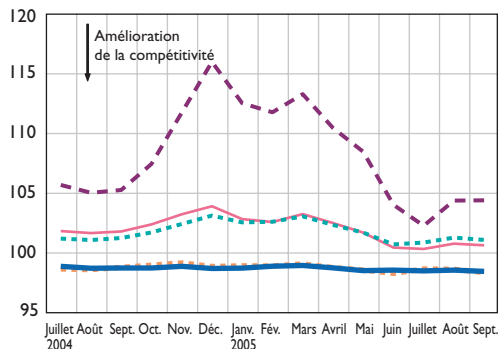
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

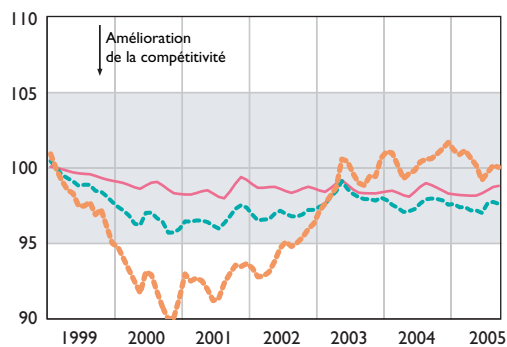


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- - - Vis-à-vis des pays industrialisés
- . - Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- - - Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport à T1 1999

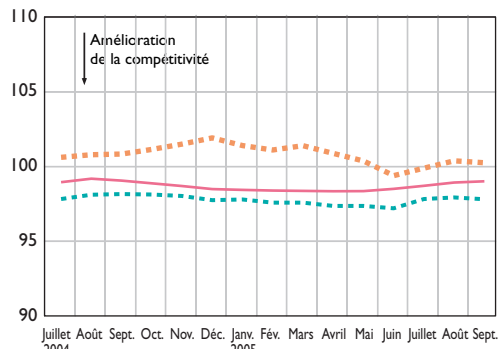
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



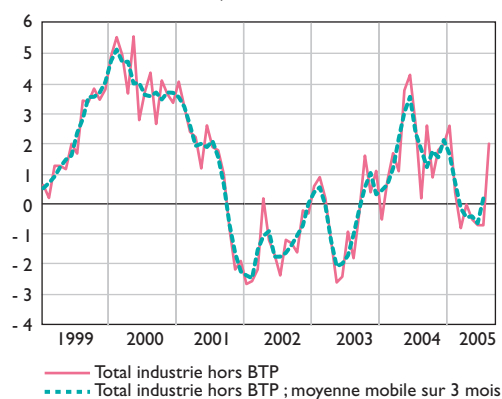
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- - - Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- . - Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou - 5 % par rapport à T1 1999

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

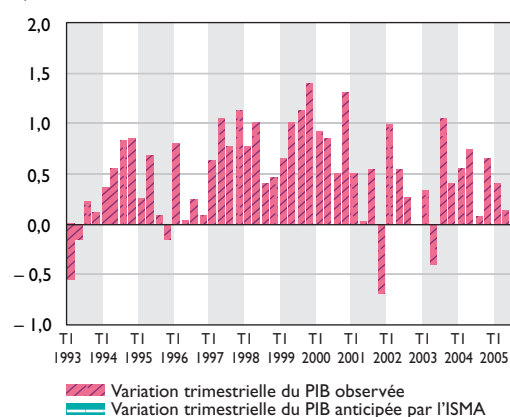
## Production industrielle

(en glissement annuel, en %)



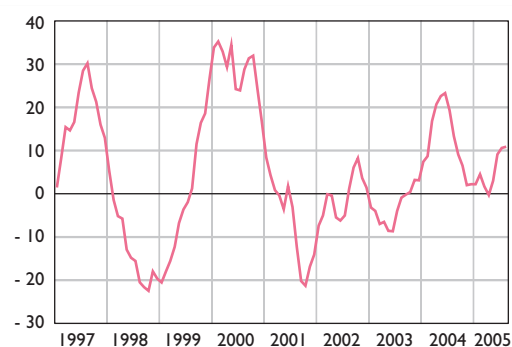
## ISMA et PIB

(en %)



## Coût des matières premières importées hors énergie et en euros

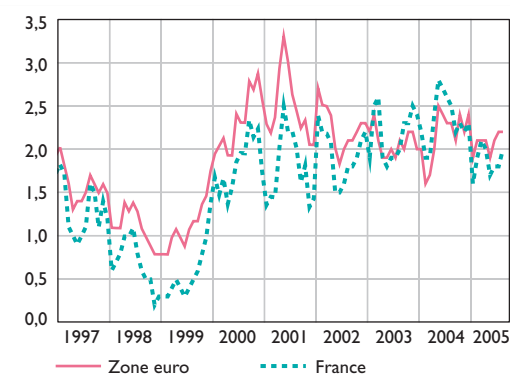
(en glissement annuel, en %)



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
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>
Importations	0,3	3,4	2,2	1,2	6,1	0,5	1,1	4,2
Dépenses de consommation des ménages	0,8	0,8	-0,2	1,2	2,3	0,7	-0,2	1,5
Dépenses de consommation des APU	0,7	0,8	0,2	0,6	2,7	0,2	0,3	1,1
FBCF totale	-0,4	0,9	-0,2	1,2	2,1	1,5	-0,2	2,4
dont SQS et EI	-0,4	1,1	-0,4	1,7	2,4	1,9	-1,0	2,4
Ménages	0,4	1,6	0,5	0,8	3,1	0,7	1,1	2,8
Exportations	0,1	1,0	0,2	1,0	2,1	-0,3	1,0	1,4
<b>Contributions à la croissance</b>								
Solde extérieur	-0,1	-0,7	-0,6	-0,1	-1,1	-0,3	-0,1	-0,8
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,8	-0,1	1,0	2,3	0,8	-0,1	1,6
Variation des stocks	0,1	0,7	0,8	-0,3	0,8	-0,1	0,3	0,4

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 2000

## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en août 2005

En août 2005, le déficit cvs des *transactions courantes* se réduit légèrement, pour s'établir à 2,3 milliards d'euros. Sur les huit premiers mois de l'année, il se creuse à 17,2 milliards d'euros, au lieu de 3,1 milliards sur la période correspondante de 2004. La détérioration résulte d'une dégradation de plus de 15 milliards d'euros du solde des biens. Par ailleurs, l'accroissement de 1,5 milliard d'euros des transferts courants vers l'étranger est compensé par une augmentation de 3,4 milliards de l'excédent des revenus depuis le début de l'année.

Au sein du *compte financier*, les investissements directs présentent un solde net de - 4,4 milliards d'euros en août. Tandis que les investissements directs étrangers en France se stabilisent à 3 milliards d'euros, les investissements directs français à l'étranger sont en forte hausse, à 7,4 milliards, sous l'effet d'une augmentation du montant des opérations en capital social, en particulier à l'extérieur de la zone euro.

Les *investissements de portefeuille* dégagent un solde positif de 2,6 milliards d'euros en août 2005. Les opérations des résidents sur titres étrangers fléchissent à 7,3 milliards d'euros, après 22,1 milliards en juillet, du fait de ventes nettes d'actions à hauteur de 11,3 milliards qui contrastent avec les achats de même montant effectués le mois précédent. En outre, on observe un arbitrage, qui tient notamment au comportement des institutions financières monétaires (IFM) résidentes, entre les achats de valeurs obligataires, en baisse de moitié à 4,8 milliards d'euros, et les investissements en titres du marché monétaire, qui s'accroissent de plus de 13 milliards, à 13,7 milliards. Pour leur part, les non-résidents ont acheté des titres français pour 9,9 milliards d'euros, dont 3,6 milliards d'actions, autant d'obligations et 2,6 milliards d'instruments du marché monétaire. À noter que, ce mois-ci, en l'absence d'émission d'OAT ou de bons du Trésor à intérêt fixe, les opérations des non-résidents sur titres émis par le secteur des administrations publiques ont été globalement équilibrées.

Les « autres investissements » (dépôts-crédits) font apparaître des sorties nettes de 27,2 milliards d'euros, dont 18,7 milliards correspondent à un désendettement net des IFM.

### La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	12 mois à déc. 2003 (a)	12 mois à déc. 2004 (b)	12 mois à août 2005 (c)	8 mois à août 2004 (b)	8 mois à août 2005 (c)	Juin 2005 (b)	Juillet 2005 (c)	Août 2005 (c)
<b>Compte de transactions courantes (d)</b>	7,0	- 6,8	- 21,9	- 3,1	- 17,2	- 0,7	- 2,6	- 2,3
Biens	2,9	- 6,3	- 22,1	- 0,8	- 16,2	- 1,1	- 2,6	- 2,6
Services hors voyages	2,4	0,5	0,5	0,1	0,0	0,2	- 0,0	- 0,1
Voyages	11,6	9,8	9,1	6,3	5,9	0,8	0,6	0,5
Revenus	7,1	6,9	9,8	3,4	6,8	0,8	0,9	1,5
Transferts courants	- 16,9	- 17,6	- 19,2	- 12,2	- 13,7	- 1,4	- 1,5	- 1,7
<b>Compte de capital</b>	- 7,7	1,7	1,5	0,9	0,6	0,3	0,1	0,1
<b>Compte financier</b>	9,7	0,3	- 22,7	1,4	- 21,7	7,3	4,3	- 29,8
Investissements directs	- 9,4	- 18,9	- 12,6	- 15,1	- 8,8	4,5	- 0,4	- 4,4
– Français à l'étranger	- 47,1	- 38,5	- 47,0	- 26,2	- 34,7	- 2,0	- 3,3	- 7,4
– Étrangers en France	37,7	19,6	34,4	11,1	25,9	6,5	2,9	3,0
Investissements de portefeuille	5,8	- 46,3	- 8,7	- 56,4	- 18,8	29,7	- 8,0	2,6
– Avoirs	- 170,6	- 180,0	- 155,7	- 151,1	- 126,8	- 6,4	- 22,1	- 7,3
– Engagements	176,4	133,6	147,0	94,7	108,0	36,2	14,0	9,9
Produits financiers dérivés	- 6,1	5,1	7,0	3,7	5,6	2,3	0,2	- 0,1
Autres investissements	21,6	64,0	- 10,0	71,4	- 2,6	- 30,6	11,1	- 27,2
dont IFM	31,1	40,7	- 16,0	43,0	- 13,6	- 28,6	4,5	- 18,7
Avoirs de réserve	- 2,2	- 3,5	1,5	- 2,1	3,0	1,4	1,5	- 0,7

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

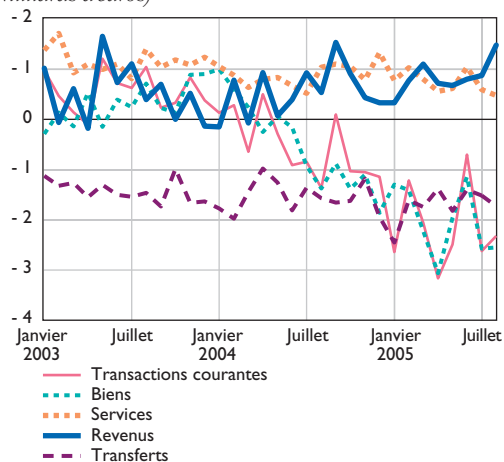
(c) Chiffres provisoires

(d) Données brutes pour les années et le cumul sur 12 mois ; données cvs-cjo pour les résultats mensuels et les cumuls sur 8 mois.

### Transactions courantes

Soldes (cvs)

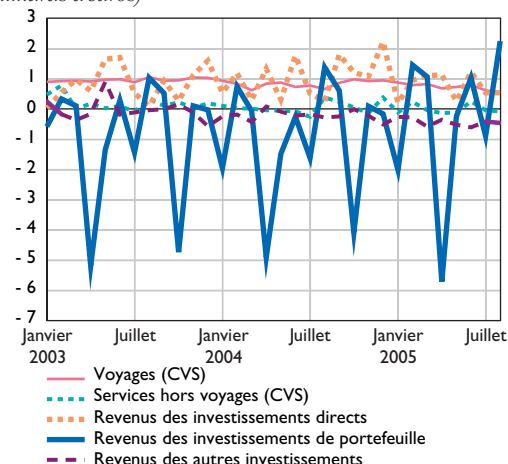
(en milliards d'euros)



### Transactions courantes

Soldes

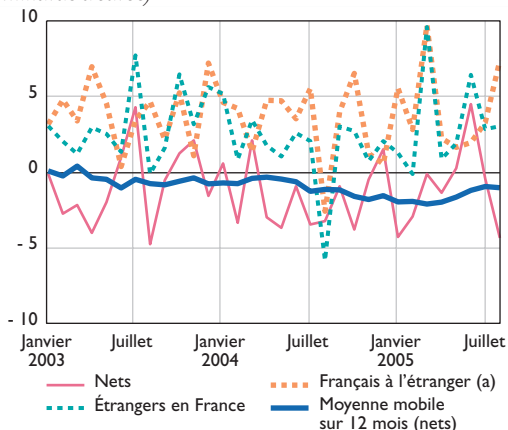
(en milliards d'euros)



### Investissements directs

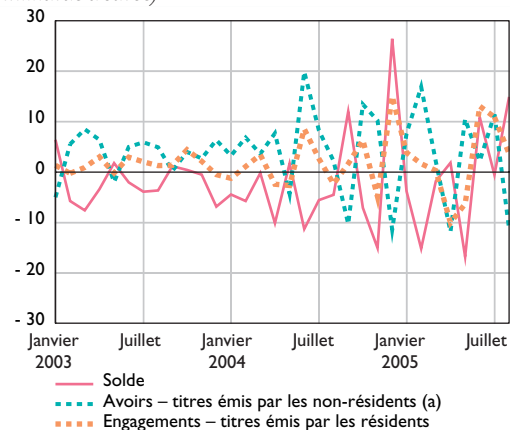
Soldes

(en milliards d'euros)



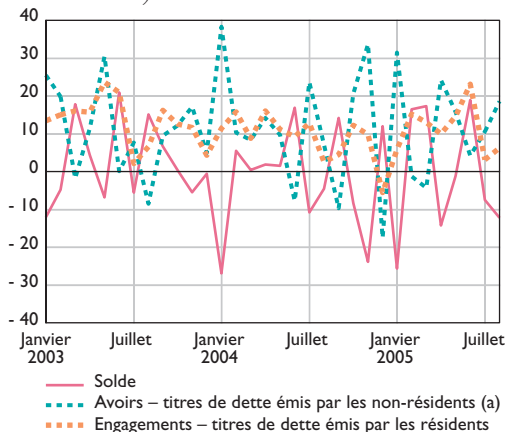
### Investissements de portefeuille – Actions

(en milliards d'euros)



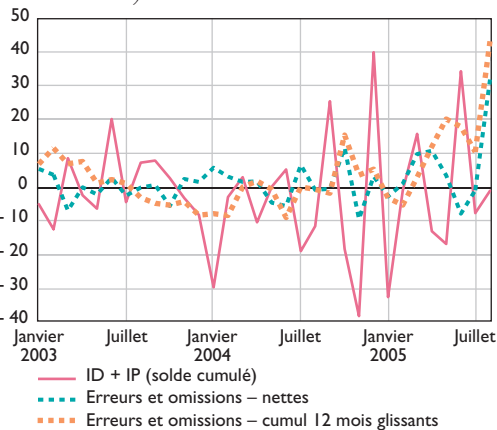
### Investissements de portefeuille – Titres de dette

(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|1 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 8,1 % en août, après 7,9 % en juillet. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 7,9 % pour la période allant de mai à août, au lieu de 7,6 % pour la période allant d'avril à juillet.

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est légèrement renforcée en août (8,5 %, après 8,3 % en juillet), sous l'effet notamment de l'accélération des crédits (8,4 %, après 8,3 %).

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

- la progression annuelle des dépôts à vue s'est très légèrement tassée, à 10,2 %, au lieu de 10,3 % le mois précédent ;

- celle des comptes sur livret s'est davantage ralentie, à 6,2 %, après 6,7 % en juillet ;

- celle des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans s'est en revanche accentuée, à 14,8 %, contre 13,4 % en juillet ;

- celle des titres d'OPCVM monétaires s'est également renforcée, à 10,4 %, au lieu de 9,5 % ;

- celle des titres de créance de durée inférieure à deux ans s'est aussi intensifiée, à 15,6 %, après 12,1 %.

### 2|2 L'endettement intérieur total – France

Après plusieurs mois d'accélération, la progression annuelle de l'endettement intérieur total a quelque peu ralenti en août, du fait notamment du tassement de la croissance de l'endettement des sociétés non financières et des administrations publiques. En revanche, la progression annuelle de l'endettement des ménages s'est encore légèrement renforcée (10,0 %, après 9,9 % en juillet).

#### 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
		Août 2005	Juillet 2005	
<b>Zone euro (b)</b>				
<b>Agrégats monétaires (en données cvs)</b>				
Billets et pièces en circulation	501,5	16,0	15,6	
+ Dépôts à vue	2 826,4	10,2	10,8	
<b>= M1</b>	<b>3 327,8</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	
+ Autres dépôts monétaires	2 585,5	5,3	5,3	
<b>= M2</b>	<b>5 913,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	
+ Instruments négociables	1 002,7	5,6	5,5	
<b>= M3</b>	<b>6 916,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	
<b>Crédits au secteur privé (en données cvs)</b>	<b>8 007,6</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>	
<b>Concours au secteur privé (en données cvs)</b>	<b>9 230,8</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	
<b>France</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	409,5	10,3	10,2	14,5
Comptes sur livret	390,0	6,7	6,2	25,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	53,5	13,4	14,8	5,1
Titres d'OPCVM monétaires	303,3	9,5	10,4	47,7
Titres de créances < 2ans	64,1	12,1	15,6	73,0
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1 327,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>16,6</b>

(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 par agents – France

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2004	Juillet 2005	Août 2005
Endettement intérieur total	6,1	7,0	6,6
Sociétés non financières	2,5	6,6	5,9
Ménages	9,8	9,9	10,0
Administrations publiques	8,2	5,6	5,3

S'agissant des modes de financement, la progression des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes s'est un peu ralentie, de même que celle des crédits obtenus auprès des non-résidents, qui reste cependant à un niveau élevé.

### Endettement intérieur total par sources de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

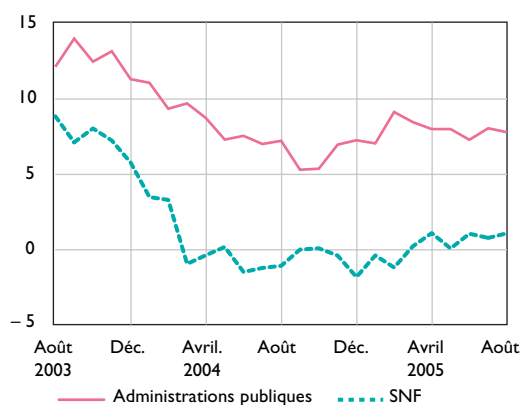
	Août 2004	Juillet 2005	Août 2005
Endettement intérieur total (a)	6,1	7,0	6,6
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	7,3	6,3	5,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents	6,2	14,5	13,0
Financements de marché	4,9	6,1	6,0

(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.

## 2 | 3 L'endettement sur les marchés

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

(taux de croissance annuel en %)



La progression de l'endettement des administrations publiques sur les marchés s'est un peu atténuée (7,8 %, après 8,0 % en juillet). En revanche, celle de l'encours des titres de dette émis par les sociétés non financières s'est légèrement renforcée (1,1 %, après 0,8 %), sous l'effet d'une accélération des émissions nettes à long terme (0,6 %, après 0,1 % en juillet), compensée pour partie par le ralentissement des émissions à court terme (3,4 %, après 4,6 % en juillet).

## 2 | 4 Les crédits des institutions financières monétaires

### Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2004	Juillet 2005	Août 2005
Crédits des IFM	7,9	7,1	6,9
aux administrations publiques	16,4	- 8,7	- 8,7
au secteur privé	7,0	9,0	8,7
dont :			
Crédits des EC aux ménages	9,9	10,0	10,1
dont : Trésorerie	5,7	4,5	4,9
Habitat	12,7	12,5	12,6
Crédits des EC aux sociétés non financières	2,8	6,1	4,9
dont : Trésorerie	- 4,4	7,5	4,2
Investissement	5,1	5,9	5,7

En France, la progression annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est légèrement ralentie (6,9 %, après 7,1 % en juillet).

La progression annuelle des prêts au secteur privé s'est atténuée (8,7 %). En revanche, la contraction des crédits aux administrations publiques s'est poursuivie au même rythme, à - 8,7 %. La progression des crédits aux ménages s'est légèrement intensifiée (10,1 %), celle des crédits à l'habitat conservant un rythme très soutenu et celle des crédits de trésorerie marquant une légère accélération. La progression des crédits aux sociétés non financières s'est sensiblement ralentie (4,9 %), en raison de la nette décélération des crédits de trésorerie et du tassement de la progression des crédits à l'investissement.

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

Les taux des crédits observés en août sur les opérations nouvelles augmentent en moyenne pour les crédits aux ménages, alors qu'ils diminuent pour les crédits aux sociétés non financières. Ces mouvements recouvrent toutefois des évolutions divergentes selon les catégories de concours :

- la remontée du taux moyen des crédits aux ménages (4,79 %, après 4,70 % en juillet) est principalement imputable à l'augmentation du taux des découverts (10,14 %, après 9,88 %). Celle-ci l'emporte sur l'évolution légèrement baissière des taux des crédits à l'habitat (3,34 %, après 3,36 %, pour ceux de PFIT inférieure ou égale à un an ; 3,63 %, après 3,69 %, pour ceux de PFIT supérieure à un an) et du taux des crédits à la consommation (6,11 %, après 6,17 %) ;
- la baisse du taux moyen des crédits nouveaux aux sociétés non financières (3,71 %, après 3,77 % en juillet) résulte essentiellement de la diminution du taux des crédits de PFIT supérieure ou égale à un

an (3,80 %, après 3,92 %). En revanche, les taux s'inscrivent en légère hausse pour les découverts (3,93 %, après 3,87 %) et sont stables pour les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,07 %).

## 2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes des OPCVM « monétaires » et « obligations » ont poursuivi leur progression, tandis que celui des OPCVM « actions » se stabilise. Le flux de souscriptions nettes des OPCVM « diversifiés » s'est quelque peu accru.

### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Décembre 2003	Décembre 2004	Juillet 2005	Août 2005
OPCVM monétaires	9,3	6,5	8,2	8,8
OPCVM obligations	- 4,6	0,1	4,6	4,9
OPCVM actions	1,4	2,7	2,9	2,8
OPCVM diversifiés	- 1,1	4,4	2,6	3,5

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

### ENCADRÉ 3

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

### Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours
	Année 2004	Sept. 2004 à août 2005	Oct. 2004 à sept. 2005	Septembre 2005	Sept. 2004 à août 2005	Oct. 2004 à sept. 2005	Septembre 2005	À fin sept. 2005
Sociétés non financières	- 17,7	- 8,0	- 9,6	- 1,4	5,4	4,1	0,0	101,8
État	39,0	43,8	46,0	8,2	76,4	78,2	8,2	592,8
Autres administrations publiques	7,9	13,9	14,0	0,0	16,5	16,5	0,0	53,3
Institutions financières monétaires	- 2,4	- 6,2	- 7,5	- 0,3	15,4	14,3	0,5	152,7
Institutions financières non monétaires	- 1,2	- 0,4	- 0,4	- 0,1	1,4	1,5	0,1	24,2
<b>Total</b>	<b>25,7</b>	<b>43,4</b>	<b>42,5</b>	<b>6,5</b>	<b>115,0</b>	<b>114,6</b>	<b>8,9</b>	<b>924,8</b>

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de septembre 2005, ont totalisé 8,9 milliards d'euros, contre 0,2 milliard le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (2,4 milliards d'euros, contre 0,8 milliard en août), les émissions nettes se sont élevées à 6,5 milliards.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor (dont une nouvelle ligne d'OATi 1 % échéance juillet 2017) ont représenté plus de 92 % du total émis sur la place de Paris. À fin septembre, le montant cumulé des émissions obligataires de l'État depuis le début de l'année excédait à hauteur de 6 % l'enveloppe fixée dans son programme indicatif pour 2005 (61 milliards d'euros prévus, dont 11 milliards sur les lignes indexées). Le secteur privé a procédé, pour sa part, à des remboursements nets en septembre, à hauteur de 1,8 milliard d'euros.

## ENCADRÉ 4

## Incidence des révisions des statistiques monétaires de la Banque de France

Le « cadre d'évaluation de la qualité des données – CEQD » du FMI invite les pays à pratiquer, de manière régulière, des études et analyses des révisions et à les rendre publiques. Dans ce contexte, les écarts entre les publications successives des principales séries du bilan des institutions financières monétaires (IFM) françaises ont été calculés. Les principaux résultats sont les suivants.

- Les points mensuels constitutifs de la série des engagements monétaires des IFM (i.e. « contribution française à M3 ») sont, en moyenne, légèrement surévalués lors de leur première publication, tant pour les encours que pour les taux de croissance annuels.

- Le processus de révision affectant la série de taux de progression annuels de ces engagements est plus long que dans le cas des encours, en raison à la fois du cumul de deux sources de révisions (outre les encours, les flux mensuels) et de la méthode utilisée pour le calcul des taux d'accroissement annuels par chaînage d'indices mensuels.

- Les dépôts à vue et les instruments négociables inclus dans M3 – M2 sont les composantes qui contribuent le plus aux révisions globales affectant la série de l'encours des engagements monétaires des IFM.

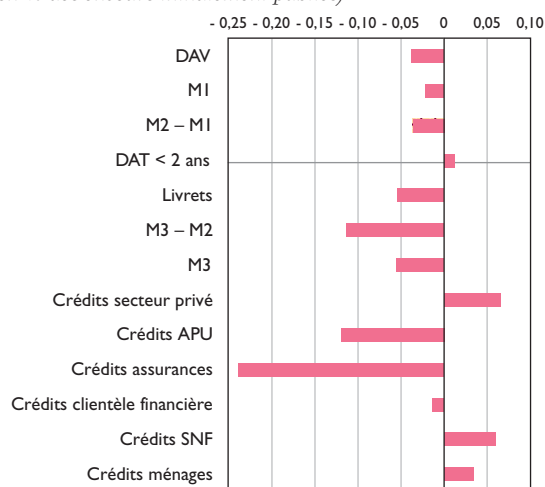
- S'agissant des contreparties de ces engagements, ce sont les révisions globales sur les crédits des IFM aux sociétés non financières qui contribuent le plus aux révisions affectant la série des encours des crédits au secteur privé.

NB : Un document complet sera prochainement disponible sur le site de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)) dans la rubrique « Notes d'études et de recherche » de l'onglet « Publications et recherche ».

## « Contribution française à M3 » – Révisions sur les encours

(en moyenne sur la période janvier 2002-décembre 2004)

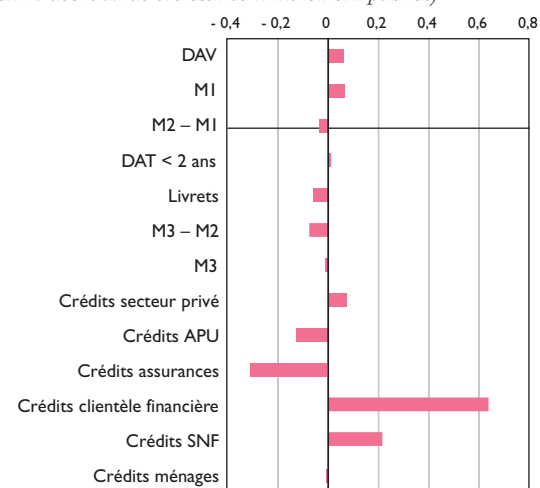
(en % des encours initialement publiés)



## « Contribution française à M3 » – Révisions sur les taux de croissance annuels

(en moyenne sur la période janvier 2002-décembre 2004)

(en % des taux de croissance initialement publiés)



## ENCADRÉ 5

### Méthodologie de construction des séries cvs : l'exemple des crédits à l'habitat

L'évolution des crédits à l'habitat au cours de la période récente se caractérise par une nette accélération du rythme de croissance de l'encours. Dans le cadre de la modélisation utilisée pour la construction d'une série corrigée des variations saisonnières (cvs) des crédits à l'habitat, se pose dès lors la question du statut à donner aux flux bruts historiquement élevés observés depuis 2003, notamment en juin et juillet 2004.

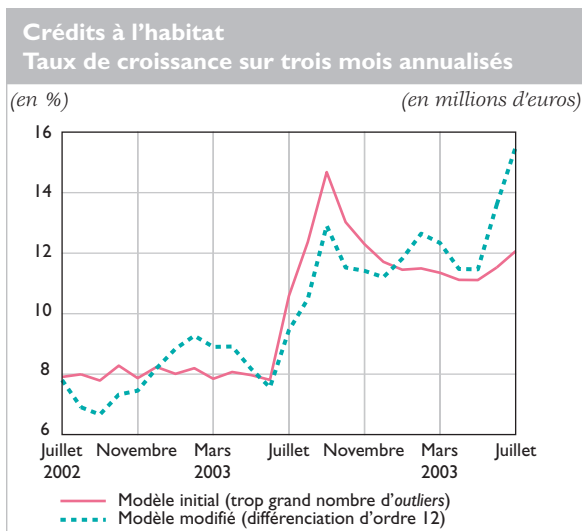
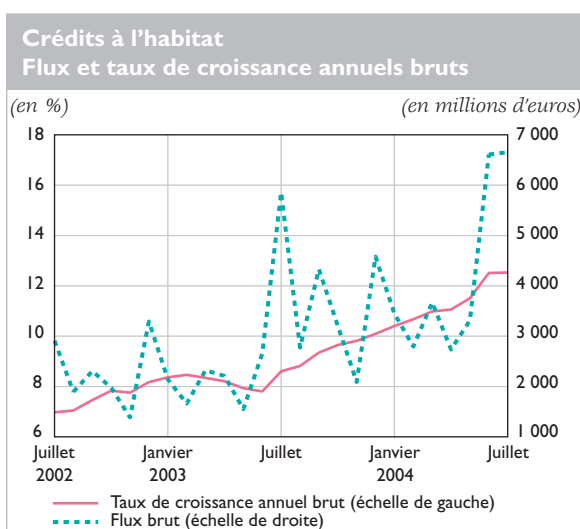
La difficulté porte sur le fait de savoir si les points atypiques de la série (« outliers ») correspondent à de simples chocs ponctuels, à des changements transitoires ou bien à de véritables changements de régime. Dans tous les cas, il s'agit d'un jugement subjectif conditionné par le comportement des derniers points de la série et limité par le manque de recul, donc susceptible d'évoluer au fil du temps.

La modélisation jusqu'ici retenue pour le calcul des cvs des crédits à l'habitat conduisait à spécifier un nombre excessif d'« outliers ». Pour éviter cet écueil, on a volontairement restreint leur nombre, tout en appliquant à la série traitée une différenciation annuelle, de façon à ce que sa composante saisonnière puisse capter les différents chocs intervenus au cours du temps.

Le modèle ainsi retenu confère le caractère d'« outlier » aux seuls points de décembre 1998, juin et juillet 2004, tout en prenant malgré tout en compte les autres inflexions, notamment celles intervenant en fin de période. L'incidence du changement de modélisation sur le taux de croissance sur trois mois annualisé est illustrée par le graphique ci-après.

La production de séries cvs constitue donc un exercice relativement délicat et conventionnel, en particulier s'agissant de l'interprétation économique des chocs affectant les données brutes, avec à la clé des résultats pouvant être notablement différents selon les choix de modélisation.

NB : Un document complet sera prochainement disponible sur le site de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)) dans la rubrique « Notes d'études et de recherche » de l'onglet « Publications et recherche ».



### 3| Les marchés de capitaux

L'accroissement des risques inflationnistes consécutifs à la hausse des cours du pétrole depuis plusieurs mois a conduit à une tension des rendements obligataires et à un raffermissement des anticipations de resserrement de la politique monétaire tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les perspectives de la poursuite de l'ajustement à la hausse du taux directeur américain ont soutenu le dollar, qui s'est redressé contre les principales devises. Les marchés boursiers en Europe et au Japon ont continué de s'apprécier.

### 3| I Les marchés de change et de matières premières

En septembre, le dollar s'est apprécié contre les principales devises, effaçant les pertes enregistrées le mois précédent.

L'euro a ainsi reculé contre le dollar de 3,8 %, pour revenir sur les niveaux de début juillet (EUR/USD proche de 1,20). La devise européenne a notamment pâti du contexte politique incertain en Allemagne, jugé de nature à freiner le processus de réformes structurelles. Le sentiment du marché est resté, en fin de mois, favorable à une appréciation supplémentaire du dollar contre euro : le *risk reversal* (différence entre le prix d'une option d'achat et d'une option

de vente de même prix d'exercice) montrait que les participants de marché privilégiaient toujours une stratégie de protection contre une baisse de l'euro à tous les horizons (de 1 mois à 1 an).

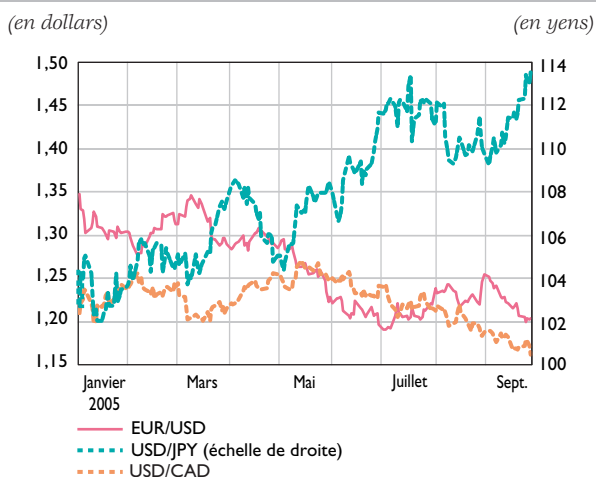
Le dollar s'est apprécié dans une proportion équivalente (3,4 %) contre le yen, malgré les signes de reprise de croissance économique au Japon et la validation, par les résultats des élections législatives, de la politique réformatrice du gouvernement nippon. L'USD/JPY est ainsi passé de 109,76 à 113,49.

Le raffermissement du dollar a été également prononcé contre la livre sterling (2,2 %), l'économie britannique ayant montré des signes supplémentaires de ralentissement en septembre, ce qui a entretenu les anticipations d'une nouvelle baisse du taux directeur. La livre est passée de 1,8035 à 1,7653 dollar, revenant donc sur les niveaux de fin juillet 2005.

*A contrario*, le dollar canadien a bénéficié du relèvement des taux directeurs par la banque centrale de 25 points de base, à 2,75 %, et s'est apprécié de 2,2 % contre le dollar, l'USD/CAD passant de 1,183 à 1,163.

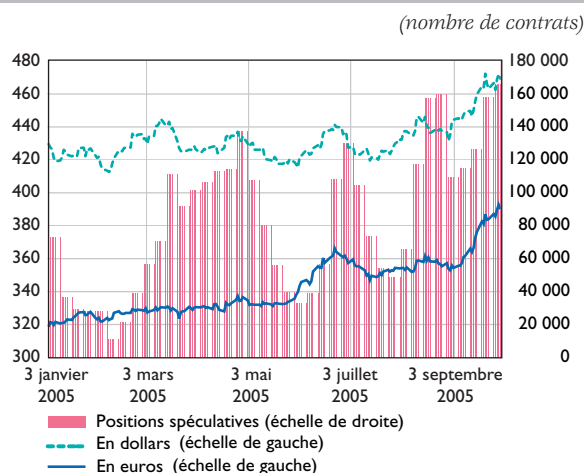
En dépit de ces évolutions significatives, la volatilité implicite tirée des options de change à 1 mois pour la plupart des couples de devises est demeurée, fin septembre, sur des niveaux historiquement bas, aux alentours de 8,77 % pour l'EUR/USD, de 7,85 % pour l'USD/JPY et de 8,13 % pour le GBP/USD.

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



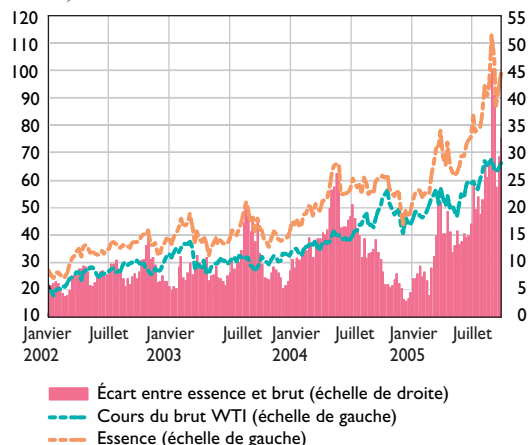
NB : Hors mention spécifique, les graphiques des parties 3|1, 3|2 et 3|3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuters et Bloomberg.

Prix de l'or



### Prix du pétrole brut (WTI) par baril et de l'essence

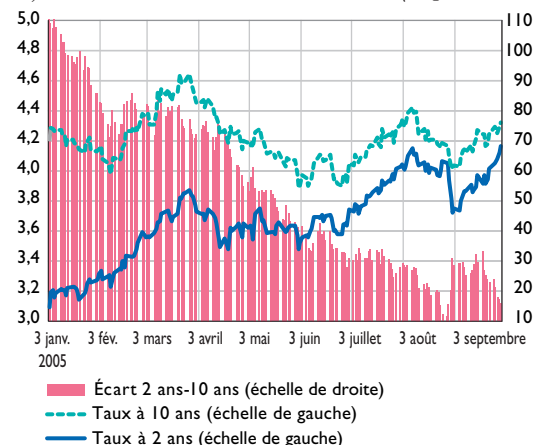
(en dollars)



### Taux des Treasuries

(en %)

(en points de base)



Accentuant le mouvement entamé le mois précédent, le prix de l'or s'est inscrit en forte hausse en septembre, exprimé tant en dollars (5,9 %) qu'en euros (10,5 %). Il a atteint 472,25 dollars l'once, soit son plus haut niveau depuis 1988. Outre la forte demande physique, l'augmentation des positions spéculatives longues sur les contrats à terme sur or, en liaison sans doute avec la perception d'une augmentation des risques en matière d'inflation, a constitué un facteur de soutien des cours.

À l'inverse, le prix du baril de pétrole brut a connu une correction en septembre, suite au recours par les États-Unis aux stocks de réserves stratégiques : le prix du baril selon la référence *West Texas Intermediate* (WTI) a perdu 4,7 %, passant de 69,5 à 66,2 dollars le baril. Les prix des produits distillés sont néanmoins restés très tendus, sous l'effet de la réduction durable de l'activité des raffineries du Golfe du Mexique dans le sillage des ouragans Katrina et Rita. L'écart de cours entre les pétroles distillé et brut est, en conséquence, passé de 12,5 à 22,5 dollars.

## 3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

Les rendements obligataires se sont inscrits en hausse sur les principaux marchés, dans le sillage d'une révision des anticipations de resserrement monétaire.

## Hausse marquée des rendements américains

Le taux à 2 ans des titres d'État américain a augmenté de 46 points de base, à 4,22 %, et le taux à 10 ans de 31 points de base, à 4,38 %. La progression plus marquée des rendements de court terme, conduisant à un aplatissement prononcé de la courbe, s'est inscrite dans le sillage d'un resserrement supplémentaire de 25 points de base du taux directeur du Système fédéral de réserve, portant celui-ci à 3,75 % le 20 septembre.

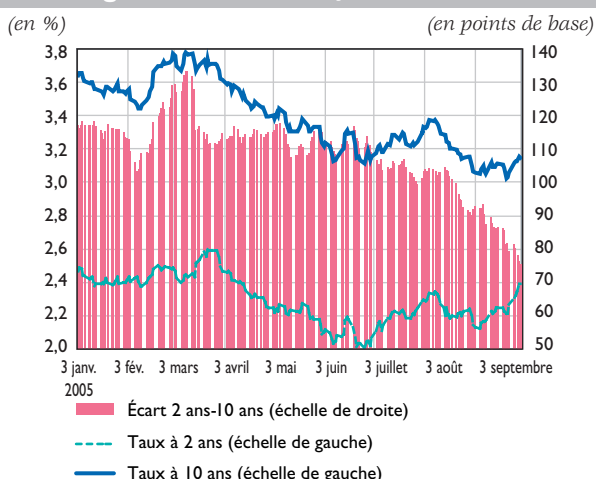
Les participants de marché ont en outre révisé fortement en hausse leurs anticipations de taux d'intérêt, avec l'apparition de tensions inflationnistes ressortant, notamment, de la publication d'une augmentation de 3,6 % de l'indice des prix à la consommation américain en août. Ces craintes se sont également traduites par l'augmentation de 30 points de base, à 2,36 %, du point mort d'inflation à horizon 10 ans. Au total, les taux implicites tirés des prix des contrats *Fed funds* à fin janvier 2006 sont passés de 3,75 % à 4,25 % au cours de la période sous revue.

## Hausse des rendements européens

Après avoir touché un nouveau plus bas historique en début de période, les rendements obligataires dans la zone euro se sont également tendus en septembre, mais dans une moindre mesure qu'aux États-Unis. Les taux d'État français à 2 ans ont gagné 21 points de base, à 2,34 %, et les taux à 10 ans 7 points de base, à 3,18 %.



### Taux de rendement des obligations d'État françaises



Cette remontée des rendements s'est inscrite dans le sillage du marché américain, mais a été également alimentée par l'apparition de tensions inflationnistes dans la zone euro. La remontée de 9 points de base, à 2,15 %, des points-morts d'inflation à horizon 10 ans en est une illustration. *A contrario*, signe de l'atonie des perspectives de croissance européennes, les taux d'intérêt réels se sont stabilisés sur des niveaux historiquement bas : le taux de l'OAT indexée sur l'inflation française de maturité juillet 2013 se situait à 0,82 % fin septembre.

L'attention portée aux développements de l'inflation a favorisé un affermissement des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE : alors que, début septembre, un statu quo était anticipé jusqu'à un horizon d'une année, le taux au jour le jour anticipé en mars 2006 ressortait, fin septembre, à 2,25 %, reflétant une augmentation de 25 points de base du taux minimum d'appel d'offres par la Banque centrale européenne.

Dans le reste de l'Europe, les rendements obligataires ont également été orientés à la hausse. Au Royaume-Uni, la tension a été relativement plus marquée sur les maturités longues (taux à 10 ans progressant de 13 points de base, à 4,33 %), les rendements courts étant affectés par l'existence d'anticipations d'une baisse supplémentaire de 25 points de base du taux directeur à horizon de juin 2006 (taux implicite du contrat *short sterling* juin 2006 de 4,37 % fin septembre).

### Primes de signature de crédit dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	30 sept. 2005	31 août 2005	Variation/ 31 août	31 déc. 2004	Variation/ 31 déc. 2004
Obligations Industrielles AA	19	21	- 2	23	- 4
Industrielles BBB	78	82	- 4	76	2
Financières AA	26	27	- 1	30	- 4
Corporate BBB	71	74	- 3	79	- 8
Telecom	51	53	- 2	52	- 1
Agences	9	10	- 1	14	- 5

Source : Merrill Lynch

Les primes associées au risque de crédit sont restées sur des niveaux historiquement très faibles. En Europe notamment, la faiblesse des émissions obligataires privées non financières en septembre (5,3 milliards d'euros, contre 13,75 milliards en septembre 2004) a pu constituer un facteur technique de soutien.

## 3 | 3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont progressé au cours du mois de septembre. Les performances ont été néanmoins contrastées en fonction des places et selon les secteurs.

### Indices boursiers

(variation en %)

Émetteur	Niveau au 30 sept. 2005	Variation/ 31 août 2005	Variation/ 31 déc. 2004
CAC 40	4 399	4,56	20,38
DAX	4 830	4,44	18,52
DJ EuroStoxx 50	3 264	5,05	16,17
FTSE	5 297	3,41	13,78
Nasdaq	2 152	- 0,02	- 1,22
Dow Jones	10 482	0,83	- 2,14
Nikkei	12 414	9,35	18,15

Les bourses américaines sont restées quasiment inchangées au cours de la période sous revue, la hausse des valeurs pétrolières étant compensée par une baisse des secteurs des biens de consommation.

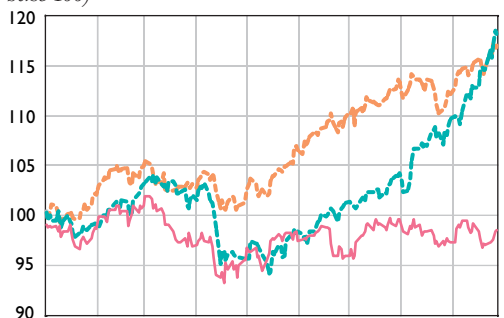
En revanche, l'indice Nikkei a connu une forte progression, dans le sillage notamment du

sous-indice métallurgique (+ 21 % en septembre) : la demande extérieure adressée à ce secteur (notamment chinoise, mais aussi américaine aux fins de reconstruction des infrastructures du delta du Mississippi) a été le principal facteur de soutien.

La hausse du cours des actions en Europe a également été prononcée, permettant aux principaux indices d'atteindre leurs plus hauts niveaux depuis avril 2002, en liaison notamment avec la progression du sous-indice automobile de l'EuroStoxx 50 (+ 8 %), qui a été soutenu par le raffermissement du dollar.

### Principaux indices boursiers

(en base 100)



Janvier Février Mars Avril Mai Juin Juillet Août Septembre 2005

— Dow Jones  
— Nikkei  
— DJ EuroStoxx 50



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 %)

	Septembre 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	420	66	441	66
Pensions à taux fixe	156	25	177	26
Pensions à taux variable	264	42	264	40
BTAN	150	24	163	24
Pensions à taux fixe	50	8	51	8
Pensions à taux variable	100	16	112	17
BTF	63	10	65	10
Pension à taux fixe	14	2	15	2
Pensions à taux variable	49	8	50	8
<b>Total</b>	<b>633</b>	<b>100</b>	<b>669</b>	<b>100</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>220</b>	<b>35</b>	<b>243</b>	<b>36</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>413</b>	<b>65</b>	<b>426</b>	<b>64</b>

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 septembre	31 août	Variation
1 mois	2,05	2,01	+ 4
3 mois	2,04	2,01	+ 3
6 mois	2,09	2,05	+ 4
12 mois	2,22	2,09	+ 13
2 ans	2,34	2,15	+ 19
5 ans	2,71	2,58	+ 13

Émission de TCN

(en milliards d'euros)

	Émissions en septembre 2005		Encours à fin septembre 2005
	Brutes	Nettes	
Titres de créances négociables	626,3	- 7,5	356,4
Certificats de dépôt négociables	549,6	- 6,9	233,0
BMTN	1,7	0,8	52,8
Billets de trésorerie	75,0	- 1,4	70,6

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	27 août au 2 sept.	3 au 9 sept.	10 au 16 sept.	17 au 23 sept.	24 au 30 sept.
1 jour	2,14	2,14	2,13	2,13	2,14
10 jours	-	2,13	2,16	2,19	2,15
30 jours	2,17	2,25	2,17	2,18	2,18
90 jours	2,20	2,18	2,19	2,17	2,22
180 jours	2,25	2,20	2,20	2,23	2,20

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	27 août au 2 sept.	3 au 9 sept.	10 au 16 sept.	17 au 23 sept.	24 au 30 sept.
1 jour	2,10	2,15	2,11	2,11	2,12
10 jours	2,08	2,07	2,05	2,05	2,07
30 jours	2,10	2,10	2,11	2,12	2,12
90 jours	2,16	2,16	2,16	2,15	2,17
180 jours	2,22	2,19	2,21	2,21	2,19

Spreads billets de trésorerie – swaps

Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A-1+/F1+, A-1/P-1/F1, A-2/P-2/F2, non notés, véhicules (a)

(en points de base)

Échéances	A-1+/F1+ A-1/P-1/F1	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Juillet 2005	1	5	6	5
Août 2005	12	4	8	5
Sept. 2005	20	4	9	4
3 mois				
Juillet 2005	44	7	11	7
Août 2005	35	7	10	7
Sept. 2005	33	6	11	6

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

Le mois de septembre se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission tous types d'émetteurs et de maturités confondus.



- La fonction de demande de monnaie  
pour la zone euro : un réexamen** 23  
*Direction générale des Études et des Relations internationales*  
*Réseau « Demande de monnaie »*
- Interaction entre dimensions économique  
et institutionnelle de l'intégration régionale :  
l'expérience européenne** 41  
**Sopanha SA**  
*Service des Relations monétaires internationales*  
**Philippe BONZOM**  
*Direction des Relations internationales et européennes*  
**Marc-Olivier STRAUSS-KAHN**  
*Direction générale des Études et des Relations internationales*
- Les résultats des grandes banques internationales  
en 2004 et au premier semestre 2005** 61  
**Corinne DAUCHY**  
**Catherine GOUTEROUX**  
*Secrétariat général de la Commission bancaire*  
*Direction de la Surveillance générale du système bancaire*  
*Service des Études bancaires*
- Le patrimoine en valeurs mobilières  
des personnes physiques à fin décembre 2004** 75  
**Isabelle GEST**  
**Hervé GRANDJEAN**  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
*Service d'Études et Statistiques des opérations financières*
- Le coût du crédit aux entreprises** 85  
**Frédérique EDMOND**  
*Direction des Études et Statistiques monétaires*  
*Service des Analyses et Statistiques monétaires*
- La situation des entreprises industrielles  
– Bilan 2004** 89  
*Direction des Entreprises*  
*Observatoire des entreprises*



# La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen

**Direction générale des Études et des Relations internationales**  
Réseau « Demande de monnaie »

*Cet article propose un réexamen de la spécification de la fonction de demande de monnaie de la zone euro. En effet, les spécifications traditionnelles conduisent à des résultats parfois peu satisfaisants : instabilité des coefficients de court et long termes ; écarts relativement importants entre les agrégats estimés et observés ; variation sensible du nombre des relations de long terme.*

*Deux facteurs ont notamment été à l'origine de la dynamique de M3 dans la zone euro : une forte préférence pour la liquidité, observée de 2001 à 2003 et suivie d'une normalisation, à un rythme relativement modéré, des comportements de portefeuille ; du côté des contreparties, on note des variations d'amplitude comparable de M3 et des créances nettes sur l'extérieur. Ces facteurs soulignent le rôle des arbitrages nationaux et internationaux de portefeuille dans les évolutions monétaires. D'où l'idée de construire une fonction de demande de monnaie hors contrepartie extérieure et, alternativement, d'introduire des prix d'actifs financiers dans la fonction de demande de M3 comme l'avait suggéré Friedman (1988).*

*Au préalable, l'équation traditionnelle a été réestimée afin de vérifier, par exemple, si l'allongement de la période d'estimation n'entraîne pas de modification majeure, notamment en termes de stabilité des paramètres ou du nombre de relations structurelles. Or, cette équation affiche une double instabilité (paramètres et nombre de relations de long terme). La non-prise en compte de la contrepartie extérieure conduit à des résultats similaires. En revanche, l'introduction du cours des actions européennes permet d'obtenir un effet de substitution (coefficient significativement négatif) de cette variable et un meilleur ajustement, sans compromettre les deux relations de long terme (demande de monnaie et relation de Fisher) mises en évidence dans l'article publié dans le Bulletin de la Banque de France n° 111. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du rendement boursier européen entraînerait une remontée de l'encaisse réelle et une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie. L'évolution des marchés d'actions serait ainsi un facteur explicatif non négligeable de la dynamique de M3 dans la zone euro.*

*Enfin, des évaluations de l'écart d'encaisses réelles, fondées sur l'équation de demande de monnaie incluant l'effet de substitution du cours boursier européen, font ressortir un excès de liquidité modéré mais persistant dans la zone euro.*

Mots clés : demande de monnaie, taux intrinsèque, richesse, substitution

Code JEL : C22, C32, E41

NB : L'étude est la synthèse des travaux d'un projet impliquant plusieurs directions de la Banque de France, dirigé par Françoise Drumetz (Direction de la Recherche, DIR) et regroupant Sanvi Avouyi-Dovi (DIR), Matthieu Brun (DIR), Alain Dreyfus (Direction de la Balance des paiements), Vichett Oung (Direction des Études et Statistiques monétaires), Jean-Guillaume Sahuc (DIR).

## I | Facteurs de la dynamique des évolutions monétaires dans la zone euro

Le numéro de juillet 2005 du *Bulletin mensuel* de la Banque centrale européenne met en évidence le rôle de certains facteurs dans la dynamique des évolutions monétaires dans la zone euro. Parmi ceux-ci, sont notamment évoqués :

- la préférence pour la liquidité exceptionnellement forte observée entre 2001 et 2003, dans un contexte d'incertitudes au plan géopolitique et sur les marchés financiers, suivie d'une normalisation, à un rythme relativement modéré, de la composition des portefeuilles des agents économiques ;
- du côté des contreparties, la forte corrélation entre les évolutions de M3 et celles des créances nettes des institutions financières résidentes de la zone euro sur les non-résidents.

De fait, depuis la fin des années quatre-vingt-dix, les évolutions de M3 dans la zone euro ont été fortement influencées par celles de la contrepartie extérieure (cf. *Bulletin de la Banque de France*, n° 69). Deux phénomènes principaux ont été à l'origine de l'incidence restrictive puis expansive de la contrepartie extérieure sur M3 au cours des dernières années : la vague de fusions-acquisitions d'entreprises non résidentes par les entreprises résidentes qui s'est interrompue en 2001<sup>1</sup> ; un marché obligataire européen plus liquide et profond avec l'avènement de l'euro, devenu en conséquence plus attractif pour les investisseurs non résidents. Si la zone euro a régulièrement enregistré des entrées nettes en titres de créance depuis 2001, le total cumulé des investissements directs nets et des investissements de portefeuille nets en actions a, en revanche, présenté un caractère cyclique beaucoup plus marqué que les flux nets sur obligations, contribuant à rendre les évolutions de M3 plus difficiles à prévoir.

Compte tenu de ces éléments qui soulignent l'importance des comportements d'investissement et des arbitrages de portefeuille nationaux et internationaux, il a paru utile de :

- réestimer la fonction de demande de monnaie de la zone euro présentée dans l'article du *Bulletin de la Banque de France* n° 111 (2003) afin de vérifier si la révision des données (PIB, prix, etc.) et l'allongement de la période d'estimation n'entraînaient pas de modifications majeures ;
- tenter, de manière « naïve », de construire une fonction de demande de monnaie hors contrepartie extérieure ;
- alternativement, introduire dans l'équation de M3 des variables (prix d'actifs) visant à capter les comportements de portefeuille.

La suite de l'étude est organisée de la manière suivante :

- la deuxième partie est consacrée à une brève description des données et des spécifications ;
- la troisième partie est dédiée, d'une part, à la présentation des résultats de la réestimation du modèle de base en retenant M3 (en termes réels) comme variable expliquée puis M3 hors contrepartie extérieure (en termes réels) et, d'autre part, à l'exposé des résultats du modèle incorporant des prix d'actifs dans la demande de monnaie ;
- la quatrième partie est consacrée à une étude comparative des résultats des travaux récents sur la fonction de demande de monnaie avec prise en compte des prix d'actifs ;
- des mesures de l'écart d'encaisses réelles sont proposées dans la cinquième partie tandis que les principaux enseignements de l'étude sont synthétisés dans la dernière partie.

<sup>1</sup> Au cours de cette période, dans un contexte d'écart positif entre les emprunts en dollars et en euros, les agents non financiers de la zone euro se sont globalement endettés en euros auprès des institutions financières monétaires de la zone pour accroître leurs avoirs extérieurs. De ce fait, la contribution de la contrepartie « concours au secteur privé » à la croissance de M3 a été très soutenue, compensant l'incidence restrictive des créances sur l'étranger.

## 2| Spécifications et données

### 2|1 Les spécifications

#### Le modèle de base

L'équation de demande de monnaie peut être écrite sous la forme semi-logarithmique suivante :

$$(1) m_t - p_t = \gamma_0 + \gamma_1 y_t + \gamma_2 \text{rown}_t + \gamma_3 \text{rct}_t + \gamma_4 \text{rlt}_t + \gamma_5 \pi_t + \varepsilon_t$$

où  $m_t$  est le logarithme du stock de monnaie à la période  $t$ ,  $p_t$  le logarithme du déflateur du PIB,  $\pi_t$  le taux d'inflation,  $y_t$  le logarithme du PIB réel,  $\text{rown}_t$ ,  $\text{rct}_t$  et  $\text{rlt}_t$  sont respectivement le taux d'intérêt intrinsèque (cf. encadré), les taux d'intérêt nominaux de court et long termes, et enfin  $\varepsilon_t$  un terme d'erreur. Les  $\gamma_i$  sont les paramètres à estimer ( $\gamma_1 > 0, \gamma_2 > 0, \gamma_3 < 0, \gamma_4 < 0, \gamma_5 < 0$ ).

Pour étudier les caractéristiques d'une fonction de demande de monnaie hors contrepartie extérieure sous la forme semi-logarithmique), le membre de gauche de la précédente équation sera défini comme la différence entre les encaisses réelles ( $m_t - p_t$ ) et la contrepartie extérieure en euros constants.

#### La prise en compte des prix des actifs financiers

Selon Friedman (1988), les prix des actifs auraient un impact significatif sur les encaisses réelles et interviendraient donc comme l'une des variables explicatives des fonctions de demande de monnaie. Ils exerceraient toutefois des effets de sens opposés. L'agrégat monétaire serait positivement lié aux prix des actifs financiers *via* un effet de richesse et négativement corrélé à ceux-ci *via* un effet de substitution.

L'effet de richesse transiterait par trois canaux :

- une hausse du prix des actifs impliquerait celle de la richesse nominale (ou de la richesse réelle pour un prix donné) engendrant à son tour une augmentation des ratios richesse réelle sur revenu réel et monnaie sur revenu ;
- la hausse du rendement attendu des valeurs risquées (actions par exemple) entraînerait une réallocation des portefeuilles des agents en faveur d'actifs monétaires plus sûrs ;
- une augmentation des prix des actifs accroîtrait le volume de monnaie nécessaire aux transactions financières.

L'effet de substitution découlerait du fait qu'une augmentation du prix des actifs (ici le cours des actions européennes) inciterait les agents à en détenir plus au détriment de la monnaie car ils s'attendraient à en retirer une plus-value dans le futur.

Plusieurs travaux récents intègrent le prix des actifs financiers dans la fonction de demande de monnaie de la zone euro. Dans ce cas, l'équation précédente s'écrit sous la forme :

$$(2) m_t - p_t = \gamma_0 + \gamma_1 y_t + \gamma_2 \text{rown}_t + \gamma_3 \text{rct}_t + \gamma_4 \text{rlt}_t + \gamma_5 \pi_t + \gamma_6 \text{prix}_t^{\text{actifs}} + \varepsilon_t$$

où  $\text{prix}_t^{\text{actifs}}$  est le logarithme du prix réel des actifs financiers (ici, un cours boursier européen déflaté par le prix du PIB).

### 2|2 Les données

#### Les données réelles et monétaires

Les sources officielles (Eurostat et BCE) ont été utilisées ici dans la plupart des cas. L'agrégat M3 (*Bulletin mensuel* de la BCE, 2005), disponible mensuellement depuis janvier 1980, a été trimestrialisé en prenant la valeur moyenne des encours mensuels sur un trimestre. Le PIB (Eurostat), disponible depuis 1990, a été rétropolé selon la méthode proposée par Beyer *et al.* (2001) (cf. *Bulletin de la Banque de France*, 2003). Le taux d'inflation a été calculé comme la différence première du logarithme du déflateur du PIB. Les taux d'intérêt de court et long termes (BCE) n'étant disponibles que depuis 1994, ils ont été rétropolés à l'aide des séries de la base de données de l'Area Wide Model de Fagan *et al.* (2005). Les séries réelles sont corrigées des variations saisonnières (cvs).

Le taux intrinsèque, une moyenne pondérée des rendements des composantes de M3, a été calculé à la Banque de France (cf. encadré). Une analyse du raccordement des anciennes séries dites RIR (*Retail Interest Rates*), disponibles jusqu'en octobre 2003 et des nouvelles statistiques dites MIR (*MFI Interest Rates*), publiées à partir de janvier 2003, a été effectuée.

La série de créances nettes sur l'extérieur, disponible à une fréquence mensuelle depuis janvier 1980, a été rétropolée et publiée par les services de la BCE (cf. graphique 1).

ENCADRÉ

Évaluation du taux intrinsèque

Le taux intrinsèque est défini comme la moyenne pondérée des rendements des composantes de M3 (billets en circulation, dépôts à terme d'une durée initiale inférieure à deux ans, dépôts remboursables avec un préavis inférieur à trois mois, pensions, certificats de dépôts, parts d'OPCVM monétaires, titres de créances négociables d'une durée initiale inférieure à deux ans). Les poids correspondent à la part de l'encours de chaque composante dans le total.

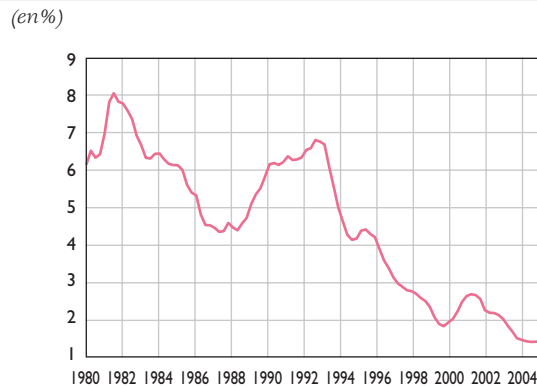
Une étude du raccordement des nouvelles séries MIR (MFI Interest Rates) avec les anciennes séries RIR (Retail Interest Rates), a été réalisée pour chaque composante de M3. Contrairement aux statistiques MIR les données RIR n'étaient pas harmonisées au niveau européen (notamment s'agissant des méthodes de collecte et de production), d'où des écarts entre les deux types de séries, probablement imputables à un biais d'échantillon sur les taux d'intérêt RIR.

Pour la période 1999-2004, les anciennes séries RIR ont été calées sur les nouvelles séries MIR.

S'agissant de la période antérieure à l'introduction de l'euro (1980-1999), deux options étaient envisageables :

- raccorder les séries RIR « pré zone euro » estimées, utilisées pour l'article du n° 111 du Bulletin de la Banque de France sur la demande de monnaie (2003), aux séries RIR zone euro calées à partir de 1999 sur les MIR, avec l'avantage de la comparabilité avec les travaux précédents ;

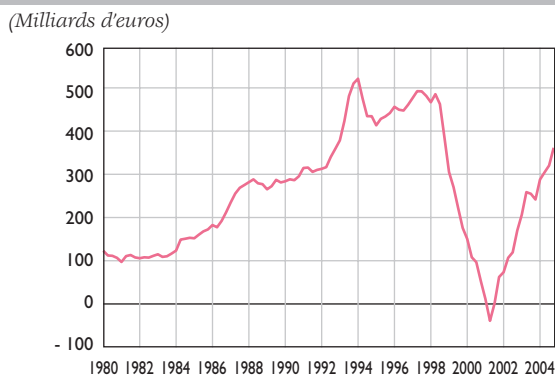
Taux intrinsèque



- rétropoler le taux de rendement à partir de celui présenté dans le Bulletin n° 111 qui reposait sur les données RIR disponibles sur l'ensemble de la période (cf. encadré ad hoc du Bulletin n° 111).

Jugée préférable d'un double point de vue, la deuxième option a été retenue (meilleure crédibilité économique du résultat, cohérence et maintenance de la mise à jour périodique du calcul du rendement intrinsèque). La série de taux de rendement M3 rétropolée sur l'ensemble de la période 1980-2004 est présentée dans le graphique.

Graphique 1 Contrepartie extérieure de M3



Source : BCE

Les données financières

L'indice boursier européen est l'EuroStoxx, disponible de 1987 à nos jours. Il a été rétropolé par nos soins sur la période précédant 1987 à l'aide du DAX 30 (cf. Carstensen, 2004). Les valeurs trimestrielles sont obtenues comme la moyenne des données mensuelles<sup>2</sup>. L'indice réel est le rapport de l'indice EuroStoxx rétropolé et du déflateur du PIB.

Ni un indice de volatilité boursière ni ceux des valeurs technologiques n'ont été introduits dans cette étude car ces variables sont trop « bruitées ». En effet, en raison des valeurs très élevées prises par ces indices à certaines dates, leur prise en compte aurait été

<sup>2</sup> Les indices EuroStoxx et DAX 30 sont tirés de la base de données Datastream.



équivalente à celle d'une variable indicatrice. En outre, une telle introduction n'est pertinente que dans une analyse de la dynamique de court terme.

Les tests traditionnels de stationnarité Dickey et Fuller (DF) ou Dickey et Fuller augmenté (ADF) font apparaître (cf. annexe A.1) que les variables sont intégrées d'ordre un (sauf peut-être l'inflation). En effet, dans le cas de l'inflation, la faible puissance des tests ne permet pas de savoir de manière précise si elle est stationnaire autour d'une tendance ou stationnaire d'ordre 1, soit I(1). Dans la suite de l'étude, elle est supposée I(1).

### 3 | Résultats empiriques

Le système de variables est écrit sous la forme standard d'un modèle vectoriel à correction d'erreur (*Vectorial Error Correction Mechanism – VECM*), dans lequel on teste le nombre de relations structurelles entre les différentes variables du modèle. Ce système s'écrit :

$$(3) \Delta x_t = \Gamma_1 \Delta x_{t-1} + \dots + \Gamma_l \Delta x_{t-l} + ABx_{t-1} + \varepsilon_t$$

où  $x_t$  est le vecteur contenant les variables d'intérêt intégrées d'ordre un,  $\Delta$  l'opérateur différence première,  $A$  est la matrice de vitesses d'ajustement,  $B$  la matrice des vecteurs cointégrant, et l'indice  $l$  désigne le nombre de retards du système. Les matrices  $\Gamma_i$  ( $i = 1, \dots, l$ ) sont celles des coefficients de court terme.

La méthode de Johansen (1988, 1991) est privilégiée afin de tester l'existence et le nombre de relations de cointégration entre les variables du système d'une part, de faciliter la mise en place des tests récursifs d'autre part.

### 3 | I Analyse de la spécification de base

#### Estimations

Afin de vérifier si la révision des données réelles (en particulier le PIB) n'entraîne pas de modifications majeures par rapport aux résultats publiés en 2003 (cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 111), dans un premier temps, l'équation de base est réestimée sur la période 1987 : 1 - 2002 : 1.

Ce premier test est conclusif. En effet, les résultats obtenus sont très proches de ceux de 2003 (cf. tableaux 1 et 2) :

- le test de rapport de vraisemblance (cf. annexe A.2) indique la présence de deux relations structurelles (relations de cointégration) ;
- les deux relations de long terme s'interprètent comme une demande de monnaie et une relation de Fisher qui relie le taux d'intérêt à long terme au taux d'inflation ; les coefficients estimés des variables d'intérêt ont les signes attendus et sont significatifs (les écarts-types sont entre parenthèses)<sup>3</sup> ;

#### Estimation des relations de long terme (1987:1 – 2002:1)

Tableau 1 Équation de demande de monnaie

Variabiles	Coefficients
constante	1,251 (0,027)
$y_t$	1,000
$rown_t$	0,098 (0,025)
$ret_t$	- 0,059 (0,014)
$rlt_t$	- 0,018 (0,006)

Tableau 2 Relation de Fisher

Variabiles	Coefficients
$rlt_t$	0,377 (0,104)
constante	- 1 358 (1,102)

Test de restrictions (LR) : Chi-deux(9) = 11,984 [0,214]

<sup>3</sup> L'identification de chacune de ces relations s'effectue par des tests de contraintes sur les coefficients de long terme et sur les termes de rappel.

• les coefficients des variables explicatives sont de même ordre de grandeur que ceux exposés dans l'article précédent.

Dans un second temps, la période d'étude est étendue jusqu'au quatrième trimestre 2004 ; l'équation de base est ensuite estimée. Les résultats sont alors sensiblement différents des précédents (cf. annexe A.3). En particulier (cf. tableaux 3 et 4), dans l'équation de demande de monnaie, les signes de certains coefficients sont contre-intuitifs ; en outre, d'autres coefficients sont non significatifs. Ainsi :

- le coefficient du taux intrinsèque n'a pas le signe attendu ;
- les coefficients des taux d'intérêt à court et long termes ne sont plus significativement différents de zéro.

### Stabilité structurelle

Les précédentes estimations montrent que la spécification de base est très sensible à une modification de la taille de l'échantillon. D'après les méthodes conventionnelles (nombre de relations de cointégration, estimation récursive, stabilité de la dynamique de court terme, etc.), cette spécification serait peu stable au cours du temps.

Le nombre de relations de long terme obtenu en fonction des dates de début et de fin de période peut varier d'une à trois du fait du seul ajout d'une observation (cf. annexe A.4). Dans le cadre de l'analyse menée ici, si l'on sait interpréter économiquement deux relations de long terme (demande de monnaie et relation de Fisher), la mise en évidence d'une troisième relation structurelle rend l'exercice d'interprétation plus complexe.

En outre, l'examen graphique des estimations récursives des paramètres des relations de long terme permet de déterminer les éventuelles variations de ces paramètres (ou leur non-significativité) au cours du temps<sup>4</sup>. L'évolution temporelle des coefficients estimés (avec leur intervalle de confiance à 95 %) indique qu'ils sont loin d'être stables (cf. graphique 2) : on observe, notamment, leur forte variation entre 1999 et 2001. En outre, ces coefficients ont souvent le mauvais signe en fin de période<sup>5</sup>.

La stabilité des coefficients de long terme est liée à celle des coefficients de court terme. Il convient alors de tester également l'hypothèse de stabilité pour l'ensemble des coefficients de court terme. Pour cela, trois types de tests (tests de Chow récursifs) ont été mis en œuvre<sup>6</sup> : le premier détecte l'existence de points aberrants tandis que les deux autres sont plus appropriés à l'identification d'éventuelles ruptures structurelles.

### Estimation des relations de long terme (1987:1 – 2002:4)

Tableau 3 Équation de demande de monnaie

Variables	Coefficients
constante	1,467 (0,066)
$y_t$	1,000
$rown_t$	- 0,116 (0,069)
$rc_t$	- 0,046 (0,039)
$rl_t$	- 0,005 (0,016)

Tableau 4 Relation de Fisher

Variables	Coefficients
$rl_t$	0,373 (0,075)
constante	- 1 358 (1,169)

Test de restrictions (LR) :  $\text{Chi-deux}(9) = 24,435 [0,004]$

<sup>4</sup> Les résultats sont obtenus en estimant le modèle de manière récursive, en commençant avec un sous-échantillon comprenant les deux tiers des observations puis en l'étendant d'un trimestre à chaque fois.

<sup>5</sup> Des tests portant sur la validité de l'ensemble des restrictions imposées aux coefficients et fondées sur des a priori théoriques ont été également effectués. Globalement, on rejette ces restrictions (i.e. les coefficients peuvent prendre des valeurs non forcément conformes à celles imposées par la théorie). Les résultats détaillés des tests sont disponibles auprès des auteurs.

<sup>6</sup> Trois types de tests de Chow :

- le test « one step ahead » est un test de diagnostic de l'existence de points aberrants ;
- le test « breakpoint » permet de vérifier la présence de changements structurels des paramètres ;
- le test « predictive failure » permet de détecter une rupture liée à l'augmentation de la taille de l'échantillon. Les résultats détaillés relatifs aux tests sont disponibles auprès des auteurs.

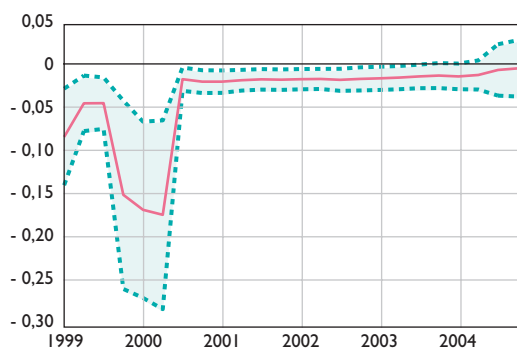
Le test permettant d'identifier les points aberrants en détecte deux. Les tests consacrés à la mise en évidence de ruptures structurelles révèlent une instabilité au

moins dans l'équation de demande de monnaie. Globalement, ces résultats conduisent au rejet de l'hypothèse de stabilité de la dynamique de court terme.

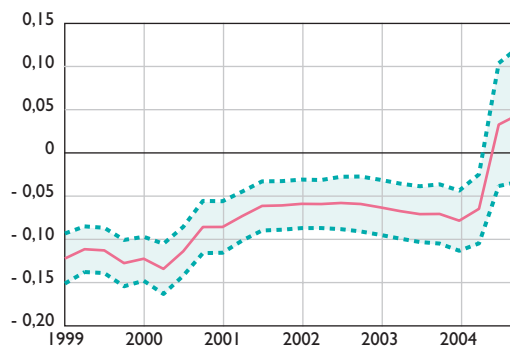
**Graphique 2 Estimation récursive des coefficients de long terme**

(intervalles de confiance à 95 %)

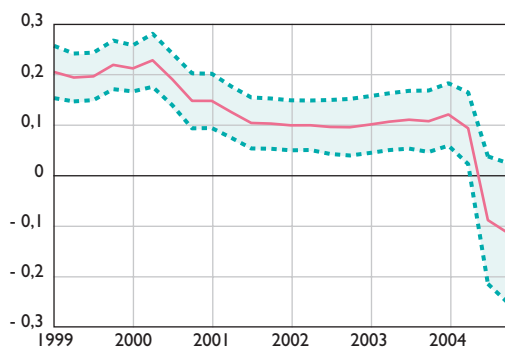
**Demande de monnaie**



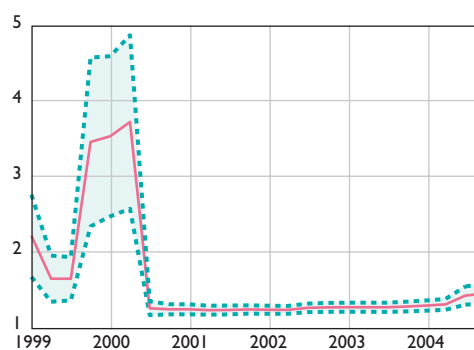
— Taux d'intérêt à long terme  
 - - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types



— Taux d'intérêt à court terme  
 - - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

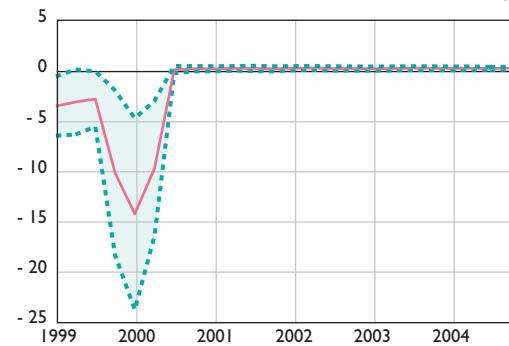


— Taux intrinsèque  
 - - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

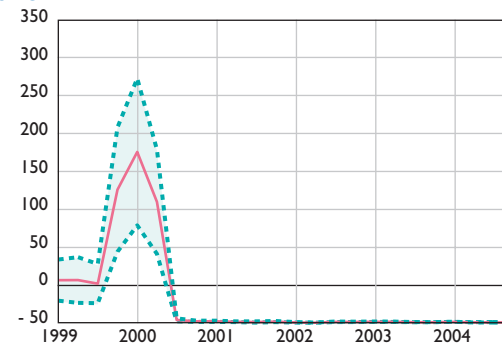


— Constante  
 - - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

**Relation de Fisher**



— Taux d'intérêt à long terme  
 - - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types



— Constante  
 - - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

## Encaisses monétaires hors contrepartie extérieure

Pour vérifier si l'instabilité du système associé à l'équation de base d'encaisses réelles est due à la contrepartie extérieure, on peut procéder de deux manières : étudier la stabilité des paramètres de l'équation de base en retenant comme variable expliquée les encaisses monétaires hors contrepartie extérieure ; analyser l'évolution du nombre des relations de long terme en fonction du nombre des observations. En effet, si les encaisses monétaires nettes de la contrepartie extérieure étaient mieux décrites par le modèle de base, le nombre de relations d'équilibre devrait se stabiliser pour converger vers une valeur donnée. On noterait ainsi la disparition des nombres extrêmes (1, 4, 5) quelles que soient les dates de début ou de fin de l'échantillon. Notons que ces deux approches conduisent, généralement, aux mêmes conclusions. C'est la raison pour laquelle nous avons opté pour la solution la plus simple : étudier l'effet de la contrepartie extérieure de M3 via son influence sur le nombre de relations d'équilibre (cf. tableau 5). On observe une variation non négligeable du nombre de relations de long terme. De ce point de vue, les relations obtenues avec les encaisses monétaires nettes de la contrepartie extérieure apparaissent aussi « instables », voire plus, (en termes de quantité de relations structurelles) que celles correspondant à l'ensemble de l'agrégat (cf. annexe A.4). De ce fait, remplacer les encaisses monétaires totales par l'agrégat

monétaire hors contrepartie extérieure ne permet pas de résoudre le problème de robustesse ou de stabilité de l'équation traditionnelle de demande de monnaie. Bien qu'intéressante, l'idée consistant à isoler l'effet de la contrepartie extérieure n'a pas résisté aux critères statistiques traditionnels de validation ; cette piste se révèle donc infructueuse.

## 3 | 2 Spécification augmentée des prix des actifs

### Estimation et stabilité structurelle

Le nouveau modèle incluant les prix des actifs financiers (équation 2) est estimé sur la période 1982 :1-2004 :4. Le test de la trace (cf. annexe A.5) indique la présence de deux relations d'équilibre qui peuvent toujours être interprétées comme une équation de demande de monnaie et une relation de Fisher<sup>7</sup>. L'élasticité unitaire du revenu à la demande de monnaie est toujours parfaitement acceptée par le test du ratio de vraisemblance, au seuil de 5 %. Les coefficients du taux court et du taux intrinsèque étant de même ampleur (en valeur absolue), nous avons imposé l'hypothèse de leur égalité ; cette contrainte est également acceptée par le test précédent. Elle permet d'introduire dans la demande de monnaie l'écart entre le taux court et le taux intrinsèque (à la place du taux d'intérêt de court

Tableau 5 Nombres  $r1/r2$  de relations de cointégration (au seuil de 5 %) (a)

Dates de début d'échantillon	Dates de fin d'échantillon					
	2002:1	2002:4	2003:1	2003:4	2004:1	2004:4
1985:1	2/1	2/2	2/2	2/2	2/1	2/1
1985:4	2/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2
1986:1	2/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2
1986:4	2/2	4/2	4/2	4/2	4/1	5/1
1987:1	2/2	4/2	4/2	4/2	4/1	4/1
1987:4	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2
1988:1	1/1	1/1	1/1	2/1	2/1	2/1
1988:4	3/1	4/2	4/2	4/2	4/2	4/2
1989:1	4/1	4/2	4/2	4/4	4/4	4/4
1989:4	3/1	4/3	4/1	4/1	4/3	4/2

(a)  $r1/r2$  :  $r1$  représente le nombre de relations obtenu par le test de la trace et  $r2$  le nombre de relations obtenu par le test de la plus grande valeur propre.

<sup>7</sup> Tout comme dans l'étude de la BCE (Bruggeman et al., 2003), il est possible de faire ressortir une équation du taux intrinsèque de M3, désignée par ces auteurs comme une relation de « pricing ». Cette relation n'ayant cependant pas de fondement microéconomique, nous avons préféré ne pas la retenir ici. Par ailleurs, dans notre estimation, la plupart des coefficients de cette équation n'étaient pas significatifs.

terme et du taux intrinsèque. En outre, l'ensemble des contraintes du système des équations du modèle est accepté autour de 50 %, niveau se situant dans la partie haute de la zone de non-rejet de ce type de tests.

Ainsi, dans l'équation de demande de monnaie (cf. tableau 6), tous les coefficients sont significatifs, en particulier, celui du prix des actifs dont la semi-élasticité est la plus élevée.

Pour résumer les résultats obtenus en les rapprochant de ceux de 2003, on observe que : le coefficient associé aux taux courts a baissé au profit de celui du taux long ; la pente de la relation de Fisher (coefficient du taux long) est quasi stable (cf. tableau 7) ; un effet de substitution (coefficient significativement négatif des prix des actifs) est apparu via la présence des rendements boursiers européens dans l'équation de long terme de la demande de monnaie (cf. tableau 6).

L'existence de cet effet de substitution, qui demande à être confirmée entre autres par des estimations incluant des observations ultérieures, conduirait aux remarques suivantes :

- toutes choses égales par ailleurs (ici à production et prix constants), en se fondant sur l'équation quantitative de la monnaie, une baisse du rendement boursier entraînerait une augmentation de l'encaisse réelle et un recul de la vitesse de circulation de la monnaie ;
- l'évolution des marchés d'actions serait ainsi un facteur explicatif non négligeable de la dynamique de M3 dans la zone euro.

L'examen de la stabilité du système par l'intermédiaire du nombre de relations de cointégration (cf. tableau 8) montre une prédominance de la présence de deux relations d'équilibre. Les résultats obtenus ici

#### Estimation des relations de long terme incluant un prix d'actifs (1987 :1 - 2004 :4)

Tableau 6 Équation de demande de monnaie

Variables	Coefficients
constante	1,578 (0,069)
$y_t$	1,000
$rct_t - rown_t$	- 0,014 (0,008)
$rl_t$	- 0,037 (0,009)
$prix_t^{eurostacc}$	- 0,048 (0,012)

Tableau 7 Relation de Fisher

Variables	Coefficients
constante	- 3,286 (1,638)
$rl_t$	0,405 (0,175)

Test de restrictions (LR) : Chi-deux(10) = 9,481 [0,487]

Tableau 8 Nombres  $r1/r2$  de relations de cointégration (au seuil de 5 %) (a)

Dates de début d'échantillon	Dates de fin d'échantillon					
	2002 :1	2002 :4	2003 :1	2003 :4	2004 :1	2004 :4
1981:1	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1
1981:4	2/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2
1982:1	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1	2/1
1982:4	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1
1985:1	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2
1985:4	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2
1986:1	2/2	2/2	3/2	2/2	2/2	2/2
1986:4	2/2	3/2	3/2	2/2	2/2	2/2
1987:1	3/2	3/2	3/3	3/2	3/2	3/2

(a)  $r1/r2$  :  $r1$  représente le nombre de relations obtenu par le test de la trace et  $r2$  le nombre de relations obtenu par le test de la plus grande valeur propre.

sont comparables à ceux du modèle de base. Toutefois, ils semblent plus cohérents au sens où le nombre de relations de long terme est plus homogène.

L'estimation récursive des coefficients des relations d'équilibre conduit à des résultats modérément satisfaisants (cf. graphique 3) : certains paramètres (prix des actifs et pente de la relation de Fisher) varient de manière très graduelle tandis que d'autres (*spread* de taux ou taux long) affichent une plus grande volatilité. Ces résultats incitent à la prudence dans l'utilisation de ces équations qui devront faire l'objet d'une réestimation périodique.

Toutefois, les tests complémentaires n'indiquent pas de problème d'instabilité. En particulier, on accepte l'hypothèse de stabilité de la dynamique de court terme. En outre, malgré la présence de quelques points aberrants (au premier trimestre 2001 et deuxième trimestre 2004 pour l'équation de demande de monnaie), globalement, les tests de rupture (Chow récursifs) confirment l'hypothèse de stabilité.

### Simulations

Les vecteurs de cointégration contraints (cf. cadrans 1 et 2 du graphique 4) indiquent les écarts plus ou moins marqués des variables endogènes observées (encaisses réelles et taux d'inflation) par rapport à leurs niveaux d'équilibre. Les simulations dynamiques du modèle de long terme (cf. cadrans 3 et 4 du graphique 4) montrent que les valeurs simulées et observées de M3 sont en phase. En revanche, le modèle surestime légèrement l'inflation entre 1995 et 2000 et la sous-estime entre 2000 et 2004.

Les simulations dynamiques du modèle de court terme des variables en niveau fournissent des résultats globalement satisfaisants (cf. graphique 5). En effet, outre le fait que les variables simulées affichent les mêmes profils que les variables observées, on ne note pas d'écart marqué entre les valeurs observées et simulées des agrégats.

## 4 | Étude comparative

De nombreux articles récents ont été consacrés à la prise en compte des actifs financiers dans l'analyse des fonctions de demande de monnaie. En effet, l'introduction des prix d'actifs pourrait stabiliser les relations d'équilibre. En zone euro, ces travaux ont visé à fournir une explication à la forte croissance de l'agrégat monétaire M3 depuis l'année 2001. Le climat d'incertitude et la tendance à la baisse affichée par les marchés financiers auraient pu pousser les agents à réallouer leurs portefeuilles en faveur d'instruments de placement recensés dans M3 dans l'attente d'une conjoncture plus favorable. Le tableau 7 synthétise les résultats harmonisés issus des principaux travaux prenant en compte des actifs financiers dans la demande de monnaie de la zone euro.

Selon Kontolemis (2002), l'introduction d'un prix d'actif (moyenne du DAX et du CAC 50) améliore la relation de court terme sans que la stabilité de la relation d'équilibre en soit affectée<sup>8</sup>. Or, le CAC 50, qui incorpore les cinquante premières valeurs technologiques hors celles du CAC 40, affiche des variations de forte amplitude et peut être assimilé à une variable muette. Le pouvoir explicatif de cette variable est en réalité très faible.

Dans la relation monétaire de long terme mise en exergue par Bruggeman *et al.* (2003), l'influence des actifs financiers n'est pas significative. Toutefois, ils auraient un certain pouvoir prédictif à court terme<sup>9</sup>. Ainsi, selon ces auteurs, la prise en compte des actifs ne serait pas primordiale, notamment dans la stabilisation de l'équation de demande de monnaie<sup>10</sup>.

Ces études mettent en avant le rôle transitoire des marchés financiers dans l'analyse de l'agrégat monétaire. Cependant, deux études récentes (Boone *et al.*, 2004, Carstensen, 2004) délivrent des conclusions plus tranchées :

- Boone *et al.* (2004) concluent à la stabilité de la relation de cointégration reliant les encaisses monétaires à ses déterminants usuels et à une variable de richesse des ménages<sup>11</sup> ;

<sup>8</sup> De façon similaire, Cassola et Morana (2002) expliquent que la dynamique de l'agrégat M3 en zone euro a été dominée entre 2001 et 2003 par des effets de préférence pour la liquidité traduisant des transferts transitoires de richesse des marchés financiers vers les actifs monétaires

<sup>9</sup> Bruggeman et al. ont également testé l'effet d'un indicateur de la volatilité (écart-type conditionnel d'un modèle GARCH estimé sur données hebdomadaires) dans l'équation de long terme. Celui-ci s'avère significatif mais de faible pouvoir explicatif.

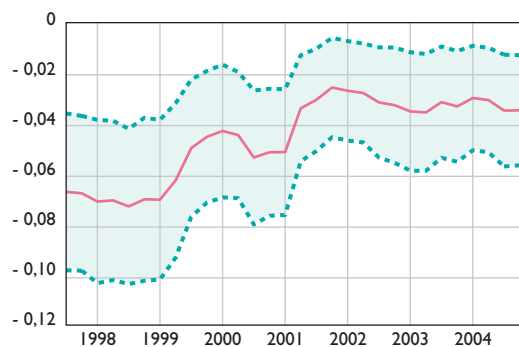
<sup>10</sup> Une seconde relation de cointégration apparaît. Elle correspondrait selon les auteurs à une équation de « pricing » du taux intrinsèque de M3 (cf. note 7).

<sup>11</sup> Ces auteurs utilisent un indice de richesse trimestrielle estimé comme une moyenne géométrique d'un cours boursier et d'un prix de l'immobilier. Or, la série de l'indice de prix de l'immobilier résulte d'une trimestrialisation de la série annuelle fournie par la Banque des Règlements Internationaux. Cette méthode ne nous a pas convaincu. Nous ne l'avons donc pas retenu ici.

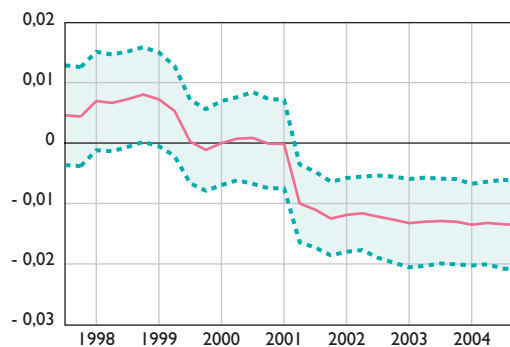
Graphique 3 Estimation réursive des coefficients de long terme

( intervalles de confiance à 95 % )

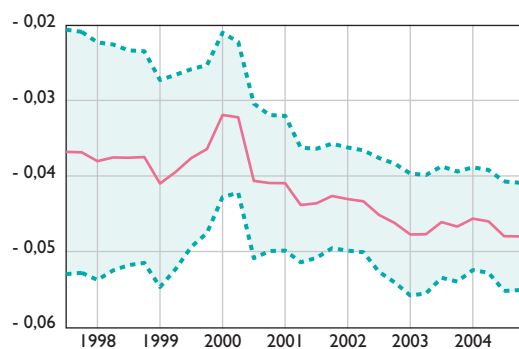
Demande de monnaie



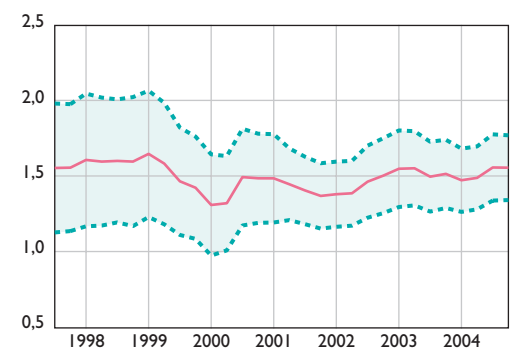
— Taux d'intérêt à long terme  
- - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types



— Écart entre taux court et taux intrasèque  
- - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

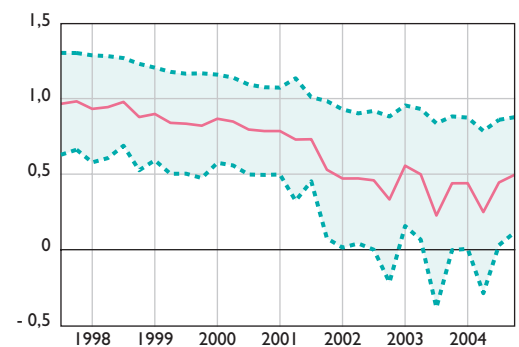


— Prix des actifs  
- - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

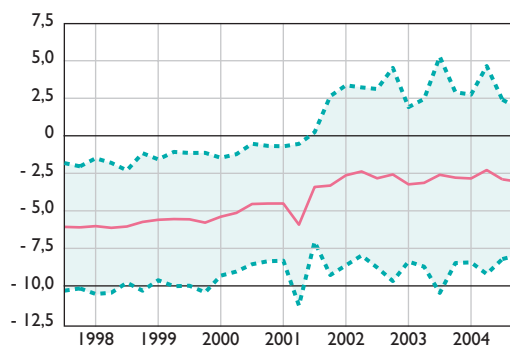


— Constante  
- - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types

Relation de Fisher



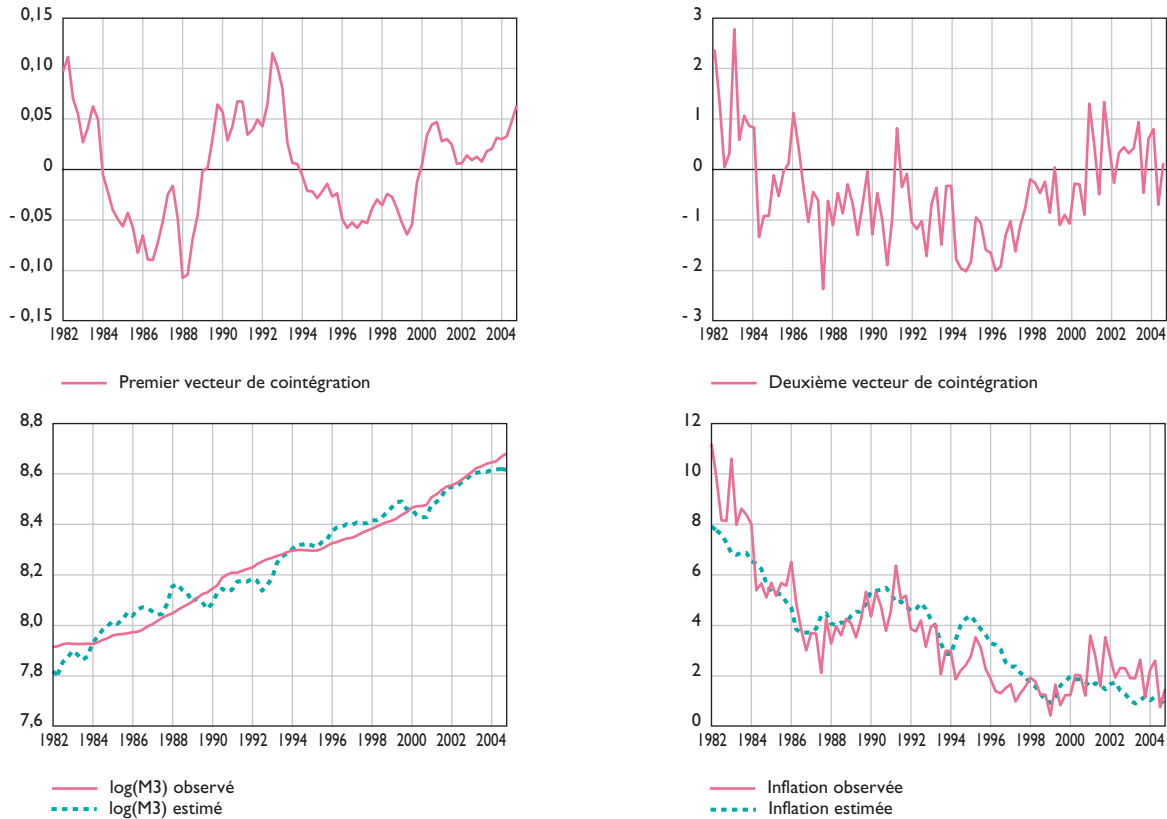
— Taux d'intérêt à long terme  
- - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types



— Constante  
- - - Coefficient estimé +/- 2 écarts types



Graphique 4 Simulations dynamiques des relations de long terme



Source :

• Carstensen (2004) conclut que l'écart du rendement des actions (dénote  $ra$ ) au taux intrinsèque ainsi que l'indice de la volatilité des marchés (dénote  $vol$ )<sup>12</sup> jouent un rôle crucial dans la stabilité d'une relation de demande de monnaie : l'évolution de M3 s'explique en partie par celle de ces deux variables ; en outre, à la différence de Boone *et al.*, Carstensen met en évidence un effet de substitution.

Il n'y a donc pas de véritable consensus sur les équations de base augmentées de prix d'actifs ; à cet égard, nos résultats se situent plutôt dans la lignée de ceux de la BCE et de l'OCDE, à ceci près que l'OCDE met en exergue un effet positif (*i.e.* une absence d'effet de substitution) du prix des actifs sur l'encaisse réelle.

## 5 | Écart d'encaisses réelles

Lorsque les résultats économétriques sont satisfaisants (tant du point de vue statistique qu'économique), l'équation des encaisses réelles offre un cadre rigoureux de mesure de l'écart d'encaisses réelles (*real money gap* - RMG). Dans ce cas, l'écart d'encaisses réelles est défini comme la différence des logarithmes du niveau observé et de celui de référence des encaisses réelles<sup>13</sup>.

Formellement, l'écart d'encaisses réelles s'écrit (en logarithme) :  $rmg_t = (m - p)_t - (m - p)_t^*$

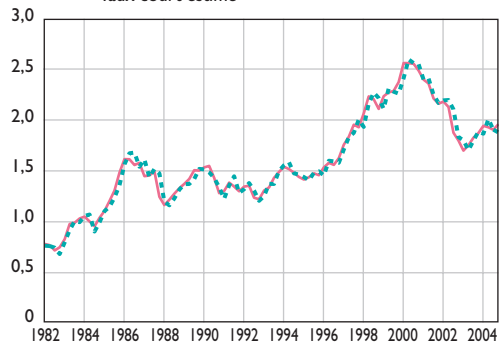
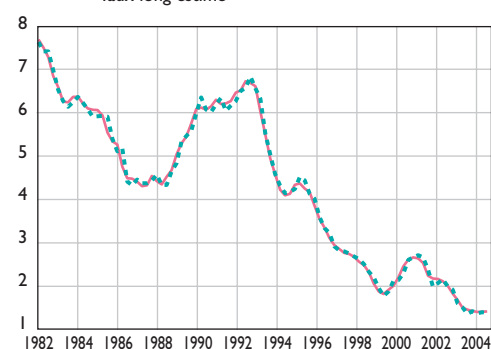
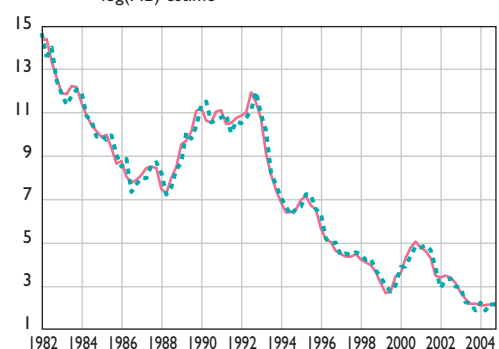
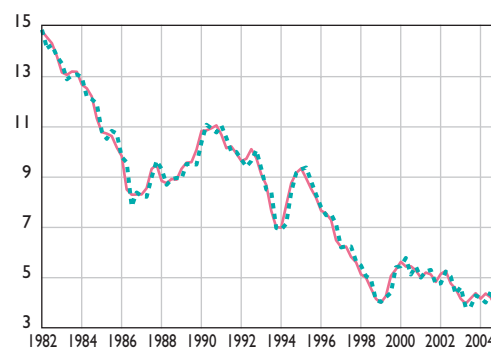
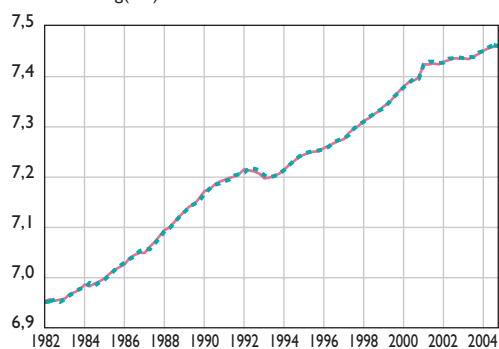
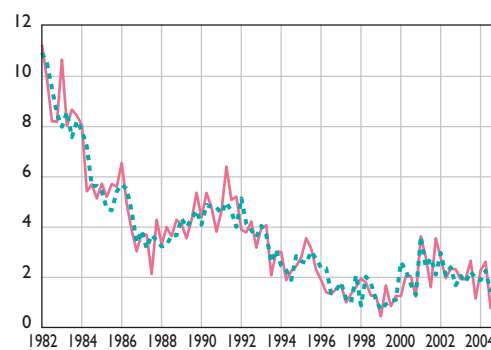
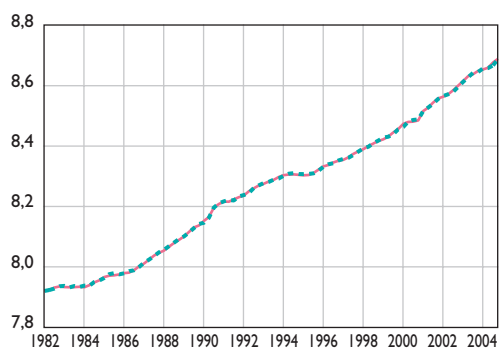
Le niveau d'équilibre (dans la pratique, plutôt celui de référence ou la tendance) des encaisses réelles est obtenu en remplaçant les valeurs courantes du

<sup>12</sup> L'indicateur de volatilité financière est la moyenne sur deux ans de la variance conditionnelle tirée d'un modèle GARCH.

<sup>13</sup> On retient le logarithme des encaisses réelles car leur équation est spécifiée sous une forme semi-logarithmique (linéaire).



Graphique 5 Simulations dynamiques de court terme



revenu, du taux intrinsèque et des coûts d'opportunité respectivement par leurs valeurs d'équilibre ou de référence dans l'équation de long terme des encaisses réelles. Le RMG peut alors se mettre sous la forme :

$$rmg_t = (m - p)_t - (\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_2 y_t^* + \hat{\gamma}_3 \pi_t^* + \hat{\gamma}_4 rlt_t^* + \hat{\gamma}_5 (rct_t^* - rown_t^*) + \hat{\gamma}_6 (prix_t^{eurostoxx^*}))$$

où la notation  $z_t^*$  désigne la valeur d'équilibre du logarithme de la variable  $z_t$

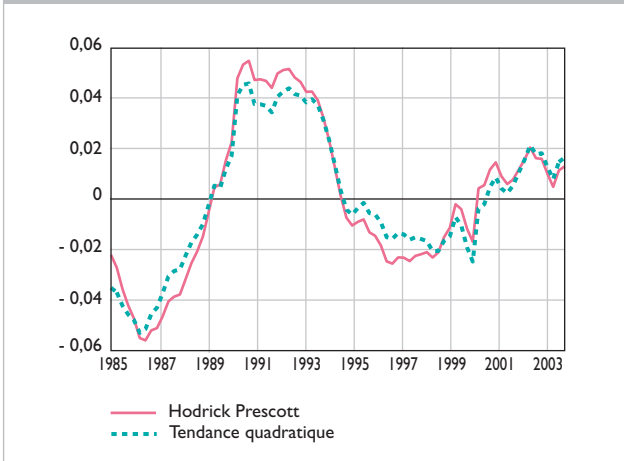
Les coefficients estimés sont tirés de la spécification de l'équation d'encaisses réelles avec un prix d'actifs financiers (cf. tableau 6). Plus précisément, l'expression générale du RMG prend la forme :

$$rmg_t = (m - p)_t - (1,578 + y_t^* - 0,037 rlt_t^* - 0,014 (rct_t^* - rown_t^*) - 0,048 prix_t^{eurostoxx^*})$$

Les valeurs d'équilibre des variables sont définies comme des tendances, calculées ici à l'aide d'un filtre d'Hodrick-Prescott ou d'une tendance quadratique.

Les résultats correspondant aux deux méthodes de lissage (cf. graphique 6) sont globalement comparables d'un point de vue tant qualitatif, qu'il convient de

Graphique 6 Écart d'encaisses réelles



privilégier compte tenu des incertitudes de mesure des valeurs d'équilibre des variables, que quantitatif. Des différences non significatives apparaissent ici et là mais les dates de retournement sont les mêmes et les diagnostics tirés des deux approches s'accordent sur l'existence depuis 2001 d'un excès de liquidité dans la zone euro. Celui-ci serait toutefois assez faible, au regard notamment de la situation qui prévalait entre 1991 et 1993.

Tableau 7 Équation de long terme de demande de monnaie et prix d'actif : principaux travaux pour la

Auteurs	Périodes	Nombre de relations de cointégration	y	rown	rct	rlt	rct-rown	ra-rown	vol	Prix actifs	cst
BMN	1971 :1 2003 :4	1	1		-0,007	-0,0044				0,268	19,87
BDW	1980 :4 2001 :4	2	1,39	1,04	-0,62					-0,001	
K	1980 :1 2001 :3	1	1		-0,046					-0,40	
C	1980 :1 2003 :2	1	1,25				-0,019	-0,0014	0,04		
<b>BdF</b>	<b>1981 :1 2004 :4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>			<b>-0,037</b>	<b>-0,014</b>			<b>-0,048</b>	<b>1,578</b>

NB : Tous les taux sont en pourcentage. Les variables de même nature sont exprimées dans une unité commune. On peut donc comparer directement les coefficients estimés dans les différentes études.

Sources : BMN : Boone, Mikol, Van den Noord (2004), BDW : Bruggeman, Donati, Warne (2003), K : Kontolemis (2002), C : Carstensen (2004) BdF : Banque de France (2005)

Les résultats confirment la forte sensibilité de l'équation de base de demande de monnaie. Celle-ci se manifeste surtout par une instabilité des paramètres et une variation plus ou moins forte du nombre des relations de long terme.

Le fait d'étudier l'encaisse réelle hors contrepartie extérieure ne permet pas de résoudre le problème d'instabilité de cette équation. En revanche, l'introduction d'un prix d'actif, le cours des actions européennes, paraît plus probante au sens où elle permet d'établir une relation un peu plus stable. En outre, c'est un effet de substitution (effet négatif du rendement boursier sur l'encaisse réelle) que révèlent nos estimations. De ce fait, à prix et production constants, une baisse du rendement boursier, par exemple, se traduirait par une hausse de l'encaisse et une contraction de la vitesse de circulation de la monnaie.

L'équation retenue ici en tenant compte du cours des actions peut être rapprochée de celles proposées récemment par la BCE et l'OCDE. Outre le fait que l'effet du prix d'actifs est significatif dans cette étude, l'effet de substitution révélé est assez conforme à l'intuition, alors que l'OCDE a mis en exergue un effet richesse mais pas de substitution, plus difficile à justifier.

Enfin, même s'il convient d'être prudent dans l'interprétation des résultats qui devraient être confirmés via des estimations ultérieures, l'écart d'encaisses réelles paraît positif depuis 2001. C'est donc un excès de liquidité modéré mais persistant qui prévaudrait dans la zone euro depuis cette date.

## Bibliographie

**Banque Centrale Européenne (2005)**

« Évolutions monétaires et financières », *Bulletin mensuel*, p. 15-22, juillet

**Banque de France (1999)**

« L'impact des opérations avec l'extérieur sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 69, p. 49-56

**Banque de France (2002)**

« L'élaboration de la balance des paiements et de la position extérieure de la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 107, p. 37-54

**Banque de France (2003)**

« Estimation d'une fonction de demande de monnaie pour la zone euro : une synthèse des résultats », *Bulletin de la Banque de France*, n° 111, p. 47-72

**Beyer (A.), Doornik (J.A.) et Hendry (D.F.) (2001)**

« Constructing historical euro-zone data », *The Economic Journal*, 111, F102-F121

**Boone (L.), Mikol (F.) et Van den Noord (P.) (2004)**

« Wealth effects on money demand in EMU: Econometric evidence », *Working Paper*, n° 411, OCDE

**Bruggeman (A.), Donati (P.) et Warne (A.) (2003)**

« Is the demand for euro area M3 stable? », *Working Paper*, n° 255, Banque Centrale Européenne

**Carstensen (K.) (2004)**

« Stock market downsizing and the stability of EMU money demand », *Manuscrit*, Kiel Institute for World Economics

**Cassola (N.) et Morana (C.) (2002)**

« Monetary policy and the stock market in the euro area », *Working Paper*, n° 119, Banque Centrale Européenne

**Fagan (G.), Henry (J.) and Mestre (R.) (2005)**

« An area-wide model (AWM) for the euro area », *Economic Modelling*, n° 22, p. 39-59

**Friedman (M.) (1988)**

« Money and the Stock Market », *Journal of Political Economy*, n° 96, p. 221-245

**Johansen (S.) (1988)**

« Statistical analysis of cointegrating vectors », *Journal of Economic Dynamics and Control*, n° 12, p. 231-254

**Johansen (S.) (1991)**

« Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models », *Econometrica*, n° 59, 1551-1580

**Kontolemis Z. (2002)**

« Money demand in the euro area: Where do we stand (today)? », *Working Paper*, n° 185, International Monetary Fund

## ANNEXE

## A.1 Propriétés statistiques des séries

Variabes	Ordres d'intégration	Statistiques de test
$m_t$	$I(1) + t$	4,554415 [ADF]
$y_t$	$I(1) + t$	5,116810 [ADF]
$rown_t$	$I(1)$	- 1,549583 [ADF]
$rct_t$	$I(1)$	- 1,710159 [ADF]
$rlt_t$	$I(1)$	- 1,466860 [ADF]
$\pi_t$	$I(0) + c$	- 2,013030 [ADF]
$prix_t^{eurostoxx}$	$I(1) + c$	0,418139 [ADF]

t = tendance ; c = constante

## A.2 Statistiques du test de la trace : spécification traditionnelle (1987 :1-2002 :1)

Valeurs propres	Statistiques de rapport de vraisemblance	Valeurs critiques à 5 %	Nombres de relations de cointégration
0,594	137,357	103,847	Aucune (a)
0,384	82,347	76,973	Au plus 1 (a)
0,318	52,777	54,079	Au plus 2
0,187	29,441	35,193	Au plus 3
0,159	16,797	20,262	Au plus 4
0,097	6,251	9,165	Au plus 5

(a) Rejet de l'hypothèse au seuil de 5 %

## A.3 Statistiques du test de la trace : spécification traditionnelle (1987 :1-2004 :4)

Valeurs propres	Statistiques de rapport de vraisemblance	Valeurs critiques à 5 %	Nombres de relations de cointégration
0,577	140,667	103,847	Aucune (a)
0,340	78,678	76,973	Au plus 1 (a)
0,250	48,697	54,079	Au plus 2
0,188	27,973	35,193	Au plus 3
0,139	13,010	20,262	Au plus 4
0,030	2,220	9,165	Au plus 5

(a) Rejet de l'hypothèse au seuil de 5 %

## A.4 Nombres r1/r2 de relations de cointégration (au seuil de 5%)(a)

Dates de début d'échantillon	Dates de fin d'échantillon					
	2002:1	2002:4	2003:1	2003:4	2004:1	2004:4
1985:1	2/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1
1985:4	3/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1
1986:1	3/1	1/1	1/1	1/1	1/1	1/1
1986:4	3/1	2/1	2/1	2/1	2/1	3/1
1987:1	2/1	2/1	1/1	1/1	1/1	2/1
1987:4	3/2	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2
1988:1	3/3	2/2	2/2	2/2	2/2	2/2
1988:4	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2
1989:1	3/3	3/2	3/2	3/2	3/2	3/2
1989:4	3/2	3/2	3/2	3/2	2/2	3/2

(a) r1/r2 : r1 représente le nombre de relations obtenu par le test de la trace et r2 le nombre de relations obtenu par le test de la plus grande valeur propre.

## A.5 Statistiques du test de la trace : nouvelle spécification (1982 :1-2004 :4)

Valeurs propres	Statistiques de rapport de vraisemblance	Valeurs critiques à 5 %	Nombres de relations de cointégration
0,542	70,429	53,188	Aucune (a)
0,329	47,812	47,079	Au plus 1 (a)
0,274	37,826	40,957	Au plus 2
0,223	31,212	34,806	Au plus 3
0,172	18,577	28,588	Au plus 4
0,099	12,723	22,299	Au plus 5
0,054	8,094	15,892	Au plus 6

(a) Rejet de l'hypothèse au seuil de 5 %



# Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne

**Sopanha SA**

Service des Relations monétaires internationales

**Philippe BONZOM**

Direction des Relations internationales et européennes

**Marc-Olivier STRAUSS-KAHN**

Direction générale des Études et des Relations internationales

*L'Union européenne constitue, de loin, l'exemple d'intégration régionale le plus avancé et fait donc souvent figure de référence pour les autres régions du monde. Pour son intégration, l'Europe a adopté une double approche, combinant à la fois élargissement (choix des partenaires) et approfondissement (choix d'initiatives communes). Toutefois, il n'existe pas de modèle unique d'intégration régionale et d'autres régions du monde ont développé des approches différentes.*

*Le présent article s'intéresse plus particulièrement aux expériences de l'Europe et de l'Asie. Il rappelle qu'en Asie, le processus d'intégration régionale a résulté de l'exploitation des complémentarités entre les productions nationales. En Europe, la dynamique d'intégration régionale a également été impulsée par les forces de marchés, sur la base de la substituabilité des consommations, mais elle a été parallèlement renforcée par des initiatives politiques et institutionnelles. L'intégration régionale en Europe a résulté, d'une part, d'un lien dynamique interactif (et non d'une simple relation de causalité) entre les dimensions économique et institutionnelle et, d'autre part, d'un processus endogène.*

*Cette étude montre que l'expérience européenne peut fournir un éclairage utile sur les stratégies d'intégration régionale. Par exemple, certaines conditions peuvent être nécessaires pour contribuer à renforcer le lien réciproque entre marchés et institutions. Un noyau dur de pays fondateurs (ou un pays ancre) peut servir de catalyseur au processus d'intégration régionale. Des niveaux de développement économique relativement similaires et des cycles d'activité synchronisés peuvent faciliter le processus. Les degrés de proximité géographique, politique et culturelle peuvent également jouer un rôle important.*

*Cet article conclut sur quelques enseignements de l'expérience européenne susceptibles d'intéresser l'Asie. Tout d'abord, le renforcement des institutions et mécanismes régionaux pourrait permettre d'accélérer le processus d'intégration régionale. Deuxièmement, des différences relativement significatives dans les niveaux de développement économique en Asie pourraient nécessiter la mise en place de certaines formes de transferts intra-régionaux afin d'assurer le soutien de l'ensemble des pays membres aux initiatives d'intégration régionale. Enfin, certaines étapes clés du processus pourraient être facilitées si était pris en compte le principe de « proximité », c'est-à-dire un rôle important et un fort engagement des institutions nationales dans la mise en œuvre des politiques communes.*

Mots clés : intégration régionale, intégration économique, Union européenne, zone euro, Asean, Mercosur, Nafta, zone franc, commerce intra-régional, institutions, marchés, Pacte de stabilité et de croissance, Eurosysteme  
Code de référencement JEL : F15-F13

NB : Cet article est fondé, notamment, sur la présentation faite par la Banque de France au cours d'un séminaire du G 20 sur « L'intégration économique régionale dans un contexte de globalisation », dont les débats sont résumés dans un ouvrage publié par la Banque populaire de Chine et la Banque centrale européenne en mai 2005 (cf. bibliographie). Les auteurs ont bénéficié des données et commentaires fournis par les autres services de la Banque de France en charge des questions relatives à l'intégration régionale.

Le processus d'intégration européenne, qui a maintenant plus de cinquante ans, peut certainement être considéré comme le plus avancé au regard des autres initiatives régionales plus récentes. L'expérience européenne est largement fondée sur des progrès réalisés, en parallèle, dans la mise en place d'un cadre institutionnel et dans l'intégration des marchés. Ces dernières années, d'autres régions du monde, telles que l'Asie, l'Amérique latine et l'Afrique, se sont engagées dans des projets d'intégration régionale, mais leurs cadres institutionnels relativement limités n'ont pas conduit à un degré d'intégration économique aussi poussé qu'en Europe.

Si l'intégration économique peut être mesurée par des variables tant réelles (échanges de biens et services, mobilité des travailleurs) que financières (convergence des prix et des taux d'intérêt), l'intégration institutionnelle ne peut être appréciée que de manière qualitative. À cette fin, la présente étude utilise une définition large du terme « institutions », qui recouvre non seulement des organisations formelles et officielles, comme celles qui existent dans l'Union européenne (UE), mais qui inclut également des normes, règles et procédures qui peuvent aussi exister dans l'UE, ou des processus de décision et instances consultatives, à l'image de ce qui a été mis en place en Asie. Quels que soient les déterminants de l'intégration régionale (marchés ou institutions), une forte volonté politique des autorités et un large soutien du public sont essentiels pour assurer l'engagement des pays participants dans le processus.

Cet article étudie les dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale. Il décrit, tout d'abord, les différents processus d'intégration régionale en Asie et en Europe. Il analyse, ensuite, le lien réciproque entre intégration économique et intégration institutionnelle, ainsi que la nature endogène du processus d'intégration. Enfin, il examine l'expérience européenne et s'attache à déterminer dans quelle mesure l'UE peut servir de référence pour d'autres régions, en particulier l'Asie, souhaitant emprunter la voie de l'intégration.

## I | Quelle est la part des forces de marché et des initiatives institutionnelles ?

Cette section, qui s'appuie principalement sur les expériences de l'Asie et de l'Europe, examine le rôle des marchés (1|1) et des États ou institutions (1|2) dans le processus d'intégration régionale. Elle montre que, dans ces deux régions, l'intégration régionale a été impulsée par des considérations de marché, mais que, en Europe, des institutions régionales soutenues par une forte volonté politique ont facilité le processus.

### I | I Quel rôle jouent les marchés ?

#### Complémentarité des productions : l'expérience asiatique

L'expérience asiatique montre comment des considérations de marché peuvent impulser un processus d'intégration régionale. En Asie, l'intégration économique a résulté de réseaux de production et d'échanges commerciaux entre opérateurs privés de marché. À l'origine de ce processus, dans les années quatre-vingt, le modèle économique de développement asiatique dit du vol des oies sauvages (*“flying geese”*) a joué un rôle clé : confrontées à la hausse des coûts au Japon, les entreprises japonaises ont transféré leur production vers les nouvelles économies industrialisées (NEI) : Hong Kong, la Corée du Sud, Singapour et Taiwan. Par la suite, avec le rattrapage à l'œuvre dans les NEI, la production a été délocalisée vers les quatre Dragons : Thaïlande, Malaisie, Indonésie et Philippines.

Le modèle asiatique du vol des oies sauvages a façonné l'organisation d'un réseau de production régional résultant des activités transfrontières des entreprises japonaises, qui ont su tirer profit des différences d'avantages comparatifs entre les pays de la région. Les complémentarités des processus de production ont eu tendance à favoriser les investissements directs étrangers (IDE) verticaux. Une telle organisation apparaît dès lors que les entreprises transnationales fragmentent leur processus de production au niveau régional (ou au niveau mondial). En conséquence, le commerce intra-régional en Asie a longtemps été



essentiellement constitué d'échanges *inter-branches* entre pays dissemblables. Toutefois, depuis le milieu des années quatre vingt, le processus de rattrapage économique au sein de la région a permis de développer les échanges *intra-branches* de biens intermédiaires : par exemple, textiles et matériel électronique.

La stratégie déployée par les sociétés japonaises transnationales a favorisé le modèle de développement économique de promotion des exportations des pays d'Asie (les NEI et les quatre Dragons). L'Amérique latine et l'Afrique ont adopté des modèles de développement fondamentalement différents. En Afrique, des marchés domestiques de taille limitée et des dotations factorielles similaires (matières premières et main-d'œuvre) ont empêché les spécialisations industrielles de se développer et ont donc restreint les échanges intra-régionaux. L'expérience des pays d'Amérique latine, après la seconde guerre mondiale, montre qu'une industrialisation orientée vers la substitution aux importations entrave le développement du commerce intra-régional (et mondial).

### Substituabilité des consommations : le cas européen

En Europe, la relative homogénéité des niveaux de développement économique et la similarité des stades de production favorisent la substitution entre biens de consommation. Par conséquent, le commerce intra-régional repose sur des échanges *intra-branches* de produits finis (par exemple : appareils électroménagers et matériel de transport). Dans le passé, les entreprises européennes, contrairement aux entreprises japonaises, ont installé leurs sites de production dans des pays voisins en ayant recours à des IDE horizontaux pour accroître leur part de marché et contourner les barrières commerciales. Leur objectif consistait ainsi davantage à développer leurs marchés qu'à réduire leurs coûts de production.

La littérature récente (Aizenman et Marion, 2001) confirme que plus la spécialisation *inter-branches* (ou verticalement différenciée) est poussée, moins la sensibilité des secteurs industriels aux fluctuations de change est forte. Dans un processus de production vertical (comme, par exemple, en Asie), la substituabilité limitée des différents stades de production conduit à une structure « rigide » de la production. Par conséquent, il est peu probable qu'une

volatilité des taux de change ait une forte incidence sur le processus de production. En Europe, le processus de production étant horizontal, la similarité des activités de production dans les différents pays permet une certaine flexibilité. Dès lors, une forte fluctuation des taux de change est susceptible d'entraîner une délocalisation des stades de production vers les pays les plus compétitifs. La volatilité des taux de change inciterait également les consommateurs à procéder à des substitutions entre biens de consommation, en délaissant le produit d'un pays pour se reporter sur un produit analogue provenant d'un autre pays. Par conséquent, le degré plus élevé de sensibilité de la production et de la consommation aux évolutions de change en Europe a rendu d'autant plus nécessaire la stabilité des taux de change, puis l'adoption d'une monnaie unique.

### Une première étape : les accords de libre-échange et le mode intergouvernemental

En Asie, le processus d'intégration régionale impulsé par les forces de marché repose sur des accords commerciaux régionaux (ACR) dits accords de libre-échange, régis selon le mode intergouvernemental. Ce dernier est une méthode de prise de décision en vertu de laquelle les pays membres ne renoncent pas à leur souveraineté et conservent un droit de veto sur l'application des accords régionaux. Les pays membres se réunissent régulièrement, mais peu fréquemment, au niveau ministériel pour discuter de questions d'intérêt commun, sans toutefois être contraints par des règles communes. Trois principes caractérisent cette approche : le caractère consensuel des prises de décisions, la non-ingérence dans les affaires nationales et la prise en considération des besoins spécifiques des pays membres (Nye, 1971 ; Moravcsik, 1995, 1991).

Une compilation du nombre de réunions tenues en 2004 au niveau des chefs d'État et de gouvernement, des ministres et des gouverneurs de banques centrales (tableau 1) montre que les représentants des pays membres de l'UE, qui ont été bien au-delà des accords de libre-échange et de l'intergouvernemental, se réunissent au moins trois fois plus que leurs homologues asiatiques. Ce constat confirme que le processus d'intégration régionale en Europe est beaucoup plus large, en termes de politiques concernées, qu'en Asie, notamment.

Les ACR constituent la forme la moins avancée d'intégration régionale parmi les cinq étapes successives recensées par Balassa dans son article de référence (1961), à savoir : zone de libre échange, union douanière, marché commun, union économique et union politique. Dans le cadre de tels ACR, les pays membres mettent en œuvre des politiques commerciales « discriminatoires » en supprimant les droits de douane et les quotas au sein de la zone. En Asie, la zone de libre-échange de l'Asean (Afta), créée en 1992, devrait être achevée en 2007. En Amérique latine, ainsi que dans le cadre de l'Alena (qui peut être considéré comme un accord « Nord-Sud » entre économies avancées et un pays émergent), les pays membres adoptent, vis-à-vis du processus d'intégration régionale, une forme de collaboration comparable à celle des pays asiatiques. L'Alena, créé en 1994, devrait être pleinement effectif en 2008-2010. Le succès remporté par les ACR en Europe, en Amérique latine et du Nord et en Asie reflète les avantages d'un renforcement de l'intégration régionale pour les pays partenaires. Le regain d'intérêt porté, ces dernières années, aux ACR a constitué une réaction face à l'émergence de risques économiques et financiers liés à la mondialisation. Ces accords tendent également à se généraliser à l'ensemble des régions, en raison, entre autres, des difficultés rencontrées par l'Organisation mondiale du commerce (OMC) pour promouvoir la libéralisation des échanges au niveau mondial.

Le recours aux ACR en tant que première étape de l'intégration économique régionale présente

deux caractéristiques intéressantes. Premièrement, l'intégration économique régionale concerne des pays proches géographiquement, ce qui confirme les théories développées en économie spatiale : selon les modèles de gravité (Frankel, 1997 ; Soloaga et Winters, 1999), plus la taille des économies des partenaires commerciaux est grande et plus la distance géographique qui les sépare est faible, plus le volume d'échanges commerciaux sera important. Deuxièmement, en Europe, en Asie et en Amérique latine, les initiatives en matière d'intégration régionale ont reposé, au départ, sur les échanges de biens. Le processus a ensuite été étendu aux échanges de services et de flux financiers : investissements directs étrangers et investissements de portefeuille. Le processus régional évolue des échanges les plus tangibles vers les moins tangibles : des biens vers les flux financiers. Dans ce contexte, les autorités nationales ont également de plus en plus de difficultés à contrôler les activités transfrontières des acteurs privés et tendent à vouloir recouvrer une souveraineté (collective) au niveau régional.

Toutefois, ces ACR peuvent rencontrer certaines limites. Premièrement, ils peuvent, d'eux-mêmes, échouer car ils n'envisagent pas directement la possibilité de tensions politiques et d'un manque de confiance entre pays membres. Deuxièmement, des institutions faibles et l'absence de mécanismes adéquats de mise en application de ces accords limitent, en pratique, leur portée. En fait, les progrès sont partiellement déterminés par le rythme du plus faible (et/ou du plus lent) des pays membres dans la mise en œuvre des initiatives communes. La crise asiatique de 1997 a montré les limites de ce mode flexible d'intégration régionale et a mis en évidence le manque de coordination entre les pays de la région en matière de défense des monnaies nationales.

Tableau I Nombre de réunions régionales en 2004

Région (a)	Chefs d'État et de gouvernement	Ministres	Gouverneurs de banque centrale
UMEOA	1	11	4
CEMAC	2	7	4
UE (1997) (b)	3	80	10
UE (2004)	5	76	28
ANSEA	3	28 (c)	1
ALENA	0	2	0
MERCOSUR	2	16 (d)	2

(a) Cf. le glossaire des termes régionaux et sigles en annexe 1

(b) Les chiffres de 1997 sont également mentionnés pour indiquer la fréquence des réunions avant la mise en place de l'euro.

(c) Inclut les retraites des ministres.

(d) Estimation sur la base du nombre de réunions tenues au cours du premier semestre 2005

Sources : Secrétariats des différentes organisations régionales

## I | 2 Quel rôle jouent les États et les institutions ?

### La dynamique politique

Il convient d'admettre que l'expérience européenne pourrait sembler contredire les théories relatives à l'intégration régionale, selon lesquelles la symétrie des chocs macroéconomiques potentiels, les complémentarités entre spécialisations industrielles et la flexibilité du marché du travail constituent des

conditions préalables et indispensables pour garantir une intégration régionale soutenable (Mundell, 1961). Ces conditions n'étaient que partiellement remplies par les membres fondateurs du projet européen. Toutefois, ces obstacles initiaux ont pu être surmontés grâce, notamment, à une volonté politique très affirmée et à des accords institutionnels adaptés. En revanche, au sein d'autres cadres régionaux plus récents (Ansea, Alena), cet engagement politique est manifestement moins présent et le cadre institutionnel y est moins développé, du moins au début du processus d'intégration.

Le projet européen d'intégration régionale est issu d'un contexte politique et économique particulier. Au lendemain de la seconde guerre mondiale, la France et l'Allemagne avaient un double objectif : prévenir la répétition des conflits armés antérieurs et organiser la coopération dans des secteurs économiques essentiels, tels que le charbon et l'acier, l'agriculture et le commerce. Au cours des années soixante, le projet européen était également perçu comme une réponse à l'hégémonie américaine et à l'influence croissante de l'Union soviétique. L'existence d'objectifs communs, soutenus par une forte volonté politique, avec deux de ses principaux membres fondateurs (la France et l'Allemagne) comme moteurs, a été essentielle pour garantir les progrès du processus d'intégration. Par conséquent, l'UE dispose de davantage d'institutions supranationales<sup>1</sup> et de politiques communes que tout autre cadre régional. En revanche, l'objectif premier de l'Ansea, créée en 1967, consistait à surmonter l'isolement mutuel après l'époque coloniale et à construire une identité asiatique avec des objectifs de sécurité communs. L'idée d'une intégration économique régionale n'est apparue qu'ultérieurement, avec le Plan d'action adopté à l'issue du Sommet de Hanoï, en 1998.

## De l'intergouvernemental au supranational

Parallèlement au mode de gouvernance intergouvernemental, l'Europe (et, dans une certaine mesure, la zone franc) a adopté le mode supranational, processus de prise de décision en vertu duquel les États membres acceptent de transférer et de partager une partie de leur souveraineté.

Ce mode supranational est plus contraignant que l'intergouvernemental, dans la mesure où les pays membres s'engagent à respecter les règles communes qui ont été adoptées (Stone Sweet et Sandholtz, 1998). Dans un cadre intergouvernemental, les décisions sont prises à l'unanimité alors que, dans un cadre supranational, elles font l'objet d'un vote à la majorité qualifiée. Les pays s'accordent sur des calendriers ambitieux, mais réalisables, pour la mise en œuvre de politiques communes et la création d'institutions régionales. La mise en place d'institutions peut être considérée comme un facteur facilitant le processus d'intégration, mais ne peut, à elle seule, garantir son bon fonctionnement et son efficacité. Ainsi, la création de la zone franc a suivi une logique inverse de celle de l'UE : l'introduction d'une monnaie unique, le franc CFA, a précédé le développement des échanges commerciaux. Or, cet exemple montre que l'instauration d'institutions monétaires supranationales et l'adoption d'une monnaie unique peuvent ne pas forcément entraîner, par elles-mêmes, une intégration économique poussée si d'autres conditions ne sont pas réunies (par exemple, en Afrique, un degré minimal de complémentarité des spécialisations industrielles).

Outre les institutions, des règles et des procédures communes peuvent jouer un rôle essentiel dans l'accélération du processus d'intégration, notamment dans le cadre d'une union monétaire. L'Union économique et monétaire européenne (UEM) constitue, à cet égard, un exemple où des règles communes, à savoir le Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ont été conçues pour garantir une discipline budgétaire. Le fait d'imposer une discipline aux politiques économiques nationales est indispensable pour empêcher un État membre de faire cavalier seul et d'enregistrer des déficits excessifs susceptibles d'accroître la prime de risque sur les taux d'intérêt à long terme de l'ensemble des États membres. Ces règles communes facilitent la surveillance multilatérale et renforcent la « pression des pairs ». Cependant, le PSC ne rentre pas, à proprement parler, dans la catégorie des règles dites « strictes » (« *hard rules* »). En premier lieu, les États membres n'abandonnent pas leur souveraineté en matière de politique budgétaire nationale. En second lieu, le Pacte repose essentiellement sur des principes de bonne gestion<sup>2</sup> et des procédures permettant de

<sup>1</sup> Parlement européen, Commission européenne, Cour de justice européenne, Banque centrale européenne

<sup>2</sup> Le PSC comprend des composantes préventive et dissuasive. Le volet principal consiste en une surveillance régulière et a pour objectif de prévenir les déficits budgétaires excessifs, supérieurs à la valeur de référence de 3 % de PIB. Le volet correctif impose des mesures immédiates en cas de dépassement de la valeur de référence.

les mettre en œuvre ; mais les cas de la France et de l'Allemagne en 2003 ont mis en exergue deux points faibles du PSC, à savoir l'inefficacité de ses mécanismes d'application et l'insuffisance du degré d'« appropriation » par les pays membres (Annett, Decressin, Deppler, 2005).

Pour passer de l'intergouvernemental au supranational, les responsables politiques nationaux doivent s'accorder sur des objectifs communs d'intégration régionale et leur donner une priorité dans leurs délibérations domestiques. Parallèlement, l'existence d'institutions nationales robustes et indépendantes, dédiées au processus d'intégration régionale, peut contribuer à atteindre ces objectifs politiques. En effet, si le processus d'intégration régionale doit être décidé par les responsables politiques, il est mis en œuvre, au niveau national, par des techniciens qui développent un réseau de procédures. S'agissant de l'UEM, par exemple, la création de l'Eurosystème, qui comprend la Banque centrale européenne et les douze banques centrales nationales de la zone euro, illustre l'aspect décentralisé d'une structure régionale de ce type, dotée de racines nationales<sup>3</sup>. Un tel système peut « agir localement » (c'est-à-dire mettre en œuvre la réglementation commune au niveau national), tout en ayant une « vision régionale » (c'est-à-dire échanger des informations et coordonner des points de vue de façon régulière au niveau régional) pour « être un acteur sur le plan mondial » (c'est-à-dire participer aux grandes décisions internationales) (Strauss-Kahn, 2003).

Pour être couronné de succès, ce modèle institutionnel d'intégration régionale doit, en premier lieu, garantir l'implication de l'ensemble des participants dans les processus de consultation préalable, la transparence du processus de prise de décision supranational et la responsabilité des institutions régionales. En second lieu, la création d'institutions supranationales devrait s'accompagner d'une culture acceptant la « pression des pairs » entre États membres. La mise en place d'institutions fortes, crédibles et indépendantes, et la diffusion au public des recommandations et conclusions formulées par les pays membres sur chacun d'entre eux contribuent à renforcer cette pression des pairs.

## Une autre approche : la surveillance ou la coopération régionale

En l'absence d'engagement politique fort et à défaut d'une intégration régionale poussée, des mécanismes de surveillance régionale ont été développés dans d'autres régions où les pays sont encore réticents à abandonner une partie (additionnelle) de leur souveraineté. En Asie, par exemple, l'initiative de Chiang Mai (2000), mise en place à l'issue de la crise financière dans la région, constitue un fondement pour l'élaboration d'un mécanisme efficace de surveillance régionale ou d'un « dialogue politique », susceptibles de contribuer à une intégration économique plus poussée, notamment dans les domaines monétaire, de l'investissement et du commerce. Le processus de surveillance est basé sur les principes de « pression des pairs » et de l'intérêt mutuel. Les pays membres de l'Asean + 3 (c'est-à-dire l'Asean plus la Chine, la Corée du Sud et le Japon) échangent entre eux leurs points de vue concernant les évolutions macroéconomiques et financières de la région, et identifient les vulnérabilités ainsi que les réponses appropriées en termes de politique économique. Dans le cadre du processus de surveillance régionale, ils développent également un système régional d'alerte pour la prévention des crises. En Afrique, les banques centrales supranationales (la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest et la Banque des États de l'Afrique centrale) sont à l'origine de mécanismes de surveillance régionale régis par, respectivement, la Commission de l'Union économique et monétaire ouest africaine (Uemoa) et le Secrétariat général de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (Cemac). Ces organes suivent un certain nombre d'indicateurs de convergence économique que les pays membres doivent respecter dans un délai fixé<sup>4</sup>.

Il convient de signaler qu'une *coopération régionale* (qui peut être considérée comme encore moins ambitieuse que la surveillance) a été développée dans certaines régions. Par exemple, en Amérique centrale, le Conseil monétaire centraméricain (CAMC) et, en Asie, le Groupe des banques centrales et des autorités monétaires d'Asie de l'Est et du Pacifique

<sup>3</sup> Ailleurs, dans cet article, la décentralisation est également évoquée au travers du principe de proximité (qui n'est pas lui-même sans lien avec le principe dit « de subsidiarité » selon lequel une action régionale ne doit intervenir que si les objectifs visés ne peuvent être correctement atteints par une action nationale).

<sup>4</sup> Ce type de « surveillance régionale » doit être cohérent avec les consultations régionales effectuées par le FMI au titre de l'article IV (zone euro, Union monétaire des pays des Caraïbes de l'Est, Uemoa, Cemac, par exemple).



(Emeap) constituent des forums permettant aux banques centrales de partager des informations et d'échanger leurs points de vue concernant les évolutions monétaires et financières de la région.

## 2| Dans quelle mesure ces approches sont-elles complémentaires ?

Cette section analyse la relation entre intégration économique et intégration institutionnelle en étudiant le lien de *causalité* ou d'*influence réciproque* entre ces deux dimensions (2|1). À partir de l'expérience européenne, elle examine ensuite le caractère *endogène* du processus d'intégration régionale impulsé par les forces de marché et les dispositifs institutionnels (2|2).

### 2|1 Quel degré d'interaction et de causalité ?

Trois éléments permettent d'établir une distinction entre un processus d'intégration régionale induit par les forces de marché ou fondé sur des arrangements institutionnels : vitesse, champ d'application et cohérence.

La vitesse correspond au délai nécessaire au déroulement du processus d'intégration régionale. Un processus d'intégration impulsé par les forces de marché est généralement plus lent, dans la mesure où il nécessite que les agents économiques aient (et perçoivent) des perspectives de gains importants du fait de leur participation au processus. En traitant immédiatement des questions afférentes au commerce, au transport et à d'autres domaines, et en établissant un calendrier et des délais stricts pour la mise en œuvre, au niveau national, des politiques communes, un cadre institutionnel peut s'avérer plus efficace et stimuler le processus d'intégration, à la condition que ce dernier soit bien expliqué au public et largement accepté par lui.

Le champ d'application fait référence aux domaines dans lesquels l'intégration régionale est envisagée. Lorsque le processus émane des institutions, son champ d'application est en général beaucoup plus

large. La mise en place de dispositifs institutionnels dans divers domaines (commerce, agriculture, services, investissement, sécurité, etc.), au sein desquels les pays membres sont susceptibles de coopérer, permet d'approfondir l'intégration régionale. Au contraire, dans un processus induit par les marchés, les agents économiques ayant intérêt à l'intégration régionale dans un domaine particulier ne sont souvent pas capables de (ou enclins à) favoriser une intégration à la même échelle dans d'autres domaines.

Enfin, la cohérence concerne les situations dans lesquelles le processus d'intégration régionale lui-même est susceptible de donner naissance à des conflits. Les agents économiques (producteurs et consommateurs) ont des intérêts divergents en matière de développement de leur part de marché ou d'accès au marché au sein de la région. Par exemple, les producteurs de secteurs compétitifs peuvent considérer qu'un cadre d'intégration régionale comporte des avantages, dans la mesure où il leur permet d'accroître leur part de marché. En revanche, les producteurs de secteurs non compétitifs subissent une pression concurrentielle accrue. Les règles établies au sein d'un cadre institutionnel permettent de mieux garantir une cohérence (et la possibilité d'une négociation) entre des intérêts divergents.

La relation entre l'intégration régionale *de facto* impulsée par les marchés et celle *de jure* menée par les États et les institutions est complexe. Les études empiriques qui ont analysé l'interaction ou la causalité entre ces deux approches sont peu nombreuses. Dorrucci et al. (2002) tentent d'évaluer l'interaction positive entre intégration institutionnelle et intégration économique en Europe et en Amérique latine. Leur principale conclusion est que ces deux processus sont allés de pair en Europe. Un fort engagement politique, étayé par un cadre institutionnel solide, a contribué à l'approfondissement de l'intégration économique. Parallèlement, le degré d'intégration économique et monétaire auquel est parvenue l'UE a nécessité une plus forte intégration institutionnelle.

À cet égard, il n'est pas surprenant que le degré d'intégration économique <sup>5</sup> le plus élevé, qui est actuellement observé en Europe (tableau 2), corresponde au degré d'intégration institutionnelle le plus fort.

Cependant, ces résultats ne répondent pas entièrement à la question de la causalité puisque l'intégration institutionnelle en Europe, qui a commencé bien plus

<sup>5</sup> Mesuré par la part du commerce intra-régional dans le commerce total

**Tableau 2 Commerce intra-régional en 2003**

(en pourcentage du commerce total)

Région	
UE 25 (a)	67
UE 15	62
ZONE EURO (12) (a)	52
ALENA (3)	45
ANSEA (10)	23
MERCOSUR (4) (b)	15
UMEOA (8) (c)	11
CEMAC (6) (c)	6

(a) 2004

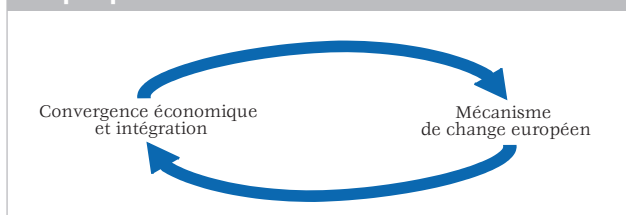
(b) Exclut les six membres associés.

(c) Les données sur l'Afrique tendent à être sous-estimées, en raison de l'importance du commerce informel dans la zone.

Sources : Statistiques du commerce international 2004 (OMC), Eurostat, Commission de l'UMEOA, calculs de la Banque de France

tôt que dans la plupart des autres cadres régionaux, explique sans doute, en partie, le degré plus élevé d'intégration économique observé pour cette zone. En fait, l'explication la plus probable est que les deux processus ont agi l'un sur l'autre, créant ainsi une relation dynamique et positive. En effet, le degré de convergence et d'intégration économiques déjà atteint en Europe au milieu des années soixante-dix (avec un ratio de commerce intra-régional représentant alors 66 % du commerce total) a nécessité une plus grande stabilité des taux de change, rendue possible par la mise en place d'un cadre institutionnel : après plusieurs tentatives au début des années soixante-dix, le mécanisme de change européen – MCE – a été instauré en 1979. À son tour, la stabilité des taux de change a incité les agents économiques à être plus vigilants quant aux facteurs réels de la compétitivité (gains de productivité, qualité, etc.) et à renforcer leurs liens transfrontaliers, favorisant ainsi la convergence et l'intégration économiques. Les autorités publiques des différents pays ont été, quant à elles, encouragées à renforcer la stabilité des taux de change en mettant en œuvre des politiques économiques plus similaires, qui ont également contribué à la convergence et à l'intégration (graphique 1).

**Graphique 1 Interaction**



## 2 | 2 Quel degré d'endogénéité ?

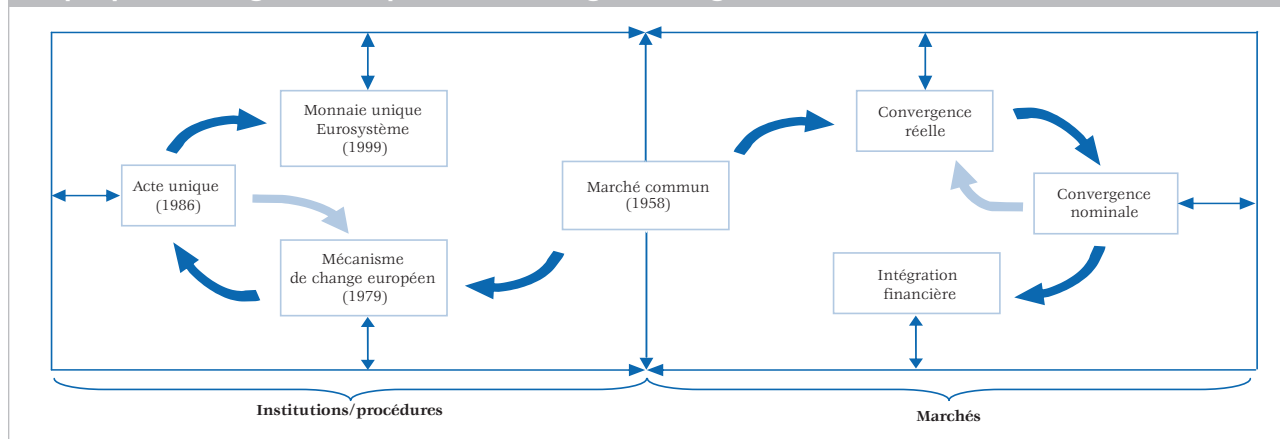
L'expérience européenne illustre aussi la notion d'endogénéité, à savoir la dynamique *interne* du processus même d'intégration régionale. Avec le temps, les institutions sont appelées à se renforcer : par exemple, la Haute autorité du charbon et de l'acier devenue la Commission européenne ou bien le Comité européen des gouverneurs de banques centrales remplacé par l'Eurosystème. Par ailleurs, les marchés gagnent en profondeur et concernent aussi bien les échanges commerciaux que les flux financiers. Avec l'intensification de l'intégration économique et financière, il devient nécessaire de renforcer les mécanismes institutionnels. Par conséquent, le processus d'intégration régionale s'approfondit.

Le euro illustre bien l'aspect endogène de l'intégration régionale. Padoa-Schioppa (2004) montre que le besoin de monnaie unique s'intensifie au fur et à mesure de l'approfondissement du processus d'intégration régional. Une description possible de la succession des événements en Europe est la suivante (graphique 2).

Le Marché commun est l'exemple d'une initiative institutionnelle, prise en 1957, qui a renforcé la convergence réelle des économies. Mais le Marché commun est aussi, par essence, un ensemble d'agents économiques dont les intérêts ont ensuite joué dans le sens de la recherche d'une plus grande stabilité des changes et, donc, de la création du mécanisme de change européen. Ce dernier, créé aussi par une décision politique, a favorisé la convergence nominale et réelle qui a, elle-même, jeté les bases du projet de traité, dit « Acte unique », instaurant le marché unique intégré. Une fois cette nouvelle étape de l'intégration économique lancée, le besoin de stabilité des changes est apparu d'autant plus grand. D'où l'évolution institutionnelle constituée (sous condition expresse d'une convergence encore renforcée) par la mise en commun des souverainetés monétaires, la création de l'euro et de l'ensemble institutionnel fédéral chargé de l'émettre : l'Eurosystème. Or, cet acte, éminemment juridique et politique, de création d'une nouvelle monnaie et d'une nouvelle autorité indépendante a déjà eu, en six ans, des conséquences en termes de convergence réelle et d'intégration financière accrues, notamment.

Mais il existe bien d'autres manières d'illustrer les phénomènes d'endogénéité, nombreux et complexes,

Graphique 2 Endogénéité du processus d'intégration régionale



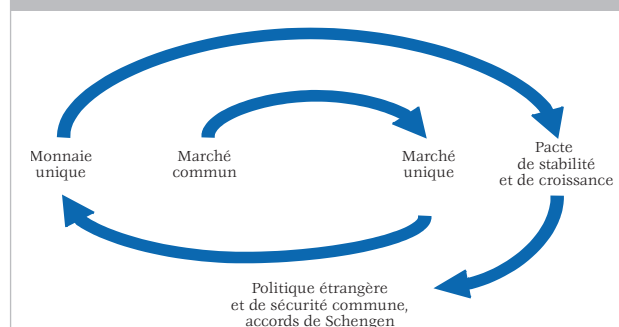
à l'œuvre dans un processus d'intégration régionale. Le graphique 3 propose une approche (complémentaire de la précédente) qui se concentre sur la succession des décisions institutionnelles prises dans le cadre européen. Ainsi, l'étape du Marché commun n'avait pas conduit à une intégration totale des marchés, en raison de la persistance de barrières non tarifaires. Ces dernières ont ensuite été levées par l'Acte unique suivi, dans les conditions que l'on a vues, par le traité de Maastricht créant la monnaie unique. Cette dernière, quant à elle, a renforcé la nécessité d'une plus grande intégration des politiques économiques nationales, notamment dans le domaine budgétaire par le biais du PSC. Parallèlement, la dynamique diplomatique spécifique de l'élaboration et de la négociation de la partie UEM du traité de Maastricht a permis, à travers le même traité, une avancée dans l'intégration politique : la mise en oeuvre d'une Politique étrangère et de sécurité commune et des éléments de politiques communes en matière d'immigration (accords de Schengen). D'une certaine manière, ces derniers ont également été impulsés par la mobilité croissante des agents économiques, considérée comme partie intégrante du marché unique.

En relation étroite avec ce phénomène d'endogénéité, les institutions elles-mêmes tendent également à favoriser l'apparition d'un cercle vertueux du processus d'intégration régionale. En premier lieu, elles fournissent une dynamique utile à la poursuite du processus d'intégration. Ce constat est un des aspects explorés par la théorie du néofonctionnalisme (Kahler, 1995 ; Mattli, 1999 et Moravcsik, 2005). Selon l'un de ses fondateurs, Haas (1964), trois mécanismes guident le processus d'intégration régionale : l'effet de contagion fonctionnelle, l'effet de contagion politique

et les compromis sur les questions transversales. L'effet de contagion fonctionnelle découle de l'interdépendance entre secteurs économiques : par exemple, la coopération européenne en matière de charbon et d'acier a créé de fortes incitations pour le projet plus large de Marché commun. L'effet de contagion politique apparaît lorsque la coopération dans certains domaines permet aux institutions et aux acteurs supranationaux (juges et fonctionnaires) d'agir dans d'autres domaines. Enfin, l'émergence de compromis entre les États membres peut être supervisée par les institutions régionales.

En second lieu, les institutions régionales indemnisent les « perdants » de l'intégration : elles peuvent donc, par leur action, faciliter la convergence économique entre les pays membres. En Europe, si les divergences économiques ont été réduites au niveau national, elles s'accroissent, en revanche, au niveau des provinces et des régions. À la lumière de la nouvelle économie géographique (Krugman, 1991 ; Krugman et Venables, 1993), la théorie économique des zones urbaines

Graphique 3 Endogénéité et décisions institutionnelles



explique que les entreprises ont tendance à concentrer leurs activités dans les grandes zones urbanisées afin de bénéficier de faibles coûts de transport et d'économies d'échelle : réseaux de communication, centres de recherche, main-d'œuvre qualifiée et loisirs pour leurs employés. Les entreprises tentent de s'implanter les unes auprès des autres pour avoir accès à des marchés plus vastes, dans la mesure où elles attirent davantage de fournisseurs et de clients ensemble qu'isolément. Cependant, ces effets d'agglomération sont susceptibles d'entraîner des effets de contagion négatifs (externalités), tels que l'encombrement dans les transports, la pollution, la hausse des coûts de logement en zones urbaines, la désertification des zones rurales, etc. La mise en place de fonds structurels nationaux peut corriger les divergences existant entre régions urbaines et rurales au sein d'un même pays. De la même manière, les fonds structurels régionaux peuvent faciliter le processus d'intégration régionale grâce à la mise en commun des ressources des pays membres les plus développés, afin d'aider les moins avancés à absorber les éventuelles conséquences négatives de l'intégration économique. Ce processus nécessite, en soi, un engagement politique, notamment de la part des pays membres contributeurs nets. À cet égard, on peut noter que les pays du Mercosur ont récemment décidé de renforcer le processus d'intégration régionale à travers la création d'un fond structurel similaire à ceux existant en Europe, afin de financer les investissements dans les régions pauvres.

L'identification de ce cercle vertueux et du phénomène d'endogénéité comme déterminants du processus d'intégration régionale comporte certaines limites. Premièrement, elle n'aborde pas le problème des « déséconomies » que l'approfondissement institutionnel est susceptible de faire naître. Henning (2005) souligne que la mise en place d'institutions régionales peut atteindre un stade de « rendements décroissants » : concurrence entre institutions supranationales créant des conflits entre institutions et prolifération d'institutions fragilisant la cohérence des politiques mises en œuvre. Par ailleurs, une seconde limite est que d'« autres ingrédients » nécessaires au développement du processus d'intégration régionale ne sont pas pris en compte dans ces approches. Ces éléments sont présentés dans la section suivante.

### 3 | L'Europe : un exemple ou un modèle?

Il n'existe pas de façon unique de réaliser l'intégration régionale. L'expérience de l'UE est spécifique et n'est pas transposable à d'autres régions. De plus, il s'agit d'un processus évolutif qui a démarré, comme signalé précédemment, il y a plus de cinquante ans et dont le stade final n'a jamais pu être décrit entièrement. Pour ces raisons, l'Europe ne doit pas être érigée en modèle. L'expérience européenne semble montrer qu'au-delà de l'engagement politique, du rôle fondamental des institutions et des forces de marché, une série d'autres ingrédients peut jouer un rôle important dans le processus d'intégration (3|1). Par ailleurs, l'expérience européenne a reposé sur un élément clé, une approche séquentielle, par étapes, combinant à la fois élargissement et approfondissement (3|2).

#### 3 | I D'autres ingrédients sont-ils nécessaires ?

##### Un noyau dur de pays ou un pays ancre

En Europe, un noyau dur de pays (formé principalement autour de la France et de l'Allemagne) a clairement constitué un élément moteur des progrès réalisés dans plusieurs domaines clés (commerce, monnaie unique, défense, etc.). À plusieurs étapes du processus d'intégration européenne, la France et l'Allemagne ont joué un rôle décisif dans l'émergence d'institutions supranationales. Aucun de ces deux pays, de « taille » relativement similaire, n'aurait pu accepter un processus d'intégration régionale fondé sur une simple extension des politiques ou de la juridiction de l'un ou de l'autre ; d'où le besoin d'« inventer » des institutions supranationales (*i.e.* neutres) pour gouverner le processus d'intégration régionale.

Ceci ne contredit nullement le fait qu'un seul pays ancre puisse également jouer un rôle de catalyseur dans un domaine particulier du processus d'intégration. Par exemple, dans le contexte européen de recherche de stabilité des taux de change, dans les années soixante-dix, l'Allemagne s'est progressivement imposée comme le pays central, en



raison des performances de la Banque fédérale et des caractéristiques de sa politique monétaire : un objectif de stabilité des prix clairement affiché et un Comité de la politique monétaire indépendant. Toutefois, dans un souci de « neutralité », le cadre institutionnel créé pour mettre en place cet accord de change était délibérément établi avec des éléments supranationaux (procédures de prise de décision, écu, etc.).

Une telle configuration, avec un pays ou groupe de pays ancre(s), n'a pas toujours été trouvée ailleurs. En Afrique, aucun pays n'a été, sur le long terme, en mesure d'exercer un tel rôle. En Amérique latine, le Brésil, susceptible de jouer ce rôle, a parfois été perçu comme ambivalent à l'égard du Mercosur. Les États-Unis sont, de toute évidence, l'élément moteur de l'Aléna, mais leur poids prépondérant rend cette association très spécifique. En Asie, le Japon et la Chine possèdent une certaine légitimité pour prendre conjointement la tête du mouvement, mais leur volonté de renforcer l'intégration dans la région a suscité quelques doutes. Ces deux pays sont souvent davantage considérés comme des concurrents, avec des opinions divergentes sur l'intégration régionale, que comme des partenaires. Même la récente implication de la Chine dans le processus d'intégration régionale asiatique a été jugée moins importante que sa priorité actuelle en faveur de l'intégration mondiale, *via* la mise en place des règles demandées par l'OMC. L'influence grandissante de la Chine et l'importance relativement décroissante du Japon dans les échanges et les IDE de l'ASEAN risquent de créer un déséquilibre. Cependant, l'augmentation du commerce et des IDE du Japon vers la Chine, depuis la crise financière de 1997, a renforcé les liens économiques et financiers entre ces deux géants, et pourrait être à la fois un obstacle et un encouragement à la poursuite d'une intégration plus large au sein de la région.

### Similarité des niveaux de développement économique et synchronisation des cycles

L'expérience européenne montre qu'un certain degré d'hétérogénéité, en termes de niveau de développement économique, ne représente pas un obstacle majeur. Cependant, un minimum d'homogénéité dans ce domaine permet évidemment de faciliter le processus d'intégration régionale. Dans

ce contexte, les économies asiatiques se caractérisent par des différences en termes de PIB par habitant supérieures à celles de toute autre région en cours d'intégration. D'après les données de la Banque mondiale, en 2003, sur la base de la parité des pouvoirs d'achat (en dollars de 2000), la différence de PIB par habitant entre le membre le plus riche de l'UE à 15 (le Luxembourg) et le plus pauvre (la Grèce) atteignait 312 %<sup>6</sup>. Au sein de l'Asean, elle s'élevait à 1 178 % environ entre le pays le plus riche (Singapour) et le pays le plus pauvre (le Cambodge) (tableau 3).

Par ailleurs, dans une union monétaire, une forte corrélation entre les cycles d'activité des pays membres rend les politiques macroéconomiques communes plus pertinentes. D'après une étude récente, les pays qui forment le « noyau dur » de l'UEM (Autriche, Belgique, France, Allemagne, Italie et Pays-Bas) présentent un degré élevé de synchronisation, alors que les pays « périphériques » de l'UEM (Finlande, Irlande, Portugal et Espagne) affichent une corrélation plus faible des cycles d'activité (Darvas et Szapary, 2004). En ce qui concerne l'Asie, depuis 1980, l'intégration économique et la synchronisation des cycles d'activité entre plusieurs pays d'Asie du Sud-Est (Hong Kong, Corée, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan et Thaïlande) se sont accrues (McKinnon et Schnabl, 2003).

### Facteurs structurels

Par ailleurs, d'autres facteurs peuvent être considérés comme des déterminants du processus d'intégration régionale. L'absence relative d'infrastructures régionales (notamment de réseaux routiers et ferroviaires transfrontières) en Asie, en Afrique et en Amérique latine induit des coûts de transport élevés entravant le commerce intra-régional. En Europe, au cours des cinquante dernières années, des fonds spéciaux ont été affectés au développement de telles infrastructures.

En Asie, la coexistence de systèmes politiques différents, allant de la démocratie aux régimes autoritaires, risque d'empêcher les pays membres de prendre des engagements mutuels sur le long terme en matière d'intégration régionale. En Europe, on

<sup>6</sup> En raison des particularités de l'économie luxembourgeoise (activité financière et nombre de travailleurs transfrontaliers), une comparaison plus significative pourrait être faite avec l'Irlande qui arrive en deuxième position des pays les plus riches de l'UE. Dans ce cas, l'écart est réduit à 139 % dans l'UE 6, 189 % dans l'UE 15 et 367 % dans l'UE 25.

Tableau 3 Disparités économiques régionales (2003)

Région	État membre le plus riche	PIB par habitant (a)	État membre le plus pauvre	PIB par habitant (a)	Différences (%)
UMEOA	Côte d'Ivoire	1 395	Guinée-Bissau	671	208
UE 6	Luxembourg	58 852	Italie	25 619	230
MERCOSUR (b)	Argentine	11 436	Paraguay	4 425	258
UE 15	Luxembourg	58 852	Grèce	18 850	312
ALENA	États-Unis	35 484	Mexique	8 661	410
CEMAC (c)	Gabon	6 043	Tchad	1 143	529
UE 25	Luxembourg	58 852	Lettonie	9 702	607
ANSEA (d)	Singapour	23 127	Cambodge	1 963	1 178

(a) Sur la base des parités de pouvoir d'achat (en dollars de 2000)

(b) À l'exception des six États membres associés

(c) Données non disponibles pour la Guinée équatoriale

(d) Données non disponibles pour le Myanmar

Sources : Indicateurs mondiaux du développement, 2005 (Banque mondiale) ; calculs de la Banque de France

considère que les États membres doivent être des démocraties, comme le montre la séquence des adhésions successives de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal et des pays d'Europe centrale et de l'Est en 1981, 1986 et 2004, respectivement.

Une langue et un héritage culturel communs peuvent, à l'évidence, faciliter le développement d'institutions communes et la diffusion de l'information. Cependant, les pays africains francophones et, à un certain degré, l'Amérique latine sont des contre-exemples montrant qu'un héritage historique ou même une langue en commun ne sont pas des conditions suffisantes pour réaliser une intégration régionale poussée. Au contraire, l'UE illustre le fait que des langues et, d'une certaine manière, des héritages culturels différents ne constituent pas un obstacle (notamment si ces différences sont prises en compte par le biais de la mise en œuvre du principe de « proximité », comme c'est le cas par exemple au sein de l'Eurosystème).

### 3 | 2 Quelle dynamique : élargissement/approfondissement ?

Différents objectifs peuvent être assignés à l'intégration régionale : la création d'un grand marché unique caractérisé par la libre circulation des biens, des services, des capitaux et du travail ; la mise en place d'un cadre de coordination de la politique

économique ; ou encore la création d'une union monétaire. Comme les objectifs varient, les moyens de les atteindre peuvent être différents. Le degré d'intégration institutionnelle dépend évidemment de la forme envisagée de l'intégration économique. Par exemple, un accord de libre-échange est compatible avec une institutionnalisation « souple », tandis qu'un marché unique et, plus encore, une union monétaire nécessitent un projet politique commun parce que les pays membres renoncent à une partie de leur souveraineté. Cependant, on est également en droit de supposer que l'objectif final peut ne jamais être clairement défini et peut évoluer au fil du temps. Dans le cas européen, cela n'a pas été un obstacle pour s'engager dans la voie de l'intégration régionale.

L'intégration régionale ne peut donc être analysée de façon statique, mais doit plutôt être perçue comme un phénomène dynamique. D'ailleurs, le processus d'intégration en Europe est généralement considéré comme séquentiel, dans le cadre d'une approche par étapes. À cet égard, l'expérience européenne est intéressante parce qu'elle conjugue élargissement (nombre de pays concernés) et approfondissement (les cinq étapes identifiées par Balassa) du processus d'intégration régionale.

L'élargissement fait référence à des situations dans lesquelles de nouveaux pays membres deviennent progressivement partie prenante du processus d'intégration. En Europe, l'intégration économique a commencé avec un petit nombre de membres fondateurs ayant des niveaux de revenu relativement comparables, et elle s'est ensuite progressivement étendue aux économies moins avancées d'Europe du Sud et de l'Est. Des élargissements successifs ont eu lieu en 1973, 1981, 1986 et 1995. En 2004, l'élargissement le plus important (en nombre de pays) a concerné dix nouveaux membres. Mais le statut de pays membre a toujours été accordé en appliquant le principe de l'« acquis communautaire », afin de préserver les règles adoptées par les membres déjà existants et d'assurer une certaine égalité des conditions de concurrence (« *level playing field* ») entre tous les pays membres. En Asie, l'intégration régionale a été construite, dès le début, sur un éventail plus large de pays, ayant des niveaux économiques hétérogènes. Les responsables politiques d'Asie et, dans une moindre mesure, d'Europe sont maintenant confrontés au défi de réaliser une intégration régionale soutenable, en dépit des divergences économiques existant entre les pays membres.

Cependant, la situation actuelle est différente de celle qui prévalait dans les années cinquante au début du processus d'intégration régionale européen. Dans un contexte de mondialisation croissante, l'intégration régionale contemporaine peut être considérée comme paradoxale. En raison de la « discrimination » qu'ils mettent *de facto* en place envers les pays non membres, les ACR ont souvent été suspectés de créer des effets de « détournement » plutôt que de « création » des échanges. Cependant, des études empiriques ont montré que les ACR provoquent davantage de création que de diversion d'échanges (annexe 2). En fait, l'intégration régionale peut être perçue comme un moyen de renforcer l'intégration à l'économie mondiale dans le cadre d'un « régionalisme ouvert » et, donc, comme un élément complémentaire de la mondialisation. En effet, un accroissement des liens commerciaux entre pays appartenant à un ACR peut renforcer leur capacité à participer au commerce mondial. De plus, la mise en œuvre de réformes structurelles, telles que les réductions et harmonisations tarifaires, les adaptations juridiques et l'harmonisation des systèmes fiscaux, est souvent plus facile dans un cadre régional et peut donc créer une dynamique plus favorable pour un programme plus ambitieux à l'échelle mondiale (par exemple, l'adhésion à ou les négociations au sein de l'OMC).

L'approfondissement fait, quant à lui, référence à des situations dans lesquelles les pays membres cherchent à renforcer l'intégration dans des domaines spécifiques (comme le commerce, la mobilité du travail, les mouvements de capitaux ou la monnaie). Cette tendance est compatible avec une approche graduelle. Par exemple, en Europe, les nouveaux accédants se sont toujours vus octroyer une période de transition pour mettre en œuvre les éléments de l'« acquis communautaire » les plus sensibles pour leurs

économies ou pour celles de leurs partenaires. En Asie, les pays membres les moins développés et les derniers entrants se voient également accorder davantage de temps pour remplir les objectifs communs. Cependant, une étape fondamentale telle que la création d'une monnaie unique ne peut participer de cette approche graduelle du processus d'intégration régionale. Dans ce cas, et même si des phases préparatoires doivent être prévues, il est nécessaire d'opter *in fine* pour une approche « par bond », car il est impossible de céder partiellement la souveraineté monétaire.

Le récent élargissement visant à intégrer de nouveaux États membres a accru la diversité et la complexité de l'UE. Dans ce contexte, le Traité constitutionnel, signé en juin 2004, a été conçu en vue d'établir un processus de décision plus efficace, plus simple et plus transparent. Mais le processus d'intégration régionale peut connaître des crises. De fait, des successions de crises et de progrès ont jalonné la construction européenne. En 1954, l'échec du projet de Communauté européenne de défense précéda la signature du traité de Rome en 1957 ; au début des années quatre-vingt, l'apaisement de la querelle autour du financement du budget européen a permis le lancement du projet du marché unique ; en 1989, les difficultés liées à la réunification allemande n'empêchèrent pas un accord sur le projet de monnaie unique.

Il apparaît également évident qu'avec la combinaison de l'élargissement et de l'approfondissement, le processus d'intégration régionale tend à impliquer de plus en plus d'individus et de plus en plus d'aspects de leur vie et de leurs activités. Dans ce contexte, il est important que les politiques communes, décidées au niveau régional, soient bien expliquées et mises en œuvre par des institutions crédibles au niveau national, conformément au principe de « proximité ».

L'expérience européenne illustre clairement que l'intégration régionale n'est pas fondée sur une relation de causalité entre l'intégration économique et institutionnelle, mais sur le caractère interactif de leur lien et sur un certain degré d'endogénéité du processus lui-même. L'intégration régionale est un phénomène dynamique qui ne dispose pas d'un « pilote automatique » pour assurer sa réussite. Les institutions, les agents économiques et, plus généralement, les citoyens évoluent naturellement au fil du temps, tout au long du processus. Dans ce contexte, l'Europe peut être perçue comme une référence pour les autres dispositifs régionaux et certainement pas comme un modèle absolu : des dispositifs différents, comportant différents degrés d'intégration, ont été mis en œuvre et continueront à l'être dans d'autres régions du monde.

Bien qu'il n'existe donc pas d'approche uniforme de l'intégration régionale, l'expérience européenne peut être riche d'enseignements pour d'autres régions, notamment pour l'Asie où le processus est en cours depuis quelque temps.

En premier lieu, l'existence (ou le renforcement) d'institutions ou de dispositifs institutionnels peut contribuer, à certaines étapes du processus, à accélérer l'intégration régionale en Asie. À cet égard, des institutions nationales solides constitueraient des bases sûres, en vue de leur extension et de leur fédération au niveau régional. En outre, le renforcement du dialogue régional favoriserait la dynamique politique en faveur de l'intégration.

En second lieu, étant donné l'aspect plus hétérogène du regroupement économique en Asie, la mise en place de certaines formes de transferts régionaux pourrait être essentielle pour assurer la pleine adhésion de tous les pays membres au processus d'intégration régionale et pour, in fine, réaliser une intégration économique profitable et soutenable pour tous les pays membres.

En conclusion, les deux approches examinées dans cette étude (intégration impulsée par les forces de marché et/ou induite par les institutions) peuvent être réconciliées en concevant l'intégration régionale comme un processus répondant à une demande exprimée par les agents économiques et les marchés et à une offre émanant des États. Il doit y avoir une demande de la part des agents économiques pour un approfondissement de l'intégration régionale. Les marchés régionaux doivent être de dimension importante, afin d'offrir aux agents économiques la possibilité de réaliser des économies d'échelle ; par ailleurs, les économies nationales impliquées dans le processus doivent avoir un certain degré de complémentarité afin de servir les intérêts économiques des producteurs et des consommateurs. Du côté de l'offre, les responsables politiques doivent avoir la volonté de satisfaire la demande des agents économiques tout au long du processus. Une impulsion politique domestique et une bonne combinaison d'institutions nationales et régionales mettant en œuvre le principe de « proximité » peuvent contribuer à faciliter le processus d'intégration régionale.

## Bibliographie

### Aizenman (J.) et Marion (N.) (2001)

"The merits of Horizontal versus Vertical FDI in the presence of Uncertainty", NBER, Document de travail, n° 8631, décembre

### Annett (A.), Decressin (J.) et Deppler (M.) (2005)

"Reforming the Stability and Growth Pact", Fonds monétaire international, Policy Discussion Paper, n° 05/2, février

### Balassa (B.) (1961)

"The Theory of Economic Integration", Irwin, Homewood, Illinois

### Baldwin (R.E.) et Venables (A.) (1994)

"Regional Economic Integration", Handbook of International Economics, vol. III, édité par G. Grossmann et K. Rogoff

### Banque centrale européenne (2004)

« L'intégration économique dans différentes régions hors Union européenne », Bulletin mensuel, octobre

### Banque centrale européenne et Banque populaire de Chine (2005)

"Regional Economic Integration in a Global Framework", mai

### Blomström (M.) et Kokko (A.) (1997)

"Regional Integration and Foreign Direct Investment", NBER, Document de travail, n° 6019

### Coe (D.) et Moghadam (R.) (1993)

"Capital and trade as engines of growth in France: An Application of Johansen's cointegration methodology", Fonds monétaire international, Staff Papers n° 40, p. 542-566

### Commission européenne (1990)

"One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union", European Economy, n° 44, octobre

### Corden (M.W.) (1972)

"Economies of scale and customs union theory", Journal of Political Economy, n° 80, p. 456-475

### Cox (D.) et Harris (R.) (1985)

"Trade Liberalisation and Industrial Organisation: Some Estimates for Canada", Journal of Political Economy, n° 93, p. 115-145

### Darvas (Z.) et Szapary (G.) (2004)

"Business Cycle Synchronisation in the Enlargement EU: Comovements in the New and Old Members", Magyar Nemzeti Bank, Working Paper

### Dorrucci (E.), Firpo (S.), Fratzsdher (M.) et Mongelli (F.P.) (2002)

"European integration: What lessons for other regions? The Case of Latin America", Banque centrale européenne, Document de travail, n° 185, octobre

### Frankel (J.A.) (1997)

"Regionalization of the world economy", Chicago: University of Chicago Press – "Regional trading blocs in the world economic system", Washington D.C.: Institute for International Economics

### Frankel (J.A.) et Rose (A.) (1998)

"The endogeneity of the optimum currency area criteria", Economic Journal, vol. 108, juillet

### Garrett (G.) et Tsebelis (G.) (1996)

"An Institutional Critique of Intergovernmentalism", International Organization 50, p. 269-299

### Haas (E.) (1964)

"Beyond the Nation State", Stanford, CA: Stanford University Press

### Harrison (G.W.), Rutherford (T.F.) et Tarr (D.G.) (1994)

"Product standards, Imperfect Competition and the Completion of the Market in the European Community", Banque mondiale, Mimeo n° 6

### Henning (C.R.) (2005)

"Regional Economic Integration and Institution Building", dans "Regional Economic Integration in a Global Framework", Banque centrale européenne et Banque populaire de Chine, mai



**Italianer (A.) (1994)**

"Whither the Gains from European Economic Integration", *Revue Économique*, p. 689-702

**Jaumotte (F.) (2004)**

"Foreign Direct Investment and Regional Trade Assessments: The Market Size Effect Revisited", *Fonds monétaire international, Document de travail*, n° 04/206

**Kahler (M.) (1995)**

"International Institutions and the Political Economy of Integration", Washington: Brookings Institution

**Krugman (P.R.) (1991)**

"The Move Toward Free Trade Zones" dans "Policy Implications of Trade and Currency Zones", colloque parrainé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22-24, août

**Krugman (P.R.) et Venables (A.J.) (1993)**

"Integration, Specialization and Adjustment", NBER, *Document de travail*, n° 4559

**Lewis (J.D.) et Robinson (S.) (1996)**

"Partners or Predator? The Impact of Regional Trade Liberalization on Indonesia", *Policy Research Working Paper 1626, Country Operations Division*, Banque mondiale, Washington, D.C.

**Mattli (W.) (1999)**

"The Logic of Regional Integration: Europe and Beyond", New York, NY: Cambridge University Press

**McKinnon (R.) et Schnabl (G.) (2003)**

"Synchronised Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange rate", *The World Economy*, vol. 26, n° 8, p. 1067-1088, août

**Moravcsik (A.) (1991)**

"Negotiating the Single European Act: National Interests and Conventional Statecraft in the European Community", *International Organization* 45, p. 19-56

**Moravcsik (A.) (1995)**

"Liberal Intergovernmentalism and Integration: A Rejoinder", *Journal of Common Market Studies*, n° 33, p. 611-628

**Moravcsik (A.) (2005)**

"The European Constitutional Compromise and the Legacy of Neofunctionalism", *Journal of European Public Policy*, p. 1-37, avril

**Mundell (R.) (1961)**

"A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, n° 4, p. 657-665, septembre

**Nye (J.S.) (1971)**

"Peace in Parts: Integration and Conflict in Regional Organization", Boston: Little and Brown

**Padoa-Schioppa (T.) (2004 a)**

"East Asian Monetary Arrangement: A European Perspective", *International Finance*, 7:2, p. 311-323

**Padoa-Schioppa (T.) (2004 b)**

"Europe, a civil power: Lessons from EU experience"

**Soloaga (I.) et Winters (L.A.) (1999)**

"How Has Regionalism in the 1990s Affected Trade?", Banque mondiale, *Policy Research Working Paper Series* n° 2156

**Stone Sweet (A.) et Sandholtz (W.) (1998)**

"Integration, Supranational Governance, and the Institutionalization of the European Policy" dans Sandholtz (W.) et Stone Sweet (A.) (eds) "European Integration and Supranational Governance", Oxford, UK: Oxford University Press

**Strauss-Kahn (M.O.) (2003)**

"Regional currency areas: a few lessons from the experiences of the Eurosystem and the CFA franc zone" dans "Regional currency areas and the use of foreign currencies", Banque des règlements internationaux, Département monétaire et économique, *BIS Papers*, n° 17, septembre

**Strauss-Kahn (M.O.) (2004)**

« Efficience du *policy-mix* à l'heure de la globalisation financière », BEAC – Colloque : *Rôle et fonction d'une Banque centrale à l'ère de la globalisation*, p. 38-51

**Vamvakidis (A.) (1998)**

"Regional Integration and Economic Growth", Banque mondiale, *Economic Review*, 12 (2): p. 251-270

**Viner (J.) (1950)**

"The Customs Union Issue", *Carnegie Endowment for International Peace*, New York

## ANNEXE I

## Liste des régions et sigles

<b>UNION EUROPÉENNE (UE)</b>		<b>ASSOCIATION DES NATIONS DU SUD-EST ASIATIQUE (ANSEA)</b>
UE 6	Allemagne Belgique France Italie Luxembourg Pays-Bas	Brunei Darussalam Cambodge Indonésie Laos Malaisie Myanmar Philippines Singapour Thaïlande Vietnam
UE 15	UE 6 Autriche Danemark Espagne Finlande Grèce Irlande Portugal Royaume-Uni Suède	<b>ASEAN + 3</b> Chine Japon Corée du Sud
UE 25	UE 15 Chypre Estonie Hongrie Lettonie Lituanie Malte Pologne République tchèque Slovaquie Slovénie	<b>MARCHÉ COMMUN DU SUD (MERCOSUR)</b>
<b>ZONE EURO</b>		Argentine Brésil Paraguay Uruguay États membres associés : Bolivie Chili Colombie Équateur Pérou Venezuela
	Allemagne Autriche Belgique Espagne Finlande France Grèce Irlande Italie Luxembourg Pays-Bas Portugal	<b>ACCORD DE LIBRE ÉCHANGE NORD AMÉRICAIN (ALENA)</b>
		Canada États-Unis Mexique
		<b>COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE DE L'AFRIQUE CENTRALE (CEMAC)</b>
		Cameroun Gabon Guinée équatoriale République centrafricaine République démocratique du Congo Tchad
		<b>UNION MONÉTAIRE ET ÉCONOMIQUE DE L'AFRIQUE DE L'OUEST (UMEOA)</b>
		Bénin Burkina Faso Côte d'Ivoire Guinée-Bissau Mali Niger Sénégal Togo

## ANNEXE 2

## Pourquoi les pays forment-ils des unions régionales ?

Dans son article de référence, Balassa (1961) a identifié cinq étapes de l'intégration régionale :

- la zone de libre échange (suppression des droits de douane entre les membres) ;
- l'union douanière (adoption d'un tarif extérieur commun) ;
- le marché commun (libre circulation du travail et du capital) ;
- l'union économique (coordination des politiques économiques) ;
- l'intégration économique complète (monnaie commune et systèmes budgétaires intégrés).

La littérature économique relative à l'intégration régionale s'appuie sur cette « classification ». Les trois premières formes d'intégration régionale correspondent généralement à des accords commerciaux régionaux (ACR).

La raison la plus évidente de participer à des accords régionaux réside dans la volonté de développer les échanges commerciaux afin d'accroître le bien-être. Les modèles fondés sur la théorie classique du commerce international reposent sur les hypothèses de concurrence parfaite et de rendements constants. Viner (1950) montre que la formation d'une union douanière a une incidence ambiguë sur le bien-être. Même si un accord commercial régional tend à développer les échanges commerciaux entre les membres (effets de « création d'échanges »), il peut également conduire à réorienter les échanges d'une zone à faibles coûts ne faisant pas partie de l'accord commercial régional vers une zone à coûts plus élevés située au sein du dispositif (effets de « détournement d'échanges »). Les modèles d'économie géographique fondés sur la nouvelle théorie du commerce international reposent sur les hypothèses de concurrence imparfaite, d'économies d'échelle et de phénomènes de contagion localisés. Corden (1972) explique que les ACR permettent aux entreprises des pays membres de réaliser des économies d'échelle plus importantes, de telle sorte qu'elles peuvent baisser leurs prix à la production (effet de « réduction des coûts »). Krugman (1991)

et Krugman et Venables (1993) montrent que l'intégration économique pourrait aboutir à un équilibre « centre-périphérie » dans lequel toutes les entreprises seraient concentrées sur un petit nombre de lieux géographiques.

Différentes méthodologies ont été appliquées pour procéder à des évaluations empiriques des effets des ACR. Le modèle de gravité a été largement utilisé dans l'analyse empirique du commerce international (Frankel, 1997 ; Soloaga et Winters, 1999). Il démontre que le volume des échanges entre deux pays est corrélé positivement avec la taille globale de ces économies (PIB) et leur niveau global de développement économique (revenus par habitant) et négativement avec les coûts de transport (mesurés approximativement par la distance entre les deux pays partenaires, leurs superficies et l'existence de frontières terrestres communes). Généralement, ces modèles concluent principalement que, dans la plupart des ACR, la création d'échanges est plus importante que le détournement de commerce. Une autre approche empirique met l'accent sur les effets des ACR sur la croissance économique. À l'aide de régressions linéaires, cette approche réalise des estimations des modèles de croissance, comprenant des variables muettes ou des approximations de l'intégration régionale. Les études existantes indiquent que certains ACR ont une incidence positive sur la croissance (Coe et Moghadam, 1993 ; Italianer, 1994 ; Vamvakidis, 1998). D'autres travaux empiriques utilisant des modèles d'équilibre général calculable et des techniques de calibrage analysent les effets des ACR en termes d'échanges et de bien-être. Les estimations relatives à l'Aléna montrent que l'appartenance à ce dispositif devrait être bénéfique à tous les pays concernés. Les estimations empiriques concernant le Marché unique européen indiquent que les pays membres devraient tirer profit de la suppression des barrières internes faisant obstacle à la libre circulation des biens, des services, du travail et des capitaux (Balassa, 1961 ; Cox et Harris, 1985 ; Harrison, Rutherford et Tarr, 1994 ; Lewis et Robinson, 1996).



Bien que les études empiriques et théoriques sur les effets des ACR se concentrent principalement sur les flux commerciaux, d'autres raisons économiques peuvent inciter les pays à rejoindre de tels dispositifs. Premièrement, la mise en place d'un accord commercial régional donne probablement au pays membre un avantage sur des pays similaires en attirant les IDE. La participation à un tel dispositif permet un accès à un marché important, ce qui favorise les IDE. Blomström et Kokko (1997) concluent que les entrées au titre des IDE dans les pays membres de l'Aléna et du Mercosur ont coïncidé avec le processus d'intégration régionale. Jaumotte (2004) démontre que la taille du marché concerné par l'accord commercial régional a eu une incidence positive sur les IDE reçus par les pays membres. Deuxièmement, les ACR peuvent aider à traiter des problèmes régionaux spécifiques, tels que les contrôles aux frontières, les flux migratoires et les réseaux de transport. Les initiatives régionales peuvent contribuer à résoudre ces problèmes au niveau régional plus facilement qu'au niveau national ou mondial. Troisièmement, les

ACR peuvent renforcer les réformes réglementaires ou structurelles domestiques en assouplissant les contraintes politiques. Dans les petits pays où les tarifs douaniers constituent généralement une source importante de recettes budgétaires, les modifications des droits de douane et des volumes d'échanges entraînés par les ACR peuvent entraîner des pertes de revenus pour les pays membres. Participer à un accord régional peut fortement inciter ces pays à entériner des réformes telles que l'introduction d'une nouvelle taxe (par exemple la TVA) pour compenser la diminution des recettes fiscales.

Les objectifs politiques peuvent également constituer une autre motivation importante pour participer à un ACR. L'expérience européenne tend à indiquer que les accords commerciaux peuvent être considérés comme une première étape vers un approfondissement des relations politiques. L'Asean traduit clairement une volonté politique de garantir la stabilité régionale : les considérations géopolitiques et de sécurité sont à l'origine de cette initiative.



# Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005

**Corinne DAUCHY, Catherine GOUTEROUX**

Secrétariat général de la Commission bancaire

Direction de la Surveillance générale du système bancaire

Service des Études bancaires

*En 2004, la confirmation de la reprise économique mondiale a eu un impact positif sur les résultats des principaux groupes bancaires des grands pays industriels.*

*En effet, les groupes sous revue (cf. méthodologie en annexe 2) ont globalement enregistré une amélioration du produit net bancaire, après avoir affiché un recul en 2003. D'une manière générale, les produits nets d'intermédiation ont moins augmenté que les autres revenus (commissions nettes, revenus tirés des activités de négociation sur les marchés), en raison principalement d'un rétrécissement des marges d'intérêt. Compte tenu de la poursuite de la maîtrise des charges d'exploitation, le résultat brut d'exploitation et le coefficient net d'exploitation ont également connu une évolution favorable.*

*Pour sa part, le coût du risque de crédit a enregistré une nouvelle baisse significative, en liaison avec l'apaisement des crises financières concernant de grands groupes industriels ou des économies émergentes, la poursuite du processus de désendettement des entreprises et la bonne tenue de leurs perspectives de croissance.*

*Au final, le résultat net de l'ensemble des groupes bancaires de l'échantillon s'est accru de 33 %. Le niveau de rentabilité des établissements sous revue a enregistré une hausse très significative, progression dont le caractère soutenable est cependant sujet à caution. En effet, l'augmentation des revenus liés aux activités d'intermédiation est plus imputable aux forts volumes de crédit accordés qu'aux marges très étroites actuellement pratiquées. De plus, la baisse du provisionnement pour le risque de crédit spécifique, après avoir sensiblement contribué aux résultats des grands groupes en 2004, semble maintenant atteindre ses limites. Par ailleurs, après une période continue de renforcement, la solvabilité des établissements, telle que mesurée par l'évolution de leur ratio Tier one, connaît à présent une stagnation. Ceci est d'autant plus notable que la hausse de la rentabilité des grands groupes leur fournit globalement la capacité de consolider leur structure financière. Au total, la vulnérabilité des banques européennes à une dégradation brutale de la qualité de crédit ou à un resserrement rapide des conditions de liquidité sur les marchés monétaires pourrait s'en trouver accrue.*

*Dans un contexte économique toujours dynamique, des rapprochements entre grandes banques ont entraîné une concentration supplémentaire au sein de plusieurs systèmes bancaires. Les opérations transfrontalières en Europe se sont accélérées et les stratégies d'acquisitions ciblées sur des marchés porteurs ont continué à se développer (cf. annexe 1).*

*Au premier semestre 2005, le passage aux normes IFRS, obligatoire pour les groupes cotés dans l'Union européenne, rend l'analyse des comptes délicate. Cependant, la tendance sous-jacente à la bonne tenue des résultats demeure, même si le contexte économique se fragilise et rend nécessaire une vigilance accrue des acteurs bancaires face à l'accroissement potentiel des risques.*

Mots clés : concentration bancaire, opérations transfrontalières, produit net bancaire, produit net d'intermédiation, charges d'exploitation, coefficient net d'exploitation, coût du risque de crédit, opérations sur immobilisations financières, résultat net, coefficient de rentabilité

Codes JEL : Gn, Rn

## I | La rentabilité s'est améliorée en 2004, grâce à une activité dynamique et à la baisse du coût du risque

Même si les grands pays industriels ont connu des évolutions hétérogènes, le contexte de forte croissance de l'économie mondiale, entraînant en particulier la poursuite de la baisse des défaillances d'entreprises, a été favorable à l'activité des grandes banques internationales en 2004.

Par ailleurs, si les marchés boursiers ont modérément progressé, les marchés financiers internationaux ont été marqués par la persistance du niveau très bas des taux d'intérêt, accompagné d'une liquidité abondante sur la plupart des segments.

## I | I Après avoir baissé en 2003, le produit net bancaire global s'est accru

Le produit net bancaire représente la marge brute dégagée par les banques sur l'ensemble de leurs activités bancaires (activité classique d'intermédiation, mais également activités de marché, offre de services facturés, prestations d'ingénierie financière et de conseil...) et fournit un bon indicateur de l'évolution des opérations constituant le cœur de l'activité des établissements de crédit.

En 2004, le *produit net bancaire* (PNB) de l'ensemble des banques de l'échantillon <sup>1</sup> a atteint 669 milliards d'euros, en augmentation de 5,5 %, après avoir enregistré une baisse de 1,6 % en 2003. Le *produit net d'intermédiation* (PNI) s'est inscrit en hausse plus modérée, de 2,6 %, à 324 milliards d'euros, la progression des volumes étant contrebalancée par le faible niveau des taux d'intérêt. En revanche, la *marge d'intérêt*, définie comme les revenus nets d'intérêt sur l'actif productif moyen, s'est dégradée dans tous les pays. Les autres revenus nets ont augmenté globalement de 8,4 %, les *commissions* enregistrant une progression significative, alors que les *revenus tirés des opérations de négociation* ne se sont accrus que de 2 %.

<sup>1</sup> Cf. méthodologie en annexe 2

### Produit net bancaire cumulé des cinq principaux groupes bancaires

	2003 (a)	2004 (a)	Taux de croissance (b)
Allemagne	47,8	47,5	- 0,8
Benelux	67,8	67,5	- 0,5
Espagne	33,6	36,1	7,7
États-Unis	173,4	186,9	18,5
France	56,2	63,4	12,9
Italie	34,8	34,1	- 1,9
Japon	70,9	63,3	- 8,4
Royaume-Uni	106,7	122,4	12,6
Suisse	43,1	47,9	13,0
<b>Total</b>	<b>634,3</b>	<b>669,1</b>	<b>5,5</b>

(a) Sur la base des données exprimées en monnaies nationales converties au cours moyen de l'année, et exprimées en milliards d'euros

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, à l'exception du total

Sources : Bankscope, Secrétariat général de la Commission bancaire

Cependant, des différences significatives peuvent apparaître entre les pays et entre les groupes, compte tenu de l'environnement économique national, des orientations des activités et de l'incidence des effets de périmètre et de change.

La hausse la plus forte du PNB a été enregistrée par les grandes banques des États-Unis (18,5 %). Outre un effet significatif de périmètre lié aux importantes opérations de rapprochement, cette évolution s'explique par un contexte économique et financier très favorable à l'ensemble des métiers, en dépit d'un certain recul des prêts hypothécaires. Le PNI s'est accru de 18,8 %, les autres produits progressant à un rythme sensiblement égal.

Les banques suisses, britanniques et françaises présentent des taux de progression proches (entre 12,6 % et 13,0 %). Le PNB des banques suisses a augmenté de 13,0 %, en liaison avec un fort accroissement des activités prédominantes (gestion d'actifs, banque privée et banque d'investissement), renforcé par des effets de périmètre. Les commissions nettes, qui représentent les deux tiers du PNB, et les revenus tirés de la négociation ont enregistré des hausses respectives de 9 % et 33 %.

Pour leur part, les banques britanniques ont bénéficié d'un environnement économique toujours favorable entraînant une demande accrue de crédit. Le PNB

a augmenté de 12,6 %, compte tenu d'un effet de périmètre. Dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, le PNI a enregistré une progression de 8 %. Les commissions et les revenus tirés des activités de négociation se sont accrus de, respectivement, 11 % et 10 %.

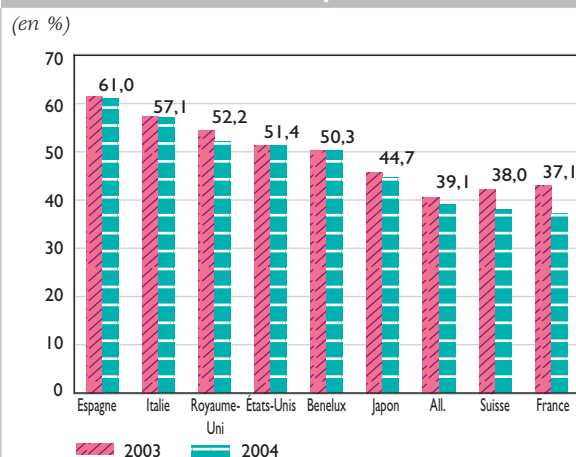
En France, le PNB s'est accru de 13 %, compte tenu en particulier d'effets de périmètre significatifs pour deux groupes. La demande de crédit est restée soutenue, en liaison notamment avec le financement de l'habitat des particuliers, mais aussi de l'activité à l'étranger de plusieurs groupes. Néanmoins, dans un contexte de concurrence très vive, le PNI s'est inscrit en recul de 2,7 %. En revanche, les commissions nettes et les revenus tirés des activités de négociation se sont accrus de plus de 20 % avec, toutefois, des évolutions disparates selon les groupes.

Les banques espagnoles ont continué de bénéficier d'un environnement économique favorable tant sur leur marché domestique qu'en Amérique latine. Le PNB a augmenté de 7,7 %. Le PNI a progressé à un rythme similaire (7,1 %), en raison principalement de la demande de crédit soutenue des particuliers. Les commissions nettes ont progressé de 8,3 %.

Les banques italiennes, allemandes et du Benelux ont continué de subir un environnement économique national plus morose. En Italie, le PNB a diminué de 1,9 %. Le PNI a enregistré un recul un peu plus marqué (- 2,2 %). En revanche, les commissions nettes (38 % du PNB) ont progressé de près de 3 %. En Allemagne, si tous les secteurs d'activité ont pâti du contexte économique, un redressement est toutefois intervenu. Le PNB a reculé de 0,8 %, après - 3,5 % pour l'exercice 2003, et le PNI s'est inscrit en retrait de 4,5 %, après - 10,0 % en 2003. Par ailleurs, les autres revenus, représentant 61,0 % du PNB, se sont globalement accrus de 1,8 %.

Enfin, en dépit d'une reprise de la croissance, le PNB global des grandes banques japonaises (sur l'exercice mars 2004-mars 2005) s'est inscrit en recul de 8,4 %. Le PNI s'est réduit de plus de 10 %, compte tenu de marges très serrées liées au niveau très bas des taux d'intérêt et d'une concurrence accrue, ainsi que d'un phénomène de désintermédiation touchant de nombreuses entreprises (autofinancement, refinancement de marché). Pour leur part, les autres revenus (55 % du PNB) ont diminué de près de 7 %.

Graphique I Part du produit net d'intermédiation dans le produit net bancaire



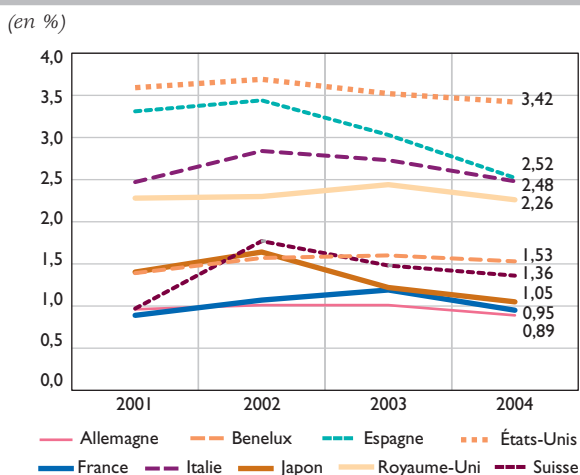
Source : Bankscope

L'analyse de la marge d'intérêt permet de distinguer trois groupes de pays. La marge se situe à un niveau élevé aux États-Unis, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni, tout en affichant une légère dégradation au cours de la période sous revue. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt par les autorités monétaires, cette baisse atteint, respectivement, 0,10 et 0,18 point. Les détériorations sont plus fortes en Italie (- 0,25 point) et surtout en Espagne (- 0,51 point).

En Suisse et au Benelux, la marge d'intérêt a subi un resserrement modéré (respectivement - 0,12 et 0,07 point), mais se situe à des valeurs plus basses (1,36 % et 1,53 %).

Dans le dernier groupe de pays (France, Japon et Allemagne), la dégradation, même contenue (respectivement - 0,24, - 0,17 et - 0,12 point), a porté la marge en dessous de 1 % en France (0,95 %) et surtout en Allemagne (0,89 %).

Graphique 2 Marge d'intérêt



Source : Bankscope

Résultat brut d'exploitation cumulé des cinq principaux groupes bancaires

	2003 (a)	2004 (a)	Taux de croissance (b)
Allemagne	10,9	12,2	12,1
Benelux	21,3	22,9	7,6
Espagne	15,7	17,9	14,0
États-Unis	71,4	66,7	2,7
France	18,0	20,5	14,1
Italie	12,3	12,2	0,0
Japon	31,4	30,1	- 1,8
Royaume-Uni	46,8	53,4	11,8
Suisse	8,4	12,3	49,7
<b>Total</b>	<b>263,2</b>	<b>248,2</b>	<b>5,1</b>

(a) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, converties au cours moyen annuel, et exprimées en milliards d'euros

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, à l'exception du total

Sources : Bankscope, Secrétariat général de la Commission bancaire

## I | 2 La maîtrise des charges d'exploitation s'est poursuivie

Dans les pays où le PNB global a reculé, les banques ont, dans le même temps, poursuivi la réduction de leurs coûts d'exploitation, le plus souvent dans le cadre de plans de restructuration (Japon : - 13,5 %, Allemagne : - 4,5 %, Benelux : - 4,2 % et Italie : - 2,9 %). Compte tenu des évolutions concomitantes du PNB, le *résultat brut d'exploitation* (RBE) cumulé par pays présente des taux de croissance contrastés. En Allemagne et au Benelux, des progressions respectivement supérieures à 12 % et à 7 % ont été enregistrées. En Italie, le RBE est resté stable, tandis que le Japon affichait une baisse limitée de 1,8 %.

Les grandes banques espagnoles ainsi que les établissements suisses ont limité la hausse de leurs frais généraux (respectivement 2,1 % et 4,1 %). Les RBE se sont, de ce fait, accrus de 14 % et de près de 50 %.

Enfin, trois pays ont affiché des augmentations marquées de leurs charges d'exploitation (États-Unis : + 29,6 %, Royaume-Uni : + 13,2 % et France : + 12,3 %), en liaison avec l'intégration d'acquisitions réalisées par plusieurs groupes. Toutefois, compte tenu de la progression du PNB global, liée notamment à ces opérations, les RBE ont connu des hausses parfois significatives (+ 14,1 % pour les banques françaises, + 11,8 % pour les banques britanniques et + 2,7 % pour celles des États-Unis).

En 2004, le *coefficient net d'exploitation* (CNE) global par pays s'est amélioré partout, sauf aux États-Unis et au Royaume-Uni (respectivement + 5,5 points et + 0,3 point). À cet égard, on peut distinguer trois groupes de pays : ceux dont le CNE global est élevé, mais en recul régulier (Allemagne et Suisse, respectivement - 3 points et - 6 points pour l'exercice 2004, pour dépasser 74 %) ; ceux dont le CNE s'établit entre 60 % et 70 %, par ordre décroissant la France (67,7 %), le Benelux (66 %), les États-Unis (64,3 %) et l'Italie (64,1 %) ; enfin, ceux qui demeurent en deçà de 60 %, l'Espagne (50,6 %) et le Royaume-Uni (56,4 %).

## I | 3 Le coût global du risque de crédit a encore diminué, mais des évolutions disparates ont été constatées

L'exercice 2004 a été marqué par une diminution des créances douteuses et par une nouvelle réduction du coût global du risque de crédit (- 35 %, après une baisse de près de 17 % en 2003). Naturellement, des évolutions disparates ont été observées en fonction des expositions au risque respectives des différents groupes bancaires.

Dans les pays à croissance économique soutenue, le niveau élevé d'endettement des ménages a pu inciter les établissements de crédit à maintenir leur couverture contre le risque de crédit. Ainsi, au Royaume-Uni, en

Espagne et aux États-Unis, les dotations globales aux provisions n'ont diminué que de, respectivement, 3,9 %, 4,6 % et 6,2 %, en liaison avec la demande de crédit toujours élevée des particuliers.

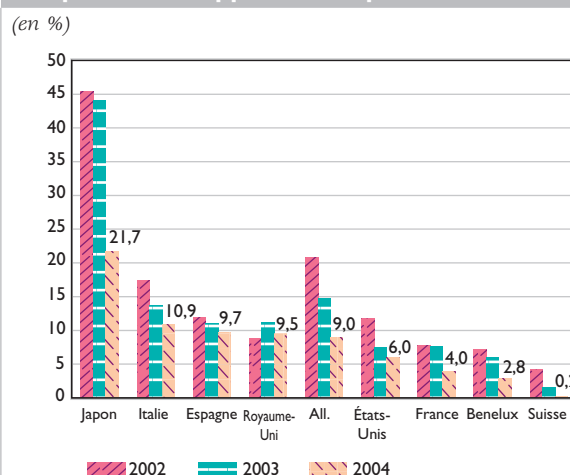
Au Japon, l'amélioration de l'environnement économique, et particulièrement de la situation financière des entreprises, ainsi que les mesures prises par les banques japonaises pour réduire leurs créances douteuses, conformément à la demande des pouvoirs publics, ont conduit à une réduction de 55 % des dotations aux provisions. Toutefois, la part du provisionnement dans le produit net bancaire reste la plus élevée de l'échantillon, à 21,7 %.

En Allemagne et au Benelux, la cession d'activités ou des opérations de restructuration ont permis la baisse des créances douteuses et du provisionnement, qui a reculé dans chacun de ces pays de 39,3 % et 53,1 %. En Suisse, la réduction a même atteint 84,6 %, plaçant le coût du risque par rapport au PNB à un niveau extrêmement bas (0,2 %), tandis que le Benelux et l'Allemagne affichaient, respectivement, 2,8 % et 9,0 % pour ce ratio.

Après un exercice 2003 marqué par des dotations élevées liées principalement aux difficultés de grands groupes industriels, les groupes bancaires italiens ont globalement réduit de 21 % leur provisionnement, celui-ci représentant une part toujours importante du PNB (10,9 %).

Pour ce qui concerne les banques françaises, la baisse du coût du risque de crédit a atteint 41 %. Elle s'est concentrée sur les activités de banque de financement et d'investissement, les groupes les plus tournés à l'international étant les plus concernés. En revanche, la banque de détail n'a connu qu'une faible diminution, due essentiellement aux activités de services financiers sur des marchés étrangers où le coût du risque est plus élevé. Au total, la part des dotations nettes aux provisions s'est établie à 4 % du PNB.

**Graphique 3 Dotations nettes aux provisions rapportées au produit net bancaire**



Source : Bankscope

En conséquence, les résultats d'exploitation ont connu des améliorations, la progression globale de l'échantillon s'élevant à 26 %. Pour ce qui concerne le résultat courant avant impôt, qui prend principalement en compte les opérations sur les immobilisations financières (plus-values nettes de cession, dotations aux provisions), l'impact de ces dernières s'est avéré négatif dans trois pays (Japon - 6,1 milliards d'euros, Allemagne - 4,1 milliards, Espagne - 2,4 milliards).

## I | 4 La rentabilité s'est améliorée dans tous les pays

### Le résultat net global s'est inscrit en hausse marquée

Au final, le *résultat net* de l'ensemble des groupes de l'échantillon s'est globalement accru de plus de 33 %. Tous les pays ou groupes de pays sous revue ont affiché un résultat net positif.



### Résultat net cumulé des cinq principaux groupes bancaires

	2003 (a)	2004 (a)	Taux de croissance (b)
Allemagne	- 4,9	1,5	-
Benelux	13,3	17,3	30,1
Espagne	8,5	9,6	13,2
États-Unis	41,0	38,9	4,3
France	10,7	14,1	32,0
Italie	4,6	6,6	45,3
Japon	- 5,6	4,5	-
Royaume-Uni	26,6	30,4	12,2
Suisse	5,8	10,2	79,1
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>133,1</b>	<b>33,1</b>

(a) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, converties au cours moyen annuel, et exprimées en milliards d'euros

(b) Sur la base des données exprimées en monnaie nationale, à l'exception du total

Sources : Bankscope, Secrétariat général de la Commission bancaire

L'Allemagne et le Japon sont passés d'un déficit à un bénéfice net, même si un groupe allemand et deux groupes japonais ont clos l'exercice 2004 sur une perte nette.

La Suisse affiche une hausse particulièrement élevée (79,1 %), tandis que l'Italie, la France et le Benelux ont enregistré des progressions respectives de 45,3 %, 32,0 % et 30,1 %.

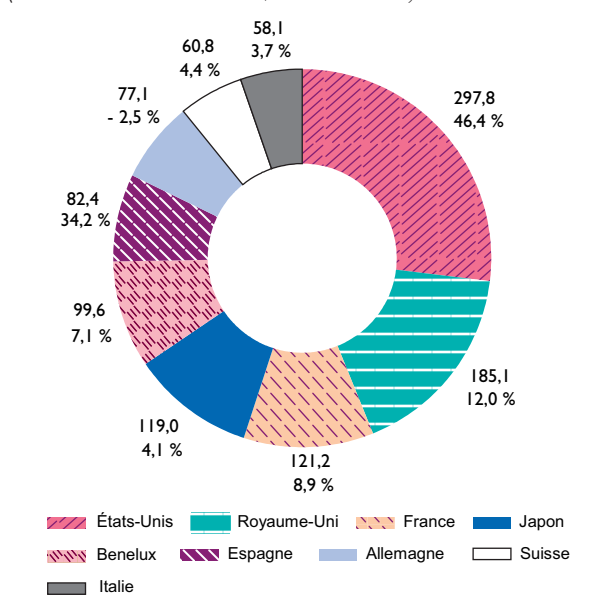
Enfin, compte tenu notamment d'une diminution moindre du risque de crédit ou de l'existence de charges exceptionnelles pour certains groupes, le résultat net cumulé des principaux groupes bancaires en Espagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis s'est inscrit en hausse plus modérée.

### Les capitaux propres se sont globalement accrus de façon significative

Pour ce qui concerne les *capitaux propres*, à la fin de 2004, une augmentation globale de 14,5 % était constatée, à 1 101,2 milliards d'euros. Les grands groupes des États-Unis et ceux du Royaume-Uni détenaient, respectivement, 27,0 % et 16,8 % du montant total, avec des progressions annuelles respectives de 46,4 % et 12,0 % (en monnaie nationale).

### Graphique 4 Répartition et évolution des capitaux propres à la fin de 2004

(encours en milliards d'euros, évolution en %)



La France et le Japon se situaient à un niveau sensiblement égal (soit 11 % du total), le système bancaire japonais ayant connu un rythme de croissance moins élevé (+ 4,1 %, contre + 8,9 %), compte tenu notamment du remboursement de fonds publics par plusieurs groupes.

Les grandes banques du Benelux constituaient 9 % de l'ensemble, avec une progression de 7,1 %. Grâce à une augmentation de 34,2 %, les capitaux propres des groupes espagnols atteignaient 7,5 % de l'ensemble. Enfin, les groupes allemands, suisses et italiens ont vu leur position s'éroder à, respectivement, 7,0 %, 5,5 % et 5,3 %, en raison de taux de progression moins favorables (- 2,5 %, 4,4 % et 3,7 %).

### Les coefficients de rentabilité moyens ont augmenté dans la plupart des pays

En termes de *coefficient de rentabilité* (ratio bénéfice net global/capitaux propres) pour l'exercice 2004, les grandes banques du Benelux se sont avérées les plus rentables (20,7 %), devant les banques suisses et celles du Royaume-Uni (17,8 % et 17,3 %). Celles des États-Unis et d'Espagne affichent des ratios avoisinant 14 %, les françaises et les italiennes, 12 %. Enfin, les coefficients de rentabilité les plus bas proviennent du Japon et de l'Allemagne.



### Coefficient de rentabilité moyen des cinq principaux groupes bancaires

(en %)

	2003	2004
Benelux	16,2	20,7
Suisse	10,2	17,8
Royaume-Uni	17,7	17,3
États-Unis	17,2	14,2
Espagne	15,3	13,8
France	11,4	12,5
Italie	9,2	12,1
Japon	- 5,4	3,7
Allemagne	- 6,7	2,1

Sources : Bankscope, Secrétariat général de la Commission bancaire

Il convient toutefois de noter qu'en tendance plus longue (moyenne sur les sept dernières années), les banques britanniques ont enregistré la meilleure performance, avec un ratio moyen de 17 %, devant celles du Benelux (16 %), celles des États-Unis (15,4 %) et celles d'Espagne (14,4 %). Compte tenu de résultats annuels fluctuants, les banques suisses n'affichent qu'un ratio moyen de 10,4 %, tandis que les banques françaises et italiennes se situent à des niveaux légèrement inférieurs (respectivement 11,8 % et 10,4 %). Enfin, le coefficient de rentabilité moyen des grands groupes allemands s'améliore (3,8 %) et celui des japonais est largement négatif (- 11,6 %).

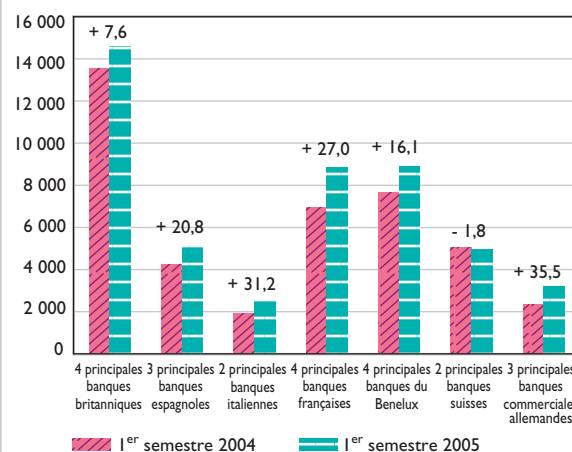
## 2| De bons résultats pour les banques européennes au premier semestre 2005, mais des risques potentiels en hausse

### 2| I Un environnement économique incertain et un contexte comptable en mutation

Si les établissements bancaires européens ont bénéficié d'un contexte mondial toujours porteur, la conjoncture européenne s'est révélée relativement décevante à ce jour<sup>2</sup>. En outre, les dernières prévisions du FMI tablent sur un ralentissement de la croissance mondiale, à 4,3 %, contre 5,1 % en 2004, avec un taux de croissance limité à 1,2 % pour la zone euro, 1,5 % en France et 1,9 % pour le Royaume-Uni, contre,

### Graphique 5 Résultat net part du groupe des principales banques européennes

(en millions d'euros, variation en %)



Source : Données des établissements

respectivement, 2,0 % en zone euro comme en France et 3,2 % au Royaume-Uni en 2004. L'environnement de marché s'est caractérisé par la conjonction d'éléments contrastés pour l'activité bancaire, avec une tendance à l'aplatissement de la courbe des taux, une légère remontée du dollar contre l'euro et le maintien des cours du pétrole à des niveaux élevés, alors que la bourse enregistrait une performance solide, pour ce premier semestre (début juillet 2005 : +11,6 % pour le CAC 40, contre une performance annuelle de 7,4 % en 2004).

Par ailleurs, la première application des normes IFRS complètes au premier semestre 2005 a introduit des éléments de variation spécifiques qui rendent l'analyse des comptes des banques délicate. Il convient de souligner, à ce titre, qu'une certaine hétérogénéité a été observée entre établissements dans la présentation des évolutions sur base annuelle<sup>3</sup>.

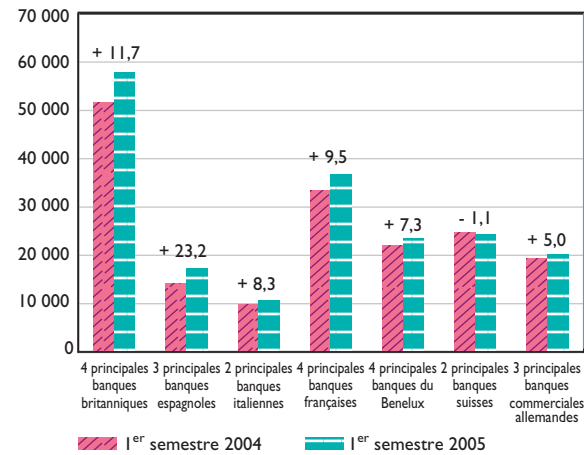
Sous cette réserve, il semble que les tendances observées en 2004 continuent d'être à l'œuvre en 2005. Les groupes de l'échantillon ont ainsi affiché une progression moyenne de leur résultat net de 15 % par rapport au premier semestre 2004, à 45,9 milliards d'euros. Seuls deux grands groupes (Dexia et Crédit Suisse) ont présenté une baisse de leur résultat net, pour des motifs exceptionnels.

<sup>2</sup> Taux de croissance en glissement annuel pour le deuxième trimestre 2005 : 1,1 % pour la zone euro, 1,3 % en Union européenne et en France, contre 3,6 % aux États-Unis (sources nationales, Eurostat)

<sup>3</sup> Présentation des résultats semestriels 2004 pro forma avec application rétroactive de toutes les normes IFRS appliquées en 2005 pour les groupes suivants (Royal Bank of Scotland, HSBC, Fortis, BBVA, La Caixa, BNP Paribas, groupe Crédit agricole), application partielle des normes IFRS (hors IAS 32-39, notamment) pour le premier semestre 2004 pour les groupes suivants (Lloyds TSB, Barclays, ING, Commerzbank, Société générale, groupe Banque populaire)

**Graphique 6 Produit net bancaire des principales banques européennes**

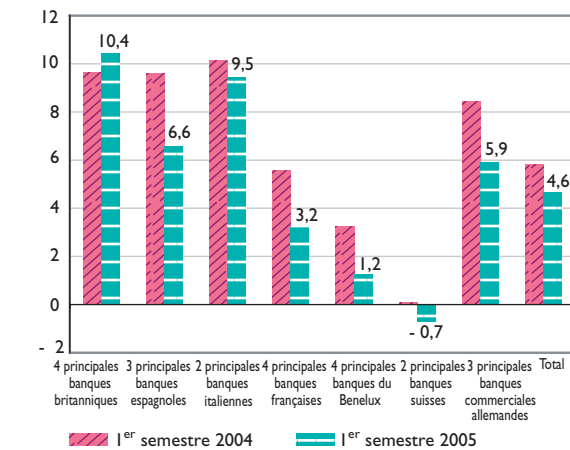
(en millions d'euros, variation en %)



Source : Données des établissements

**Graphique 7 Coût du risque rapporté au produit net bancaire**

(en %)



Source : Données des établissements

Cette progression des résultats a été provoquée par une croissance des revenus en moyenne de 8,3 %, mais également par la poursuite de la baisse du coût du risque, en retrait de 15 % par rapport au premier semestre 2004 sur l'échantillon. *Le coût du risque représente désormais en moyenne 5,9 % du PNB, contre 7 % au premier semestre 2004.* Cette forte baisse continue de s'appliquer prioritairement aux activités de banque de financement et d'investissement et résulte même, pour la première fois ce semestre, de reprises nettes de provisions pour certains groupes.

## 2 | 2 Une hausse générale de la rentabilité liée à l'augmentation des volumes et au faible effort de provisionnement

Si les situations des banques françaises, belges et espagnoles s'inscrivent dans la continuité de 2004, les établissements britanniques connaissent une légère dégradation, alors que les établissements suisses, allemands et italiens se redressent.

Les banques britanniques sont les seules de l'échantillon à avoir enregistré une hausse nette significative du coût du risque, à 10,4 % du PNB au premier semestre 2005, contre 9,6 % au premier semestre 2004. Cette situation résulte notamment de la conséquence directe de la hausse des taux directeurs entamée depuis la fin de 2003 (de 3,75 % à 4,75 % au cours de l'année 2004) sur la qualité des actifs bancaires (crédits aux ménages). Le dernier rapport de la Banque d'Angleterre a notamment mis en évidence la forte proportion de pertes liées aux encours de cartes de crédit ou aux prêts personnels, traduisant, dans les faits, le scénario annoncé dès février 2005 par la Financial Services Authority (FSA) de répercussion sur les crédits les moins sécurisés des difficultés rencontrées par les ménages dans le remboursement des prêts immobiliers.

Les principales banques espagnoles, toujours classées parmi les meilleures en termes de rentabilité, ont continué de percevoir les effets positifs d'une économie en croissance forte, avec des concours bancaires principalement alimentés par la croissance de l'immobilier. Par ailleurs, les grands groupes ont bénéficié de la reprise de crédits en Amérique latine et d'une diversification géographique croissante des revenus, avec notamment l'intégration d'Abbey National dans les comptes de Santander Central Hispano à partir de janvier 2005. Ce changement de dimension des bilans s'est effectué sans dégradation notable des coefficients d'exploitation, ceux-ci se classant toujours parmi les plus faibles de l'échantillon. Le maintien du coût du risque à un niveau relativement élevé reflète plutôt les prescriptions de la Banque centrale en matière de couverture statistique du risque de crédit, maintenues lors du passage en normes IFRS, que d'une dégradation de la qualité des actifs.

Les banques françaises ont affiché de très fortes progressions des résultats nets (un peu moins de 30 % par rapport au premier semestre 2004), toujours en grande partie liées à une réduction des charges (en particulier du coût du risque, en baisse de 37 %) mais aussi tirées par la croissance des encours d'actifs pondérés<sup>4</sup> et des revenus (PNB en hausse de plus de 9 %). Le maintien de revenus élevés dans les services financiers spécialisés et le réseau à l'international, conjugué à l'essor des activités de gestion d'actifs, et la reprise de certaines activités de banque de financement et d'investissement ont permis de compenser un moindre dynamisme des revenus en banque de détail sur le marché national ou dans certaines activités de banque de gros (*trading*, obligataire). La baisse du coût du risque semble désormais avoir atteint un pallier, à 3,2 % du PNB, contre 5,6 % au premier semestre 2004, soit l'un des plus bas niveaux de l'échantillon des pays étudiés (avec les pays du Benelux et la Suisse en situation de reprise nette de provisions).

Les établissements du Benelux ont des profils comparables à ceux des établissements français, avec une croissance du PNB de 7,3 % assise sur des revenus diversifiés en provenance de la banque de détail, la gestion d'actifs et des activités d'assurance. Ils ont affiché au premier semestre 2005 de bons résultats, témoignant de leur capacité de résistance dans un contexte économique national déprimé<sup>5</sup>. La croissance des résultats nets s'est nourrie principalement des opérations de diversifications géographiques menées antérieurement et de la forte baisse du coût du risque dans les activités de gros menées à l'international (États-Unis pour ABN Amro et ING). La stratégie de diversification de ses sources de revenus menée par ABN Amro (présent aux États-Unis, au Brésil, en Asie) s'est récemment poursuivie par l'acquisition en cours de la neuvième banque italienne, Banca Antonveneta, alors qu'elle détient également 9 % de la quatrième banque Capitalia. ING a présenté également des résultats en forte croissance, se recentrant sur les activités de banque de détail, jugées plus rentables que les activités de gros, notamment à partir de sa filiale de vente directe par internet. En dépit d'un environnement hautement concurrentiel sur les marges, ING Direct a réussi, en juillet dernier, à abaisser les niveaux de taux offerts sur ses comptes d'épargne en France, Allemagne, Italie et

Royaume-Uni, sans enregistrer de retrait massif. Les annonces récentes d'offre d'acquisition sur Dexia (de la part de Sanpaolo IMI, puis de Fortis) témoignent de la recherche d'une assise plus solide pour certains groupes moyennement capitalisés.

Les établissements suisses se sont caractérisés par une forte volatilité des revenus. Ils ont enregistré une stagnation des résultats nets, principalement liée aux difficultés rencontrées dans l'activité de banque de financement et d'investissement, alors que le marché de la gestion de fortune s'est redressé. La charge nette du risque est même devenue, pour les deux établissements, un revenu net pour la première fois ce semestre et ce, en dépit de nouvelles provisions passées par Crédit Suisse pour l'affaire Enron.

Les établissements bancaires allemands et italiens, bien qu'en progrès, se situent toujours en retrait par rapport à leurs homologues européens en termes de rentabilité.

Le système bancaire allemand est toujours confronté à des problèmes structurels de concentration insuffisante<sup>6</sup>, de faiblesse des revenus, dans un contexte économique morose<sup>7</sup>, malgré un redressement opéré par rapport à 2003 et 2004. Le résultat d'exploitation s'est amélioré, sous l'effet d'une forte diminution de la charge du risque parallèlement à un allègement du montant des créances douteuses. Confrontées à une insuffisance de rentabilité récurrente sur leur marché national, les banques allemandes paraissent en net retrait dans les initiatives récentes d'expansion internationale des grands groupes de l'Union européenne.

Les résultats des banques italiennes se sont améliorés en 2005, sous l'effet principalement d'une hausse du PNB, conjuguée à une croissance modérée de la charge du risque. La charge du risque rapportée au PNB demeure toutefois élevée (9,5 %), les banques italiennes étant relativement plus orientées vers le financement des entreprises que vers celui des ménages. La banque de détail y est, en effet, relativement peu développée, le niveau d'endettement des ménages se situant bien en deçà du niveau moyen européen. Cette configuration a attiré ce semestre l'intérêt de deux banques étrangères (ABN Amro et Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)

<sup>4</sup> Hausse des risques pondérés de 12,7 % à la Société générale entre juin 2004 et juin 2005, à 234,4 milliards d'euros, et de 12 % entre le 31 décembre 2004 et le 30 juin 2005, à 363 milliards, pour BNP Paribas

<sup>5</sup> Prévisions de croissance pour 2005 de 0,7 % aux Pays-Bas et 1,2 % en Belgique (source : FMI)

<sup>6</sup> Les banques allemandes emploient à elles seules autant de collaborateurs que les secteurs bancaires italien et français réunis.

<sup>7</sup> Prévisions de croissance pour 2005 de 0,8 % en 2005 (source : FMI)

pour l'acquisition de, respectivement, Antonveneta et Banca Nazionale del Lavoro (BNL)). Si BBVA a connu un échec, ABN Amro devrait en définitive parvenir à mener à bien cette acquisition.

## 2|3 Des risques potentiels à couvrir

Dans un environnement conjoncturel moins favorable, les établissements bancaires européens, en dépit des bons résultats affichés à mi-parcours, demeurent confrontés au défi représenté par le maintien de la croissance de leurs revenus dans un cadre nécessitant la couverture de risques de plus en plus complexes et diversifiés.

Pour l'année en cours, les principaux groupes bancaires européens, contraints par la pression concurrentielle et l'environnement actuel de taux à maintenir leurs marges dans des bornes étroites, devraient faire preuve d'une agressivité commerciale accrue dans les activités banalisées en direction des entreprises ou des particuliers. L'enquête périodique menée par la Banque centrale européenne sur les conditions d'octroi des crédits dans la zone euro confirme cette tendance, avec la constatation de pressions à la baisse sur les marges dans les activités de banque de détail (crédit logement aux particuliers), mais également dans la banque de gros (crédits syndiqués aux entreprises bénéficiant des meilleures notations). La montée des risques est d'ailleurs déjà perceptible dans les comptes des banques britanniques, en avance dans le cycle économique. Différents indicateurs permettent également d'anticiper une remontée du risque entreprises dans les prochains mois<sup>8</sup>, compte tenu notamment du maintien à un niveau élevé du prix du pétrole et de ses répercussions sur les comptes des entreprises.

En parallèle, la diversification des revenus se traduit par des prises de position sur des segments de marché étroits (produits structurés, CDOs – *Collateralised Debt*

*Obligations* – en particulier), potentiellement soumis aux risques d'illiquidité, mais comparativement plus rémunérateurs. Le développement rapide des financements à effet de levier (*Leverage Buy-Out*) et du *private equity* témoigne également de cette prise de risque croissante.

Les gains de revenus passent également par la prise de position sur des marchés bancaires en forte croissance dans des pays sous-bancarisés et risqués (cf. développements en Chine) ou par des mouvements de consolidations de plus grande envergure en Europe (cf. encadré en annexe sur les mouvements de restructuration).

Il en résulte la nécessité pour les établissements bancaires européens de préserver un niveau de fonds propres adéquat et une couverture des risques satisfaisante. Or, si la baisse des ratios de *Tier one*, constatée dans la plupart des grands groupes bancaires européens en juin 2005, peut être attribuée, pour une part marginale, au passage aux normes IFRS, elle témoigne surtout d'une hausse significative des risques pondérés. Par ailleurs, la baisse du provisionnement pour le risque de crédit spécifique paraît avoir atteint ses limites pour de nombreux groupes bancaires. À titre d'illustration, les agences de notation, toujours très favorables au secteur bancaire européen, ont relevé ce semestre une croissance du nombre de dégradations de notation dans le secteur bancaire européen.

Les récents messages de superviseurs ou de banquiers centraux en faveur d'un meilleur contrôle des risques potentiels dans des activités aussi diverses que les crédits structurés, les relations avec les fonds spéculatifs (*hedge funds*) ou même l'immobilier aux États-Unis témoignent de la vigilance portée aux conditions de maintien de la rentabilité affichée par les grands groupes bancaires.

<sup>8</sup> Selon la société d'assurance crédit Euler-Hermès SFAC, les défaillances d'entreprises devraient s'établir à 51000 unités en France cette année, soit une progression de 5 %, contre, respectivement, + 1,5 % en 2004 et + 11,3 % en 2003. L'agence Fitch (rapport du 21 septembre 2005 sur l'activité de rating) perçoit une remontée du risque entreprises aux États-Unis pour les prochains trimestres.

# ANNEXE I

## Les opérations de rapprochement bancaire depuis le début de 2004

### Mouvements de concentration bancaire au niveau national

En France, le groupe Caisse d'épargne, qui avait acquis en 2003 la filiale française du groupe italien Sanpaolo IMI, est devenu le troisième acteur du secteur bancaire grâce à l'opération « Refondation » à la mi-2004, principalement grâce à l'acquisition de la compagnie financière Eulia et de CDC Ixis, auparavant détenues en commun avec la Caisse des dépôts et consignations. Parallèlement, le groupe a restructuré ses lignes de métier, notamment en organisant sa banque de financement et d'investissement autour d'Ixis Corporate Investment Bank et son pôle immobilier autour du Crédit foncier de France.

Dans le prolongement de la prise de contrôle en 2003 du groupe Crédit Lyonnais par le groupe Crédit agricole, des regroupements d'entités par lignes de métiers ont été réalisés. Le plus notable, en 2004, a été le rapprochement des activités de banque de financement et d'investissement au sein de Calyon. Des regroupements se sont poursuivis dans le crédit à la consommation, le crédit-bail et l'affacturage en 2005.

Par ailleurs, au début de 2005, BNP Paribas, premier acteur du crédit à la consommation en Europe *via* Cetelem, a renforcé sa position dans ce secteur en France en signant un accord de contrôle conjoint de Cofinoga avec le groupe Galeries Lafayette.

En Allemagne, la levée, le 19 juillet dernier des garanties d'État sur les *Landesbanken*, en se traduisant pour quatre des douze établissements par la perte de leur indépendance, devrait favoriser un mouvement de consolidation interne. Toutefois, le maintien de barrières réglementaires à l'acquisition de banques publiques par des banques privées limite la portée de cette mesure sur d'éventuels mouvements de restructurations. Quelques regroupements ont toutefois eu lieu entre *Landesbanken* et caisses d'épargne.

Aux États-Unis, après le rachat de Fleet Boston par Bank of America à la fin de 2003, une nouvelle opération de très grande envergure est intervenue, avec le rapprochement, début 2004, de JP Morgan Chase et

de Bank One. Celui-ci a conduit à la constitution du deuxième groupe bancaire du pays. Depuis, d'autres opérations sont intervenues, d'ampleur moindre mais parfois significative, comme l'acquisition par Wachovia d'Alabama South Trust. Enfin, depuis le début de 2005, plusieurs rachats d'émetteurs indépendants de cartes bancaires ont été conclus, le plus important étant celui de MBNA, premier acteur mondial du secteur, par Bank of America en juin 2005.

Au Japon, les groupes Mitsubishi Financial Group et UFJ, respectivement deuxième et quatrième groupes nationaux en termes d'actifs, ont annoncé leur rapprochement à la mi-2004, en dépit d'actions juridiques lancées par leur concurrent Sumitomo. Les deux banques, aux activités et implantations complémentaires, devraient réaliser plus de 30 % des prêts aux particuliers et aux PME du Japon et constituer le plus grand groupe bancaire mondial en termes de total de bilan. La nouvelle entité, MUFJ, devrait entrer en activité en 2006.

### Des opérations transfrontalières d'envergure en Europe

À l'automne 2004, la réussite de l'offre publique d'achat de l'espagnol Santander Central Hispano sur le britannique Abbey National a relancé les réflexions sur l'opportunité de nouveaux rapprochements transfrontaliers à grande échelle en Europe. Toutefois, les systèmes bancaires nationaux présentent encore de fortes disparités juridiques, fiscales et culturelles, particulièrement en banque de détail. À cet égard, le système bancaire italien a bien illustré les évolutions possibles. Un accord a été trouvé en juin 2005 pour la reprise du deuxième groupe bancaire allemand, HypoVereinsbank, par le deuxième groupe italien, UniCredit. Les deux partenaires étant particulièrement bien placés en Europe de l'Est, c'est un acteur majeur qui devrait s'affirmer dans cette région à fort potentiel commercial. Les discussions entre le groupe italien Sanpaolo IMI et Dexia n'ont finalement pas abouti, ainsi que la tentative d'offre publique d'achat de BBVA sur BNL, tandis qu'ABN Amro a finalement réussi à prendre le contrôle de Banca Antonveneta.



De manière plus ciblée, des opérations d'acquisition ont été réalisées en Europe dans le cadre du développement d'un métier. Ainsi, le groupe suisse UBS a poursuivi l'absorption des activités de ses concurrents dans la gestion de fortune dans plusieurs pays. Dans la gestion d'actifs, à la mi-2005, Banca Intesa et son principal actionnaire, Crédit agricole SA, ont fusionné leurs activités en Italie. Dans le domaine du crédit à la consommation, la Société générale a réalisé depuis fin 2004 quatre prises de contrôle en Allemagne, en Italie, en Russie et en Pologne.

Enfin, les participations croisées entre groupes bancaires tendent à se défaire, à l'instar des cessions par la Société générale et Royal Bank of Scotland des titres détenus au capital de SCH.

**Des politiques d'acquisitions ciblées sur des marchés porteurs**

La fragmentation encore importante du système bancaire aux États-Unis a incité des groupes étrangers à poursuivre leur implantation. Ainsi, des banques britanniques ont conclu des rapprochements significatifs depuis 2003. Après l'acquisition d'Household (crédit à la consommation et à l'habitat) en 2002, HSBC a acquis Metris, le onzième émetteur de cartes de crédit, à la mi-2005. Parallèlement, en 2004, Royal Bank of

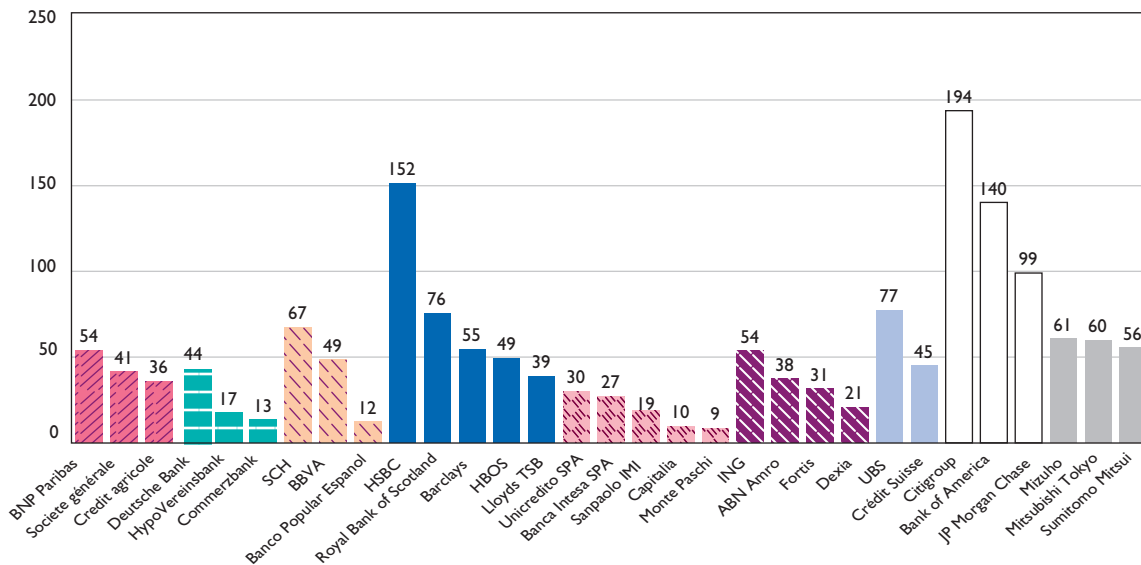
Scotland a renforcé sa position en prenant le contrôle de plusieurs établissements régionaux, particulièrement Charter One *via* sa filiale Citizens, qui devrait ainsi devenir l'une des dix premières banques du pays. Pour sa part, BNP Paribas, déjà bien implantée dans l'ouest du pays *via* sa filiale Bancwest, a consolidé sa part de marché en banque de détail dans la région, tout en se positionnant sur le marché en fort développement de la multigestion. Enfin, bien implanté au Mexique, le groupe espagnol BBVA a entrepris son développement dans le sud des États-Unis.

Sur les marchés émergents, l'Asie a suscité de nouveaux investissements, en liaison avec les processus de libéralisation mis en place à l'égard des capitaux étrangers, notamment en Chine, en Inde et en Corée du Sud. Ainsi, les banques anglo-saxonnes sont apparues les plus dynamiques, avec, en particulier, des acquisitions en Chine, soit dans de grandes banques d'État (HSBC, Bank of America, RBoS), soit dans des banques régionales (Citigroup). D'autres groupes semblent avoir choisi ce second type d'opération (ING, Deutsche Bank, BNP Paribas...).

De la même façon, la Turquie, dont le système bancaire fait l'objet d'une importante réforme, a suscité les investissements de grandes banques étrangères, comme BNP Paribas, UniCredit et Fortis depuis le début de l'année 2005.

**Capitalisation boursière au 27 septembre 2005**

(en milliards d'euros)



Source : Reuters

## ANNEXE 2

## Méthodologie

## Exercice 2004

## Sélection des banques

L'étude sur la rentabilité des banques internationales se fonde sur l'analyse des résultats sur base consolidée des cinq principaux groupes bancaires en 2004 de chacun des neuf pays et groupes de pays suivants : Allemagne, Benelux, Espagne, États-Unis, France, Italie, Japon, Royaume-Uni, Suisse. Les établissements de crédit ont été classés selon le montant de leurs fonds propres de base (*Tier 1*), au sens de l'accord de Bâle sur le ratio international de solvabilité (dit « *ratio Cooke* »), d'après l'enquête publiée par la revue *The Banker* en juillet 2005. Les groupes bancaires retenus sont les suivants :

**Allemagne** : Deutsche Bank, Bayerische HypoVereinsbank, Dresdner Bank, Commerzbank, Landesbank Bade-Württemberg ;

**Benelux** : ABN Amro, ING, Rabobank, Fortis, Dexia ;

**Espagne** : Santander Central Hispano (SCH), Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), La Caja de Ahorros de Barcelona (La Caixa), La Caja de Ahorros de Madrid, Banco Popular Español ;

**États-Unis** : Citigroup, Bank of America Corporation, JP Morgan Chase & Co, Wells Fargo & Co, Wachovia Corporation ;

**France** : BNP Paribas, Crédit agricole SA, Société générale, groupe Caisse d'épargne, groupe Banque populaire ;

**Italie** : Banca Intesa, UniCredit, Sanpaolo IMI, Capitalia, Banca Monte dei Paschi di Siena ;

**Japon** : Mitsubishi Tokyo Financial Group, Sumitomo Mitsui Financial Group, Mizuho Financial Group, UFJ, Resona ;

**Royaume-Uni** : HSBC, Royal Bank of Scotland, Barclays, HBOS, Lloyds TSB ;

**Suisse** : UBS, Crédit Suisse, Zürcher Kantonalbank, Schweizer Verband des Raiffensbanken, EFG Bank European Financial Group.

## La comparaison des résultats et de la rentabilité

L'étude porte sur les comptes de résultats consolidés des exercices 2003 et 2004, arrêtés au 31 décembre, sauf pour les banques japonaises qui arrêtent leurs comptes au 31 mars. Les données sont issues de la base Bankscope. Pour faciliter la lecture des soldes et les comparaisons de niveaux, les données des pays hors zone euro ont été converties en euros, sur la base des cours au 31 décembre de chaque année pour les capitaux propres et le total des actifs, et sur la base des cours moyens durant l'exercice pour les autres agrégats. Naturellement, les pourcentages de variation d'une année à l'autre, ainsi que les ratios de rentabilité, ont été calculés à partir des données exprimées en monnaie nationale, afin d'éviter les effets liés aux fluctuations des taux de change.

## Premier semestre 2005

Pour le premier semestre 2005, les analyses reposent sur les données publiées par un échantillon de groupes bancaires européens.

**Allemagne** : Deutsche Bank, Bayerische HypoVereinsbank, Commerzbank ;

**Benelux** : ABN Amro, ING, Fortis, Dexia ;

**Espagne** : SCH, BBVA, La Caixa ;

**France** : BNP Paribas, groupe Crédit agricole, Société générale, groupe Banque populaire ;

**Italie** : Banca Intesa, UniCredit ;

**Royaume-Uni** : HSBC, Royal Bank of Scotland, Barclays, Lloyds TSB ;

**Suisse** : UBS, Crédit Suisse.





# Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004

**Isabelle GEST, Hervé GRANDJEAN**

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service d'Études et Statistiques des opérations financières*

*Sur la base des résultats de la dernière enquête annuelle menée par la Banque de France auprès des établissements bancaires, le patrimoine en valeurs mobilières des ménages s'est légèrement accru en 2004 (2,9 %, après 6,6 % en 2003). L'augmentation des encours, exclusivement due aux effets de valorisation, a reflété, pour l'essentiel, l'incidence de la progression des cours de titres de capital.*

*On dénombrait, fin 2004, 14,9 millions de comptes-titres ouverts par les personnes physiques (clients des teneurs de comptes conservateurs répondant à l'enquête de la Banque de France), soit une diminution de plus de 230 000 comptes par rapport à l'année précédente. Le portefeuille moyen s'élevait, à cette même date, à 19 070 euros, contre 18 260 euros un an auparavant (+ 4,4 %).*

*Les avoirs en titres détenus par les ménages étaient composés, fin 2004, pour un peu plus de la moitié (50,5 %) de titres d'OPCVM – dont 9,2 % d'OPCVM monétaires –, pour près du tiers (32,6 %) d'actions cotées et pour le solde (16,8 %) d'obligations françaises en quasi-totalité. La part des actions cotées a continué d'être nettement supérieure à la moyenne dans les tranches de portefeuille de montant élevé, tout en apparaissant également significative dans la tranche de portefeuille la plus basse (moins de 7 600 euros).*

*La répartition des portefeuilles par catégories socio-professionnelles (CSP) a peu varié par rapport à 2003. Les inactifs, catégorie majoritairement composée de retraités, demeurent de loin les premiers détenteurs de valeurs mobilières, avec 50,7 % des encours, devant les salariés non cadres (16,6 %) et les cadres supérieurs (13,2 %). La répartition par âge confirme cette observation en mettant en évidence la nette prépondérance des « seniors ».*

*En dépit de la large diffusion des valeurs mobilières, tout particulièrement des actions cotées, la concentration des portefeuilles reste forte : plus de 63 % de l'encours global était logé dans seulement 11 % des comptes ouverts auprès des établissements participant à l'enquête.*

Mots clés : valeurs mobilières, personnes physiques, portefeuilles-titres

Code JEL : G11

## I | Les ménages ont allégé leurs portefeuilles-titres en 2004, dans un contexte de hausse sensible des marchés boursiers

### I | Une augmentation du montant des portefeuilles-titres essentiellement due à la progression des cours boursiers

Sur l'ensemble de l'année 2004, l'accroissement du montant global des portefeuilles des ménages (7,9 milliards d'euros, soit 2,9 %) est du à la hausse des cours des actions cotées détenues directement ou *via* des OPCVM.

Pour plus de la moitié (50,5 %), la valeur des portefeuilles est constituée de *titres d'OPCVM*, dont 9,2 % d'OPCVM monétaires. Le portefeuille de titres d'OPCVM monétaires a diminué de 11,2 %, notamment sous l'effet de désinvestissements nets d'un montant de 3,4 milliards d'euros. L'encours des autres titres d'OPCVM a augmenté de 3,1 %, en raison principalement de la contribution positive des effets de valorisation (5,7 %), les flux nets ayant été négatifs à hauteur de 2,5 milliards d'euros.

Confortée par la progression des cours, la part des *actions cotées* (32,6 %) dans les portefeuilles s'est légèrement renforcée, en grande majorité au bénéfice des actions françaises (28,9 %). L'encours des portefeuilles d'actions françaises cotées a augmenté de 9,7 %, alors que celui des portefeuilles d'actions étrangères a diminué (-2,8 %). Les ménages ont été, sur l'année, vendeurs nets d'actions cotées, pour un montant de 2,7 milliards d'euros, soit 3,1 % de l'encours à fin décembre 2003.

L'encours d'*obligations*, qui représentait, fin 2004, 16,8 % des portefeuilles, essentiellement sous forme de titres français, a augmenté de 1,5 %. Les ventes nettes ont atteint 0,4 milliard d'euros et les mouvements nets sans contrepartie monétaire (transferts de comptes-titres hors du périmètre des conservations participant à l'enquête, etc.) - 0,8 milliard. Ces mouvements ont été plus que compensés par une augmentation de la valeur des portefeuilles de 3,8 %, soit 1,8 milliard d'euros. Pour autant, la moins bonne performance du marché obligataire par rapport aux marchés actions a conduit à une légère diminution de la part des obligations dans les portefeuilles-titres des ménages.

#### Portefeuilles-titres des ménages

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros - variations, structures et flux nets en %)

	Encours					Contributions (en %) à la variation globale de l'encours en 2004		
	Déc. 2003	Déc. 2004	Variation (a)	Structure		Flux nets	Valorisation (b)	Mouvements sans contrepartie monétaire
				2003	2004			
Actions	85,7	92,7	8,2	31,0	32,6	- 3,2	6,8	4,6
Françaises cotées	74,9	82,2	9,7	27,1	28,9	- 2,5	7,6	4,7
Étrangères	10,8	10,5	- 2,8	3,9	3,7	- 7,4	0,9	3,7
Obligations	47,1	47,8	1,5	17,1	16,8	- 0,8	3,8	- 1,5
Françaises	45,9	46,5	1,3	16,6	16,4	- 0,9	3,9	- 1,7
Étrangères	1,2	1,3	8,3	0,4	0,5	0,0	0,0	8,3
Titres d'OPCVM	143,3	143,5	0,1	51,9	50,5	- 4,1	4,8	- 0,6
OPCVM monétaires	29,5	26,2	- 11,2	10,7	9,2	- 11,5	1,4	- 1,0
Autres titres d'OPCVM	113,8	117,3	3,1	41,2	41,3	- 2,2	5,7	- 0,4
<b>Total</b>	<b>276,1</b>	<b>284,0</b>	<b>2,9</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>- 3,3</b>	<b>5,3</b>	<b>0,9</b>

(a) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre

(b) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés), du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

## 1 | 2 Le nombre de comptes-titres a diminué de 1,5 %

Le nombre de comptes-titres ouverts au nom de personnes physiques clientes des établissements informateurs de l'enquête-titres s'est établi, au 31 décembre 2004, à 14,889 millions, contre 15,120 millions à la fin de l'année précédente, soit une diminution de 1,5 %, plus modérée que celle de l'année 2003 (- 2,3 %).

La valeur moyenne des portefeuilles s'élevait au 31 décembre 2004 à 19 070 euros, en hausse de 4,4 % par rapport à fin 2003.

## 2 | Répartition par CSP : près de la moitié des avoirs est détenue par les inactifs

### 2 | 1 La répartition des portefeuilles par CSP a peu varié

La répartition par catégories socio-professionnelles (CSP) du nombre de comptes-titres et celle de la valeur des portefeuilles détenus par les ménages sont globalement très stables. On observe toutefois quelques évolutions plus marquées :

- en nombre de comptes, la part des inactifs s'est renforcée (+0,8 point), mais, en valeur des portefeuilles détenus, elle a baissé (- 0,4 point) ;

#### Ventilation du nombre de comptes et du montant des portefeuilles (en fin d'année)

(en %)

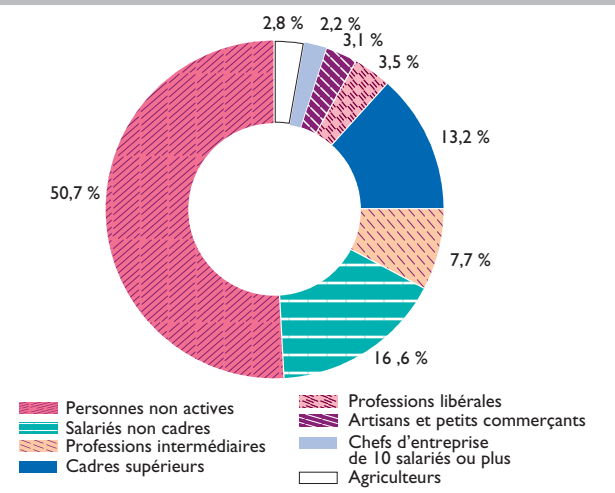
	Nombre de comptes	Montants des portefeuilles						Montant total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		Françaises cotées	Étrangères	Françaises (a)	Étrangères	Monétaires	Autres	
<b>Agriculteurs</b>								
2003	3,5	2,6	1,4	5,0	1,1	2,0	3,0	3,1
2004	3,3	2,4	1,1	4,2	0,6	2,1	2,8	2,8
<b>Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (b)</b>								
2003	0,7	2,5	1,9	0,5	1,8	4,7	1,4	1,9
2004	0,7	2,9	2,3	0,5	3,4	5,9	1,7	2,2
<b>Artisans et petits commerçants</b>								
2003	3,7	3,3	2,6	2,7	3,0	5,6	3,5	3,4
2004	3,7	3,0	2,4	2,4	2,5	5,3	3,2	3,1
<b>Professions libérales</b>								
2003	2,4	4,1	4,8	1,2	2,5	5,6	3,5	3,5
2004	2,4	3,9	4,9	1,2	2,4	6,4	3,6	3,5
<b>Cadres supérieurs</b>								
2003	9,9	15,5	17,4	4,8	8,6	18,6	12,0	12,4
2004	10,0	16,3	19,1	4,8	13,2	20,7	12,9	13,2
<b>Professions intermédiaires (c)</b>								
2003	12,8	9,1	9,0	5,5	5,2	7,9	9,3	8,3
2004	12,8	8,5	7,5	5,3	5,8	6,7	8,6	7,7
<b>Salariés non cadres</b>								
2003	28,9	15,0	7,3	18,8	12,6	11,1	18,4	16,4
2004	28,3	15,2	8,9	18,2	8,7	12,2	18,6	16,6
<b>Personnes non actives</b>								
2003	38,1	48,0	55,7	61,3	65,2	44,4	48,9	51,0
2004	38,9	47,8	53,8	63,4	63,5	40,5	48,6	50,7
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) Y compris titres participatifs

(b) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans la classification antérieure à décembre 1997.

(c) Correspond à « cadres moyens » dans la classification antérieure à décembre 1997.

Répartition des portefeuilles par CSP



• à l'inverse, le poids des salariés non cadres a diminué en termes de nombre de comptes, mais a augmenté en termes de montant détenu ;

• enfin, la contribution des cadres supérieurs s'est accrue, tant en nombre de comptes qu'en valeur des portefeuilles détenus.

Les inactifs demeurent de loin le principal groupe de titulaires de comptes-titres (38,9 % du nombre total de comptes) et de détenteurs de valeurs mobilières (50,7 % de la valeur totale des portefeuilles).

2 | 2 Par CSP, la structure des portefeuilles demeure fortement différenciée

Composition des portefeuilles et portefeuilles moyens

(en %)

	Répartition de la valeur des portefeuilles						Total	Portefeuille moyen CSP/ portefeuille moyen des ménages
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM			
	Françaises cotées	Étrangères	Françaises (a)	Étrangères	Monétaires	Autres		
<b>Agriculteurs</b>								
2003	23,8	1,5	31,6	0,2	5,8	37,0	100,0	0,91
2004	26,0	1,4	28,1	0,1	6,2	38,2	100,0	0,86
<b>Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (b)</b>								
2003	39,0	3,6	5,5	0,5	23,3	28,2	100,0	2,68
2004	39,3	3,8	4,5	0,8	22,0	29,7	100,0	3,17
<b>Artisans et petits commerçants</b>								
2003	27,3	2,7	15,4	0,4	14,9	39,3	100,0	0,93
2004	28,6	2,7	14,8	0,4	14,1	39,4	100,0	0,85
<b>Professions libérales</b>								
2003	33,8	5,0	7,1	0,3	14,9	38,9	100,0	1,46
2004	33,7	5,0	6,5	0,3	15,1	39,4	100,0	1,44
<b>Cadres supérieurs</b>								
2003	36,1	5,1	7,7	0,3	13,7	37,1	100,0	1,24
2004	37,2	5,2	6,9	0,5	12,9	37,5	100,0	1,33
<b>Professions intermédiaires (c)</b>								
2003	31,4	3,9	13,1	0,3	8,6	42,7	100,0	0,65
2004	33,3	3,5	13,0	0,4	7,2	42,7	100,0	0,61
<b>Salariés non cadres</b>								
2003	26,3	1,6	22,5	0,4	6,2	43,0	100,0	0,57
2004	27,6	1,9	20,9	0,3	6,1	43,2	100,0	0,59
<b>Personnes non actives</b>								
2003	27,1	3,9	23,7	0,6	8,0	36,8	100,0	1,34
2004	28,4	3,8	23,8	0,6	6,6	36,8	100,0	1,30

(a) Y compris titres participatifs

(b) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans la classification antérieure à décembre 1997.

(c) Correspond à « cadres moyens » dans la classification antérieure à décembre 1997.

Les avoirs en *titres d'OPCVM* représentaient le principal poste des portefeuilles pour toutes les catégories de détenteurs, de 43,4 % pour les personnes non actives à 54,5 % pour les professions libérales.

La part des *actions françaises cotées* dans les portefeuilles de valeurs mobilières a augmenté sensiblement pour toutes les catégories de titulaires de comptes, à l'exception des professions libérales (- 0,1 point), au détriment notamment des obligations françaises et des titres d'OPCVM monétaires.

La part des *obligations* dans les portefeuilles a diminué pour presque toutes les catégories de détenteurs, tout en demeurant à des niveaux très inégaux : 28,2 % chez les agriculteurs, 24,4 % chez les inactifs, mais moins de 10 % chez les cadres supérieurs, les professions libérales et les chefs d'entreprise.

## 2 | 3 La dispersion des montants moyens de portefeuilles par CSP s'est accentuée

Le classement des catégories socio-professionnelles par tailles de portefeuille moyen est resté sensiblement le même qu'en 2003.

Les plus petits portefeuilles ont été observés dans les catégories des salariés non cadres (dont le portefeuille

moyen représentait 59 % de celui des personnes physiques, en augmentation de 2 points par rapport à 2003), des professions intermédiaires (61 %, - 4 points), des artisans et petits commerçants (85 %, - 8 points) et des agriculteurs (86 %, - 5 points), avec des montants moyens compris entre 11 200 euros et 16 400 euros. À l'inverse, les portefeuilles moyens les plus importants apparaissent dans la catégorie des chefs d'entreprise (317 %, + 49 points), avec un montant moyen de portefeuille de 60 400 euros.

Sous l'effet d'une augmentation des gros portefeuilles, plus accentuée que la moyenne, les écarts du point de vue de la taille des portefeuilles moyens se sont accentués au sein de la population des ménages : à décembre 2004, le portefeuille moyen des chefs d'entreprise représentait ainsi 3,1 fois le portefeuille moyen des ménages (2,6 fois en 2003) et 5,3 fois celui des salariés non cadres (4,7 fois en 2003).

La clientèle des banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et des entreprises d'investissement (0,3 % du nombre de comptes pour 2,3 % des encours) a continué de se distinguer par une forte proportion de professions libérales et de cadres supérieurs, tant pour le nombre de comptes (31,9 %, contre 12,4 % pour l'ensemble des établissements dépositaires) que pour l'encours des titres détenus (35,7 %, contre 16,8 % pour l'ensemble). En contrepartie, les professions intermédiaires et les salariés non cadres sont demeurés moins bien représentés que dans les trois grandes banques et les autres établissements.

### Répartition du nombre de comptes-titres par catégories socio-professionnelles et par types de teneurs de comptes

(en %)

	Banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et entreprises d'investissement		Les trois grandes banques (a)		Autres établissements		Total	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Agriculteurs	0,7	0,6	0,4	0,4	4,2	3,9	3,5	3,3
Chefs d'entreprise, artisans et commerçants	3,0	2,9	3,9	3,9	4,5	4,5	4,4	4,4
Professions libérales et cadres supérieurs	34,4	31,9	17,6	18,1	11,0	11,1	12,3	12,4
Professions intermédiaires	8,6	8,1	14,6	14,7	12,4	12,4	12,8	12,8
Salariés non cadres	7,0	6,4	22,1	21,7	30,5	29,8	28,9	28,3
Personnes non actives	46,3	50,1	41,3	41,2	37,4	38,4	38,1	38,9
<b>Part du nombre total de compte-titres</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>18,9</b>	<b>18,2</b>	<b>80,8</b>	<b>81,5</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) BNP Paribas, Crédit Lyonnais et Société générale

## Répartition de l'encours des portefeuilles par catégories socio-professionnelles et par types de teneurs de comptes

(en %)

	Banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et entreprises d'investissement		Les trois grandes banques (a)		Autres établissements		Total	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Agriculteurs	0,9	0,8	0,5	0,5	4,2	3,7	3,1	2,8
Chefs d'entreprise, artisans et commerçants	4,3	3,7	5,7	5,5	5,2	5,3	5,3	5,3
Professions libérales et cadres supérieurs	36,8	35,7	21,4	21,7	12,9	14,3	15,8	16,8
Professions intermédiaires	4,8	4,8	8,8	8,9	8,3	7,4	8,3	7,7
Salariés non cadres	4,0	2,2	8,4	8,6	19,9	20,0	16,4	16,6
Personnes non actives	49,3	52,9	55,2	54,8	49,5	49,2	51,0	50,7
<b>Part du nombre total de comptes-titres</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>27,0</b>	<b>26,1</b>	<b>70,5</b>	<b>71,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(a) BNP Paribas, Crédit Lyonnais et Société générale

### 3 | Répartition par tranches d'âge : la part des seniors reste prépondérante

Entre 2003 et 2004, la répartition des portefeuilles par tranches d'âge a peu varié. Un peu plus encore qu'en 2003, la détention de valeurs mobilières était, fin 2004, fortement concentrée sur les tranches les plus âgées de la population. Les personnes âgées de 56 ans et plus, qui recourent, dans une large mesure, la catégorie des inactifs, représentaient 52 % du nombre de comptes et 70,3 % de l'encours des portefeuilles des personnes physiques. En particulier, 82,5 % des avoirs en obligations françaises et 72,4 % des avoirs en obligations étrangères étaient détenus par des personnes âgées de 56 ans et plus.

À l'inverse, les moins de 26 ans ne détenaient que 1,2 % des avoirs en portefeuille et 3,8 % des comptes-titres.

Les titres d'OPCVM autres que monétaires et les actions françaises cotées sont restés les deux premiers supports de placement pour toutes les tranches d'âge. Les personnes physiques âgées de plus de 65 ans ont continué de se distinguer par une détention d'obligations françaises plus forte que la moyenne (23,5 % de leurs avoirs en portefeuille, contre 17,6 % pour l'ensemble de la population couverte par l'enquête) et, au regard des autres tranches d'âge, par une plus faible part de leur portefeuille investie en actions françaises (26,1 %, contre 28,8 % pour l'ensemble de la population).

## Répartition détaillée des portefeuilles en valeurs mobilières par tranches d'âge

En 2003

(en %)

	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Montant total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 18 ans	1,5	0,7	1,9	0,6	0,3	1,0	0,5	0,7
De 18 à 25 ans	2,8	0,8	1,0	0,6	0,5	0,9	0,8	0,8
De 26 à 35 ans	10,5	4,0	3,6	1,7	2,9	4,4	4,1	3,6
De 36 à 45 ans	15,2	10,4	8,1	5,2	9,7	12,6	10,1	9,5
De 46 à 55 ans	19,0	18,4	14,5	11,0	15,9	19,6	16,9	16,4
De 56 à 65 ans	17,8	21,2	18,8	15,9	21,9	22,5	20,2	19,9
Plus de 65 ans	33,2	44,6	52,1	65,0	48,8	38,9	47,5	49,2
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Répartition détaillée des portefeuilles en valeurs mobilières par tranches d'âge

En 2004

(en %)

	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Montant total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 18 ans	1,3	0,7	1,7	0,5	0,2	1,0	0,3	0,6
De 18 à 25 ans	2,5	0,7	0,8	0,5	0,2	0,8	0,6	0,6
De 26 à 35 ans	10,3	3,7	3,2	1,5	2,8	4,1	3,8	3,3
De 36 à 45 ans	15,2	10,2	7,9	4,8	9,0	12,3	9,9	9,2
De 46 à 55 ans	18,7	17,7	14,8	10,1	15,4	19,8	16,4	15,9
De 56 à 65 ans	18,5	22,0	19,3	16,2	21,7	22,8	21,1	20,6
Plus de 65 ans	33,5	45,0	52,2	66,3	50,7	39,2	47,9	49,7
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Composition des portefeuilles par tranches d'âges

En 2003

	Valeur des portefeuilles						Total
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
	Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 18 ans	27,1	10,8	17,6	0,3	16,1	28,2	100,0
De 18 à 25 ans	27,5	5,1	13,2	0,4	12,1	41,7	100,0
De 26 à 35 ans	29,6	3,7	8,5	0,5	12,3	45,4	100,0
De 36 à 45 ans	29,9	3,2	9,9	0,6	13,4	42,9	100,0
De 46 à 55 ans	30,5	3,3	12,1	0,6	12,1	41,4	100,0
De 56 à 65 ans	29,1	3,6	14,4	0,7	11,4	40,8	100,0
Plus de 65 ans	24,7	4,0	23,8	0,6	8,0	38,9	100,0
<b>Ensemble</b>	<b>27,3</b>	<b>3,8</b>	<b>18,0</b>	<b>0,6</b>	<b>10,1</b>	<b>40,2</b>	<b>100,0</b>

En 2004

	Valeur des portefeuilles						Total
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
	Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 18 ans	35,6	10,1	15,5	0,2	15,2	23,4	100,0
De 18 à 25 ans	31,6	4,5	13,0	0,1	11,4	39,3	100,0
De 26 à 35 ans	31,9	3,5	7,7	0,4	11,1	45,4	100,0
De 36 à 45 ans	31,8	3,1	9,2	0,5	12,1	43,3	100,0
De 46 à 55 ans	31,9	3,4	11,2	0,5	11,3	41,7	100,0
De 56 à 65 ans	30,8	3,4	13,9	0,6	10,1	41,3	100,0
Plus de 65 ans	26,1	3,8	23,5	0,5	7,2	38,9	100,0
<b>Ensemble</b>	<b>28,8</b>	<b>3,6</b>	<b>17,6</b>	<b>0,5</b>	<b>9,1</b>	<b>40,4</b>	<b>100,0</b>

Dans les banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et les entreprises d'investissement, la tranche d'âge 26 ans-35 ans est sous-représentée en nombre de comptes (7,2 %, contre 10,3 % pour l'ensemble des établissements), alors que celle des plus de 65 ans est légèrement sur-représentée (36,2 %, contre 33,5 % pour l'ensemble des teneurs de comptes conservateurs).

En encours, les moins de 26 ans sont sur-représentés dans ces établissements (3,9 %, contre 1,2 % pour l'ensemble des établissements). Les plus de 65 ans sont, quant à eux, légèrement sur-représentés dans les trois grandes banques (52,0 %, contre 49,7 % pour l'ensemble).



## Répartition du nombre de comptes-titres par tranches d'âge et par types de teneurs de comptes

(en %)

	Banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et entreprises d'investissement		Les trois grandes banques (a)		Autres établissements		Total	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Moins de 18 ans	2,3	2,2	0,8	0,8	1,6	1,4	1,5	1,3
De 18 à 25 ans	2,8	2,7	2,3	1,7	2,9	2,7	2,8	2,5
De 26 à 35 ans	7,9	7,2	11,8	11,3	10,2	10,1	10,5	10,3
De 36 à 45 ans	14,4	13,5	15,3	15,3	15,2	15,3	15,2	15,2
De 46 à 55 ans	18,6	18,0	19,1	18,7	19,0	18,7	19,0	18,7
De 56 à 65 ans	19,4	20,2	18,1	19,0	17,7	18,4	17,8	18,5
Plus de 65 ans	34,7	36,2	32,6	33,2	33,3	33,5	33,2	33,5
<b>Part du nombre total de comptes-titres</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>17,0</b>	<b>16,3</b>	<b>82,5</b>	<b>83,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

## Répartition de l'encours des portefeuilles par tranches d'âge et par types de teneurs de comptes

(en %)

	Banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et entreprises d'investissement		Les trois grandes banques (a)		Autres établissements		Total	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Moins de 18 ans	2,7	2,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	0,6
De 18 à 25 ans	1,5	1,5	0,6	0,5	0,8	0,6	0,8	0,6
De 26 à 35 ans	4,9	4,5	3,5	3,4	3,6	3,3	3,6	3,3
De 36 à 45 ans	9,4	10,1	8,7	8,6	9,7	9,4	9,5	9,2
De 46 à 55 ans	14,2	14,2	15,7	15,6	16,8	16,1	16,4	15,9
De 56 à 65 ans	19,4	20,2	18,9	19,4	20,3	21,0	19,9	20,6
Plus de 65 ans	47,8	47,0	52,2	52,0	48,1	49,0	49,2	49,7
<b>Part du nombre total de comptes-titres</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>25,6</b>	<b>24,7</b>	<b>70,3</b>	<b>70,8</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

#### 4| Répartition des portefeuilles : concentration forte dans les tranches les plus élevées

Les portefeuilles supérieurs à 76 000 euros représentaient, fin 2004, 4,6 % du nombre de comptes (sans changement par rapport à 2003) et 45,7 % de la valeur des titres déposés (45,0 % en 2003). À l'inverse, les avoirs inférieurs à 7 600 euros représentaient 59,4 % du nombre de comptes (sans changement par rapport à 2003) et 8,0 % des montants (8,3 % en 2003).

Les plus gros portefeuilles (plus de 152 000 euros) concentraient 69,2 % des avoirs en obligations étrangères, 56,4 % des placements en actions étrangères et 50,3 % des avoirs en titres d'OPCVM monétaires. En revanche, la détention des trois autres catégories de valeurs mobilières, obligations

françaises, actions françaises et autres titres d'OPCVM, était plus également répartie entre les différentes tranches de compte.

Pour toutes les tranches de montant, à l'exception de celle supérieure à 152 000 euros, les titres d'OPCVM non monétaires représentaient, fin 2004, le premier support de placement (de 38,8 % à 51,4 % du portefeuille selon les tranches). Pour les portefeuilles supérieurs à 152 000 euros, cette place est occupée par les actions françaises cotées qui demeurent, par ailleurs, le deuxième poste du portefeuille pour toutes les autres tranches de montant.

La répartition des comptes-titres selon les catégories de teneurs de comptes montre que la clientèle des banques spécialisées dans la gestion de portefeuille et les entreprises d'investissement demeure majoritairement concentrée sur les tranches les



## Répartition détaillée des comptes par montants

En 2003

(en %)

	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Montant total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 7 600 euros	59,4	10,1	5,7	3,9	1,7	3,2	10,7	8,3
De 7 601 à 15 000 euros	14,6	8,0	4,2	9,0	2,4	4,7	11,7	9,1
De 15 001 à 38 000 euros	15,1	16,6	8,7	24,5	5,2	11,1	22,5	19,5
De 38 001 à 76 000 euros	6,3	15,8	10,3	22,1	7,7	12,4	18,7	17,5
De 76 001 à 152 000 euros	3,1	15,7	13,4	18,2	10,2	14,7	15,2	15,8
Plus de 152 000 euros	1,5	33,9	57,8	22,1	72,8	53,8	21,2	29,9
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

En 2004

(en %)

	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles						Montant total des portefeuilles
		Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
		Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 7 600 euros	59,4	9,4	5,8	3,6	1,8	3,6	10,3	8,0
De 7 601 à 15 000 euros	14,6	7,7	4,4	8,5	3,1	5,5	11,7	9,1
De 15 001 à 38 000 euros	14,9	15,9	9,2	23,9	7,3	12,4	22,9	19,5
De 38 001 à 76 000 euros	6,4	15,4	10,3	22,4	7,2	13,1	19,0	17,7
De 76 001 à 152 000 euros	3,1	16,1	13,9	19,0	11,5	15,1	15,9	16,3
Plus de 152 000 euros	1,5	35,6	56,4	22,7	69,2	50,3	20,2	29,4
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

plus hautes (supérieures à 38 000 euros). À fin 2004, celles-ci représentaient 52,9 % du nombre de comptes (contre 11,0 % pour l'ensemble des établissements teneurs de comptes conservateurs) et 96,8 % des encours détenus (contre 63,4 % pour l'ensemble).

La clientèle des trois grandes banques demeure beaucoup moins concentrée. Cela étant, les tranches

supérieures à 38 000 euros y représentaient, à fin 2004, 15,3 % du nombre de comptes et 71,7 % des encours détenus.

Dans les autres établissements, la clientèle apparaît davantage diversifiée, les tranches les plus élevées représentant 9,9 % du nombre de comptes et 58,2 % des encours.

## Composition des portefeuilles par tranches de montant

En 2003

(en %)

	Valeur des portefeuilles						Total
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
	Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 7 600 euros	33,0	2,6	8,5	0,1	4,0	51,8	100,0
De 7 601 à 15 000 euros	23,7	1,7	17,8	0,2	5,4	51,3	100,0
De 15 001 à 38 000 euros	23,1	1,7	22,6	0,2	5,9	46,5	100,0
De 38 001 à 76 000 euros	24,5	2,2	22,7	0,3	7,4	42,9	100,0
De 76 001 à 152 000 euros	27,1	3,2	20,8	0,4	9,7	38,8	100,0
Plus de 152 000 euros	30,8	7,3	13,3	1,5	18,7	28,4	100,0

En 2004

(en %)

	Valeur des portefeuilles						Total
	Actions		Obligations		Titres d'OPCVM		
	Françaises	Étrangères	Françaises	Étrangères	Monétaires	Autres	
Moins de 7 600 euros	33,7	2,6	8,0	0,1	4,2	51,4	100,0
De 7 601 à 15 000 euros	24,3	1,8	16,8	0,2	5,6	51,4	100,0
De 15 001 à 38 000 euros	23,4	1,7	22,0	0,2	5,9	46,9	100,0
De 38 001 à 76 000 euros	25,1	2,1	22,7	0,2	6,8	43,0	100,0
De 76 001 à 152 000 euros	28,3	3,1	20,9	0,4	8,6	38,8	100,0
Plus de 152 000 euros	34,7	6,9	13,9	1,2	15,8	27,4	100,0

**Répartition du nombre de comptes-titres par tranches de montant et par types de teneurs de comptes**

(en %)

	Banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et entreprises d'investissement		Les trois grandes banques (a)		Autres établissements		Total	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Moins de 7 600 euros	20,8	20,3	58,6	57,7	59,9	60,0	59,4	59,4
De 7 601 à 15 000 euros	10,2	10,0	12,5	12,8	15,1	15,0	14,6	14,6
De 15 001 à 38 000 euros	17,4	16,8	14,0	14,3	15,3	15,0	15,1	14,9
De 38 001 à 76 000 euros	15,6	15,3	7,6	7,7	6,0	6,1	6,3	6,4
De 76 001 à 152 000 euros	16,4	16,6	4,6	4,7	2,7	2,7	3,1	3,1
Plus de 152 000 euros	19,7	21,0	2,7	2,9	1,1	1,1	1,5	1,5
<b>Part du nombre total de comptes-titres</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>17,0</b>	<b>16,3</b>	<b>82,5</b>	<b>83,2</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Répartition de l'encours par tranches de montant et par types de teneurs de comptes**

(en %)

	Banques spécialisées dans la gestion de portefeuilles et entreprises d'investissement		Les trois grandes banques (a)		Autres établissements		Total	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Moins de 7 600 euros	0,2	0,3	6,2	6,1	9,6	9,2	8,3	8,0
De 7 601 à 15 000 euros	0,6	0,6	6,7	6,6	10,6	10,5	9,1	9,1
De 15 001 à 38 000 euros	2,2	2,4	15,8	15,6	22,0	22,1	19,5	19,5
De 38 001 à 76 000 euros	4,9	4,9	16,3	16,1	18,8	19,1	17,5	17,7
De 76 001 à 152 000 euros	10,0	10,5	16,7	16,5	15,8	16,7	15,8	16,3
Plus de 152 000 euros	82,0	81,4	38,4	39,1	23,2	22,4	29,9	29,4
<b>Part du nombre total de comptes-titres</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>	<b>25,9</b>	<b>24,8</b>	<b>69,5</b>	<b>70,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

# Le coût du crédit aux entreprises

---

**Frédérique EDMOND**

**Direction des Études et Statistiques monétaires**

Service des Analyses et Statistiques monétaires

## **Éléments méthodologiques**

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

*L'enquête prend en compte les crédits nouveaux accordés aux sociétés non financières, ainsi qu'aux entrepreneurs individuels lorsque l'usage du prêt est professionnel. Lorsqu'un établissement bancaire ne finance qu'une partie d'un crédit, son concours est reclassé dans la tranche de montant correspondant au total du financement reçu par l'entreprise ou l'entrepreneur individuel.*

*Pour chaque catégorie de crédits et pour chaque tranche de montant, est calculé un taux effectif moyen qui correspond à la moyenne simple des taux effectifs des crédits recensés dans cette tranche. Pour chaque catégorie de crédits prise dans son ensemble, le taux effectif moyen calculé est la moyenne des taux des différentes tranches, pondérés par les montants de crédits correspondants.*

*La présente enquête exploite 22 075 déclarations relatives aux crédits consentis au mois de juillet 2005.*

Mots clés : coût du crédit, taux débiteurs, taux bancaires,  
taux d'intérêt, conditions de banque

En juillet 2005, le coût du crédit aux entreprises a, dans l'ensemble, diminué par rapport au mois d'avril 2005, sauf dans la catégorie des autres crédits à court terme dont le taux moyen n'a pratiquement pas varié.

La plus forte baisse a été enregistrée pour le coût moyen de l'escompte (- 52 points de base). Elle a résulté du net fléchissement des taux des tranches

de montants les plus élevées, alors que les taux des tranches les plus basses et des tranches intermédiaires ont connu de légères hausses ou n'ont pas varié. Par rapport à juillet 2004, le coût moyen de l'escompte a augmenté de 22 points de base.

Le coût moyen des découverts a diminué de 38 points de base. La baisse des conditions débitrices a été un

## Taux observés

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédit	Liaison coût-montant du crédit						Taux moyen
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	
<b>Escompte</b>							
Troisième trimestre 2004	4,72	5,41	5,45	4,38	3,74	(2,64)	3,63
Quatrième trimestre 2004	4,51	5,19	5,26	4,43	3,68	(2,90)	3,79
Premier trimestre 2005	4,66	5,31	5,09	4,57	3,59	(2,69)	3,98
Deuxième trimestre 2005	4,72	5,33	5,43	4,49	3,91	(4,13)	4,37
Troisième trimestre 2005	4,72	5,44	5,48	4,26	3,44	(2,72)	3,85
dont : Trimestre/Trimestre - 1	0,00	0,11	0,05	- 0,23	- 0,47	- 1,41	- 0,52
Écart-type	1,64	1,98	2,25	1,57	0,89	0,24	-
Premier décile	3,11	3,11	3,04	2,87	2,61	2,45	-
Neuvième décile	7,40	7,81	8,20	7,60	4,65	3,07	-
<b>Découvert</b>							
Troisième trimestre 2004	8,57	7,13	5,83	4,23	3,91	(3,18)	3,70
Quatrième trimestre 2004	9,13	7,43	6,38	4,82	3,99	3,74	4,14
Premier trimestre 2005	9,21	7,61	6,23	5,16	3,15	2,85	3,42
Deuxième trimestre 2005	9,24	7,43	6,60	5,01	3,94	4,08	4,16
Troisième trimestre 2005	8,68	7,26	5,47	4,38	3,47	(3,69)	3,78
dont : Trimestre/Trimestre - 1	- 0,56	- 0,17	- 1,13	- 0,64	- 0,47	- 0,39	- 0,38
Écart-type	1,95	2,36	2,20	1,68	0,81	1,52	-
Premier décile	5,85	4,10	3,32	2,86	2,67	2,55	-
Neuvième décile	10,65	10,30	9,30	6,60	4,60	4,85	-
<b>Autres court terme</b>							
Troisième trimestre 2004	4,56	4,74	4,55	3,97	3,32	3,10	3,13
Quatrième trimestre 2004	4,73	4,80	4,54	3,92	3,10	2,88	2,91
Premier trimestre 2005	4,53	4,54	4,41	3,79	3,11	2,94	2,96
Deuxième trimestre 2005	4,26	4,45	4,15	3,74	3,18	3,01	3,03
Troisième trimestre 2005	4,31	4,79	4,37	4,05	3,19	2,98	3,02
dont : Trimestre/Trimestre - 1	0,05	0,34	0,22	0,31	0,01	- 0,03	- 0,01
Écart-type	1,14	1,48	1,35	1,37	0,96	0,98	-
Premier décile	3,18	3,20	3,11	2,81	2,21	2,14	-
Neuvième décile	5,51	7,70	6,60	6,11	4,62	4,26	-
<b>Moyen et long termes</b>							
Troisième trimestre 2004	4,30	4,20	4,15	4,05	3,79	3,42	3,45
Quatrième trimestre 2004	4,27	4,21	4,15	4,06	3,82	3,43	3,46
Premier trimestre 2005	4,14	4,04	4,00	3,92	3,72	3,36	3,39
Deuxième trimestre 2005	3,99	3,89	3,80	3,78	3,58	3,29	3,31
Troisième trimestre 2005	3,83	3,71	3,61	3,61	3,47	3,02	3,05
dont : Trimestre/Trimestre - 1	- 0,16	- 0,18	- 0,19	- 0,17	- 0,11	- 0,27	- 0,26
Écart-type	0,59	0,55	0,54	0,46	0,51	0,59	-
Premier décile	3,10	3,00	2,90	2,99	2,78	2,31	-
Neuvième décile	4,65	4,50	4,31	4,20	4,13	3,86	-

NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

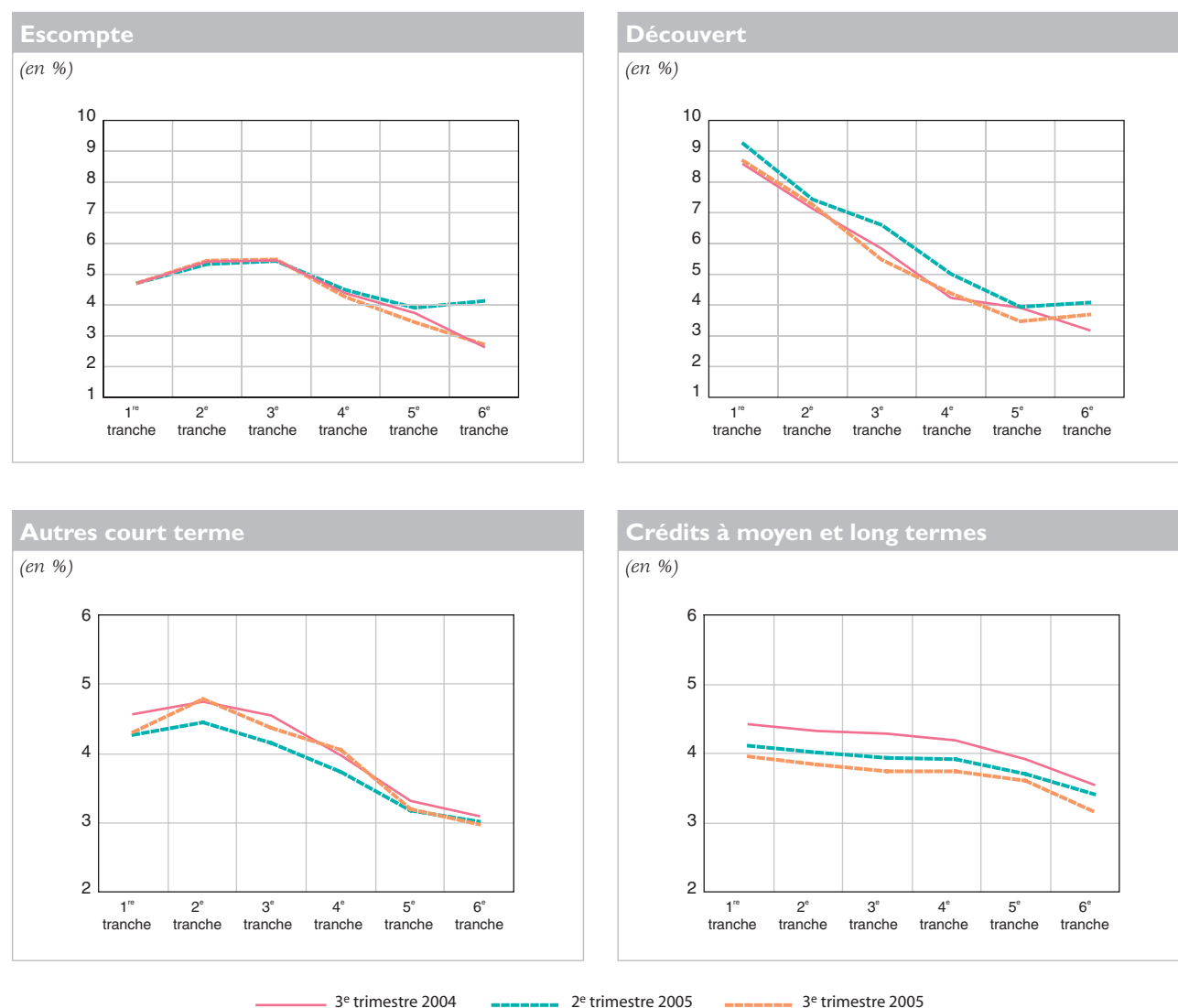
peu moins prononcée pour les tranches de montants les plus faibles que pour les autres tranches. Sur un an, le taux moyen des découverts s'est accru de 8 points de base.

Le coût moyen des autres crédits à court terme est resté presque inchangé (- 1 point de base) par rapport à avril 2005. Si les taux des crédits des tranches intermédiaires ont augmenté dans des proportions plus ou moins fortes, ces évolutions ont été plus que compensées par une très légère baisse des taux des

crédits des tranches les plus élevées. Par rapport à juillet 2004, le taux moyen des autres crédits à court terme a diminué de 11 points de base.

Le coût moyen des crédits à moyen et long termes a diminué de 26 points de base par rapport à avril 2005. Cette baisse a concerné toutes les tranches, mais elle a été un peu plus prononcée pour les crédits des tranches les plus élevées. Sur un an, le coût moyen des crédits à moyen et long termes a reculé de 40 points de base.

### Évolution des taux observés lors des enquêtes



1<sup>re</sup> tranche : ≤ 15 245 euros

2<sup>e</sup> tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros

3<sup>e</sup> tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros

4<sup>e</sup> tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros

5<sup>e</sup> tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros

6<sup>e</sup> tranche : > 1 524 490 euros



# La situation des entreprises industrielles

## Bilan 2004

---

**Direction des Entreprises**

Observatoire des entreprises

*L'année 2004 a été marquée par une nette reprise de l'activité dans l'industrie manufacturière. Malgré une amélioration de l'environnement économique, l'emploi a diminué tandis que le taux d'investissement a peu varié. Dans un contexte de hausse des prix des matières premières, les entreprises ont bien maîtrisé les coûts des consommations intermédiaires, obtenant une amélioration sensible de leur résultat et des indicateurs de rentabilité. Le renforcement des structures financières, engagé en 2002, caractérisé par un désendettement et un accroissement des fonds propres, s'est poursuivi en dépit de la réalisation d'opérations de croissance externe, notamment dans de grandes entreprises.*

*Outre les éléments présentés dans ce résumé, l'étude inclut une présentation détaillée de l'activité (chiffre d'affaires, valeur ajoutée) et des moyens mis en oeuvre (emploi et investissement), par tailles et secteurs. Elle fournit également une analyse approfondie sur les performances des entreprises industrielles, leur solvabilité, les flux et la structure de financement.*

*Ces résultats sont mis en perspective sur les quinze dernières années.*

Mots clés : PME, grandes entreprises, industrie manufacturière, agroalimentaire, biens de consommation, industrie automobile, biens intermédiaires, biens d'équipement, activité, performance, structure financière

Codes JEL : E22, G32, L23, L25, L6

NB : Cet article, réalisé par B. Bardes, M. Bardos, J.L. Cayssials et L. Nahmias, reprend les points clés de l'étude annuelle sur la situation des entreprises industrielles effectuée à partir des données de la Centrale de bilans de la Banque de France et publiée par l'Observatoire des entreprises (cf. bon de commande figurant à la fin du présent Bulletin). Ces données permettent, sur un échantillon représentatif de l'industrie, de présenter dans un délai rapide après la clôture des comptes, des analyses sur les résultats économiques, les structures et les flux financiers, avec des déclinaisons par secteurs et par tailles d'entreprise.

## I | L'activité s'est inscrite en nette reprise

### I | I Les taux de croissance du chiffre d'affaires et de la valeur ajoutée ont progressé

Profitant de la demande toujours soutenue des ménages et d'un contexte économique international dynamique, l'industrie manufacturière a connu, en 2004, une nette reprise de l'activité. Du fait d'une progression du volume d'affaires, mais également d'un rétablissement des marges, le chiffre d'affaires a augmenté en 2004 (3,8 %), succédant à une stagnation en 2003 (0,1 %). Cette reprise d'activité s'est manifestée autant dans les grandes entreprises que dans les PME et a concerné tous les secteurs.

En dépit de la hausse des prix, le regain des ventes a induit une augmentation du volume d'activité plus sensible qu'en 2003 (2,3 % en 2004, après 0,7 %). La croissance a été soutenue et comparable tant

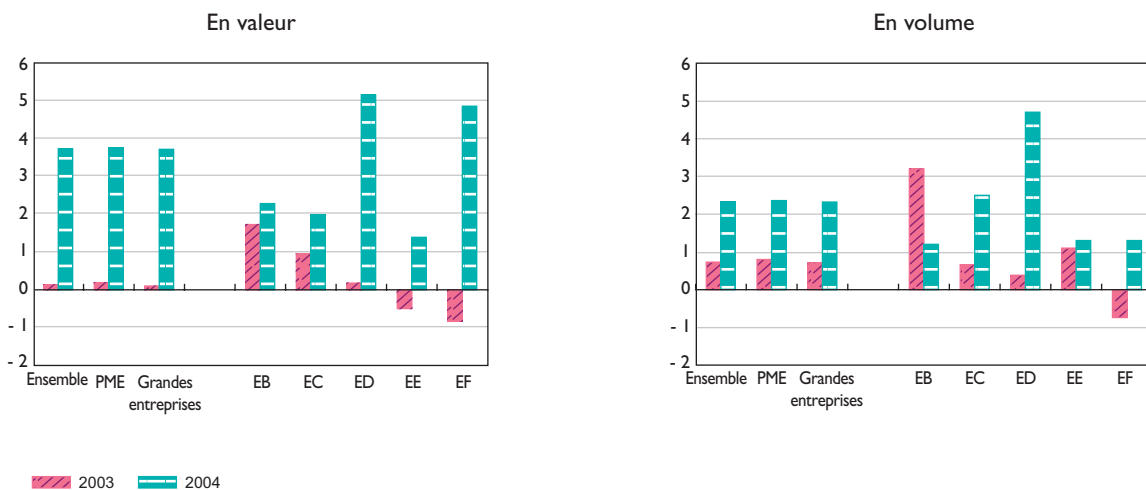
pour les PME (2,4 %) que les grandes entreprises (2,3 %). Elle a été particulièrement dynamique dans les industries liées à la consommation des ménages : industrie automobile et biens de consommation.

Bénéficiant d'un environnement économique international dynamique, le taux d'exportation s'est inscrit en légère hausse dans les grandes entreprises qui réalisent une part importante de leur chiffre d'affaires à l'international, mais en quasi-stagnation dans les PME.

La parité euro/dollar et le recours à des instruments de couverture ont permis de limiter les effets inflationnistes découlant de hausses successives des prix du pétrole et des matières premières. Les entreprises ont ainsi bien maîtrisé leurs consommations intermédiaires, ce qui s'est accompagné par une croissance de la valeur ajoutée (4 %) supérieure à celle du chiffre d'affaires dans la quasi-totalité des secteurs. Seules les industries des biens intermédiaires n'ont pu répercuter complètement la hausse des prix d'achats dans leurs ventes et ont enregistré un taux de croissance de leur valeur ajoutée moindre que celui de leur chiffre d'affaires.

Taux de variation du chiffre d'affaire par tailles et secteurs

(en %)



EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industries des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires



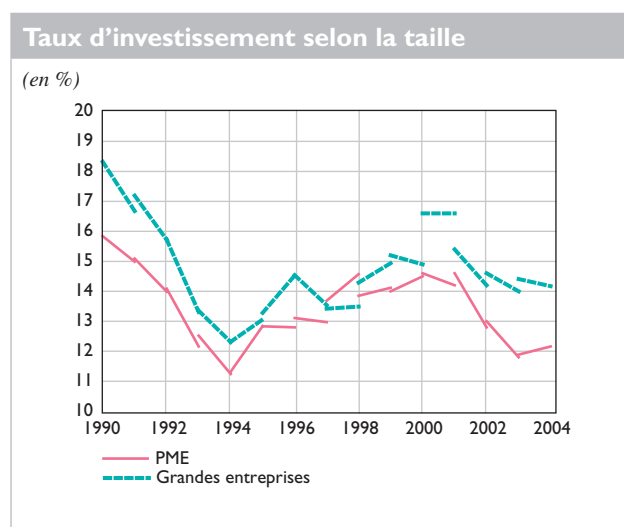
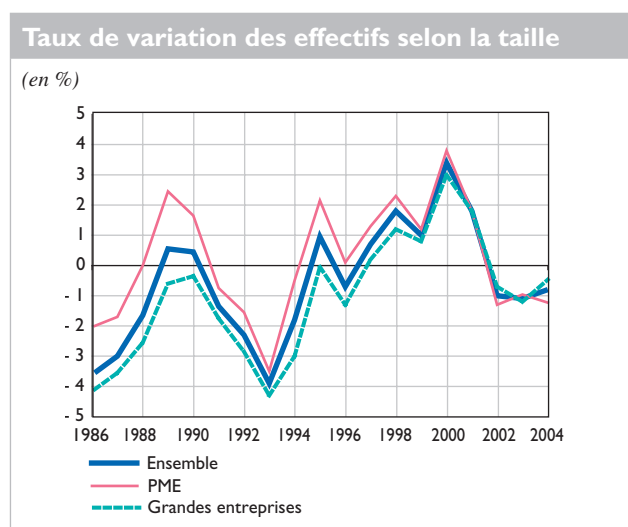
## I | 2 Les effectifs sont en léger repli tandis que l'investissement a varié comme la valeur ajoutée

Les effectifs n'ont pas profité de l'embellie économique de 2004. Ils ont diminué dans l'industrie, et ceci davantage dans les PME que dans les grandes sociétés. Ce repli a concerné la totalité des secteurs à l'exception toutefois de l'industrie automobile qui a enregistré une hausse de l'emploi.

Sur longue période, l'évolution de l'emploi industriel jusqu'en 2003 montre une similarité des tendances selon la taille des entreprises et le caractère cyclique de cette variable, fortement corrélée à l'activité économique. En période de ralentissement, les entreprises qui doivent réviser à la baisse leurs perspectives présentes et futures ont tendance à réduire leurs effectifs alors qu'à l'inverse, en phase de reprise, elles augmentent le volume d'emploi pour faire face au surcroît d'activité.

Le taux d'investissement d'exploitation (investissement élargi/valeur ajoutée produite) est resté à un niveau relativement bas (13,4 %, après 13,5 % en 2003). Ce ratio a légèrement augmenté pour les PME tandis qu'il a un peu diminué pour les grandes entreprises, les firmes de plus de 500 salariés conservant néanmoins un avantage.

Malgré un contexte d'amélioration conjoncturelle et des conditions de financement demeurant très favorables (coût du crédit modéré, inflation anticipée inchangée, primes de risque pour les financements de marché relativement faibles, etc.), le taux d'investissement des entreprises n'a pas retrouvé les niveaux antérieurs atteints en haut du cycle (1999-2001). Dans une phase de rebond de l'activité économique en 2004, les entreprises semblent avoir privilégié une meilleure utilisation de leur outil en même temps que la recherche de gains de productivité. Elles ont ajusté la durée et le taux d'utilisation des capacités de production et ont eu recours au personnel extérieur dans les périodes de tension. Cette évolution est à rapprocher de l'accroissement des dépenses immatérielles ces dernières années qui visaient aussi à gagner en efficacité.



## 2| Les performances des entreprises se sont améliorées

Avec des charges de personnel contenues, le résultat brut d'exploitation a augmenté, en 2004, tant dans les PME (6,3 %) que dans les grandes sociétés (8 %).

Le taux de résultat brut d'exploitation (résultat brut d'exploitation/volume d'affaires hors taxes) est passé de 7 % en 2003 à 7,3 % en 2004, augmentant dans les PME comme dans les grandes entreprises.

L'évolution du ratio « résultat brut d'exploitation/valeur ajoutée », lié au précédent par l'intermédiaire du taux de valeur ajoutée, a également été favorable : de 2003 à 2004, il est passé dans l'industrie de 27,5 % à 28,4 %. Son amélioration a été nette pour les PME comme pour les grandes sociétés.

Cette hausse des indicateurs de rentabilité d'exploitation intervient après trois années de décroissance et la reconstitution des résultats s'opère quels que soient la tranche de taille et le secteur, à l'exception des grandes entreprises des industries agroalimentaires.

Les opérations hors exploitation ont diminué en 2004 (- 9,8 %), plus pour les grandes sociétés (- 12 %) que pour les PME (- 1,6 %). La hausse du résultat

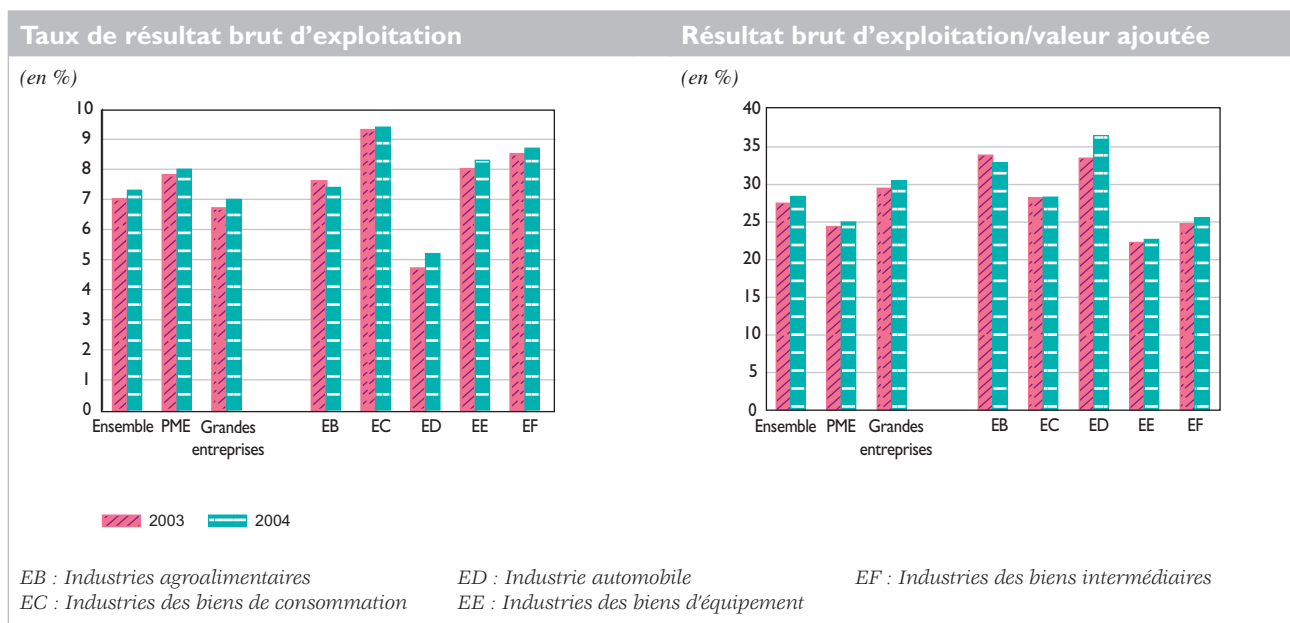
brut global (4,9 % en 2004) a donc été atténuée par rapport à celle du résultat brut d'exploitation, pour les grandes entreprises (4,6 %) comme pour les PME (5,5 %), mais a permis une hausse de rentabilité brute globale quelle que soit la taille des entreprises.

La rentabilité nette globale (résultat net global/capitaux propres + endettement financier) permet de mesurer une rentabilité globale, après prise en compte de la totalité des dotations avec amortissements et provisions, des subventions d'investissement et des autres transferts de charges.

Les reprises de provisions hors exploitation ont accentué encore davantage l'amélioration de la rentabilité nette globale pour l'industrie automobile. Si la situation est également favorable dans les biens d'équipement, elle est moins porteuse dans les autres secteurs.

En 2004, les opérations hors exploitation en retrait ont induit une croissance du revenu global (3,6 %) un peu moindre que celle de la valeur ajoutée. Toutefois sa hausse a été générale quelle que soit l'activité ou la tranche de taille, à l'exception des grandes entreprises du secteur des biens intermédiaires.

Les rentabilités financières se sont améliorées, en 2004, quels que soient la taille et le secteur, à l'exception des grandes entreprises des industries



agroalimentaires. La performance de l'industrie automobile a été particulièrement en hausse.

La diminution des charges financières résultant d'une détente du coût du crédit et de la poursuite du désendettement, d'une part, la hausse sensible des résultats, d'autre part, ont concouru à alléger le poids des intérêts dans le résultat brut global.

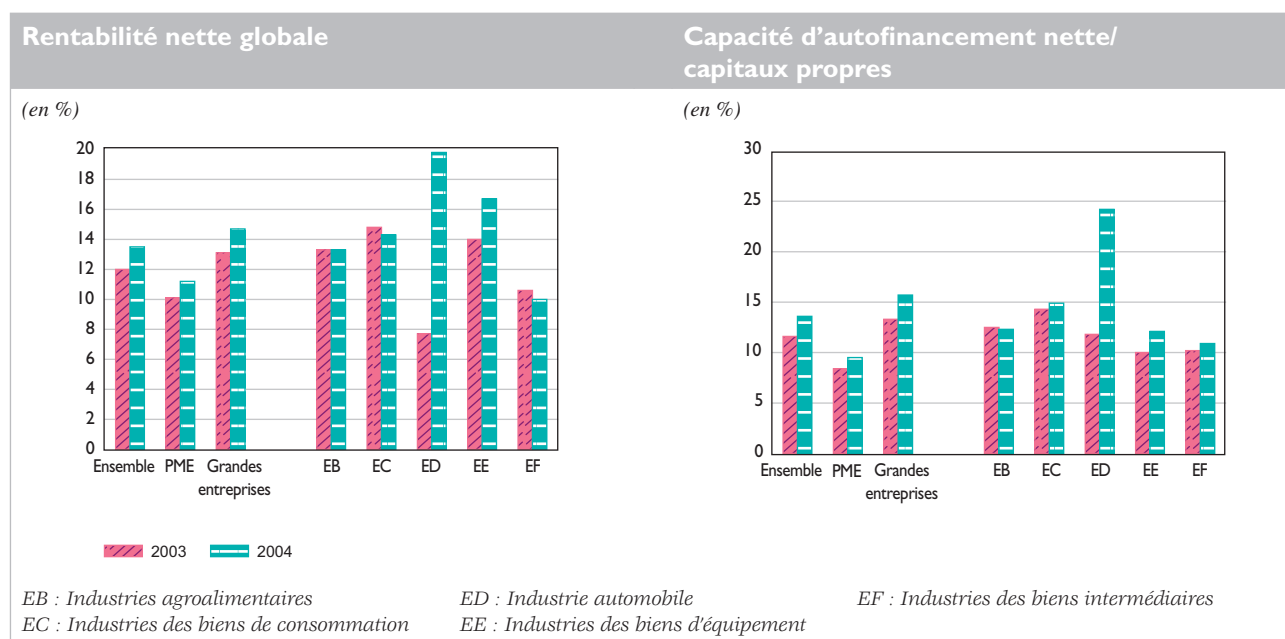
L'allègement assez général de la contrainte de solvabilité ne doit pas faire oublier que des caractéristiques de fragilité affectent une minorité certes réduite, mais néanmoins significative, d'entreprises de l'industrie. Malgré le contexte actuel de conditions financières favorables, certaines firmes demeurent ainsi relativement vulnérables et doivent être incitées à assainir rapidement leur structure financière.

### 3 | Croissance externe et assainissement des passifs ont été à l'œuvre

#### 3 | I Dans un contexte de renforcement des capitaux propres et d'une diminution des engagements financiers, le taux d'endettement a baissé

Une trésorerie générée par l'exploitation satisfaisante en comparaison de la valeur ajoutée et des versements d'intérêt — impôts et dividendes — maîtrisés ont permis de dégager des flux de trésorerie interne en progression d'une année sur l'autre. Néanmoins, l'importance des acquisitions de participations dans les grandes sociétés a induit un besoin de financement représentant 1,3 % de la valeur ajoutée. En revanche, chez les PME, flux de trésorerie interne et flux d'investissement se sont presque équilibrés, les conduisant à un besoin de financement réduit.

La croissance externe a été accompagnée d'une modification de la structure des financements particulièrement importante dans les grandes sociétés. Les ressources propres (capitaux propres et sommes épargnées au titre des amortissements) se sont renforcées. L'endettement financier a connu, pour sa part, une évolution différenciée selon les secteurs,



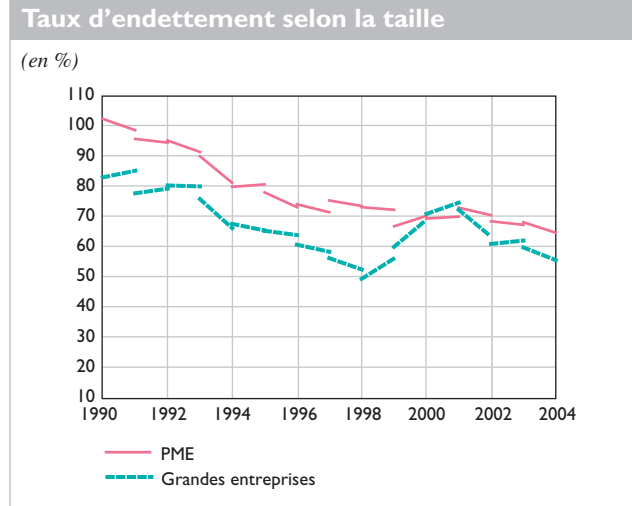
mais il s'est globalement réduit, reflétant les efforts de consolidation poursuivis par les entreprises.

Le renforcement des capitaux propres (+ 4,3 %) a été important, notamment dans les grandes unités et a conforté le désendettement (- 2,3 %). Les grandes entreprises ont diminué le recours aux concours bancaires courants et se sont désendettées vis-à-vis du groupe et des associés, mais elles ont augmenté les emprunts bancaires à terme et le recours aux financements de marché. Par ailleurs, elles se sont procuré des ressources en cédant des valeurs mobilières de placement à hauteur de 3 % de leur valeur ajoutée. Quant aux PME, elles ont contracté leurs emprunts bancaires à terme et, dans une moindre mesure, les concours bancaires courants.

D'une façon générale, le renforcement du haut de bilan s'est traduit par la poursuite de la diminution des taux d'endettement (- 3,9 points), chez les PME (- 3 points) comme chez les grandes entreprises (- 4,4 points). Toutefois, certaines entreprises des industries des biens intermédiaires et des biens de consommation se sont endettées pour financer leur croissance externe.

### 3 | 2 Sur longue période, la structure financière des entreprises industrielles s'est nettement renforcée

La décrue du taux d'endettement a été très importante au cours des quinze dernières années. L'effort d'assainissement des grandes entreprises, dont la situation était pourtant sensiblement dégradée de 1999 à 2001, a permis de ramener leur



taux d'endettement de 82 % en 1990 à 55 % en 2004. L'évolution de la situation des PME a été plus régulière, mais le mouvement n'en est pas moins réel, leur taux d'endettement passant de 102 % en 1990 à 64 % en 2004.

Dans un environnement perçu comme incertain, les entreprises adaptent leur profil de risque et consolident leur assise financière, afin de pouvoir gérer au mieux les aléas économiques et préserver, à moyen terme, leur capacité de croissance.

Ainsi, du fait du renforcement des équilibres financiers depuis quelques années et de l'environnement favorable des taux d'intérêt, les contraintes financières ne constituent plus un obstacle à la croissance de la très grande majorité des entreprises industrielles. Elles leur permettent, au contraire, de saisir les opportunités qui peuvent se présenter pour investir, condition du maintien de leur compétitivité à long terme.



## LA SITUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES - BILAN 2004 -

Pour contribuer à une meilleure connaissance de la situation des entreprises industrielles et notamment leur santé financière, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France publie son étude annuelle effectuée à partir des documents comptables (bilans, comptes de résultats) et renseignements complémentaires auprès de 11 573 firmes adhérant à la Centrale de bilans, qui ont clôturé leur exercice en 2004.

Le résumé figurant dans le présent *Bulletin de la Banque de France* est réalisé à partir de l'étude globale qui procède à un examen complet, sur les deux derniers exercices comptables, du comportement des sociétés industrielles (activité, effectifs, résultats d'exploitation et globaux, investissements, financement, structure financière).

Cette étude contient de nombreuses données chiffrées, des graphiques (en couleur) sur longue période, ainsi que des indicateurs sur l'évolution des principaux secteurs économiques : industries agroalimentaires, biens de consommation courante, industrie automobile, biens d'équipement et biens intermédiaires.

Aussi, pour en savoir davantage sur l'évolution de l'industrie manufacturière de notre pays, vous pouvez dès à présent commander cette étude sur « *La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004* » en retournant à la Banque de France le formulaire ci-dessous.

### BON DE COMMANDE

Nom ou raison sociale..... à adresser à :  
.....  
Activité.....Code NAF..... BANQUE DE FRANCE  
Adresse ..... Relations avec le public  
..... 07-1050  
..... 48, rue Croix-des-Petits-Champs  
N° SIRET ..... 75049 PARIS CEDEX 01  
Nombre d'exemplaires de ..... Tél. : 01 42 92 39 08  
« *La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004* »  
commandés à EUR 40 TTC l'unité

Ci-joint règlement de EUR .....  
à l'ordre de « Banque de France-Publications »  
par  chèque bancaire  
par  chèque postal

Je vous prie de joindre à votre envoi :  
 une facture  
 le catalogue des publications de la Banque de France



## Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S1
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (données CVS)	S2
3	Indices des prix à la consommation	S3
4	Compétitivité de l'économie française	S4
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S5
6	Balance des paiements — Transactions courantes et capital (données trimestrielles) — France	S6
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S7
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S8
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S9
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S10

## Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S11
12	Bilan de la Banque de France	S12
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France — France	S13
14	Dépôts — France	S14
15	Dépôts à terme — France	S15
16	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France	S16
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France et zone euro	S17
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente — France	S18
19	Financements et placements des agents non financiers — Zone euro	S19
20	Financements et placements des agents non financiers — France	S20
21	Financements et placements des sociétés non financières — France	S21
22	Financements et placements des ménages — France	S22
23	Financements et placements des administrations publiques — France	S23
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments — France	S24
25	Endettement intérieur total (EIT) — France	S25
26	Rémunération des dépôts — France et zone euro	S26
27	Coût du crédit — France et zone euro	S27
28	Coût du crédit — France	S28



## Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29	Taux d'intérêt	S29
30	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S30
31	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S31
32/33	Titres de créances négociables — France	S32/S33
34	Titres d'OPCVM — France	S34
35	Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)	S35
36	Émissions d'actions cotées et d'obligations par les résidents français	S36

## Autres statistiques

37	État des défaillances d'entreprises par secteurs — France	S37
38	Systèmes de paiement de masse — France	S38
39/40	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne (à 15)	S39/S40
41	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S41

## Notice méthodologique

S43

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

S51

## Séries chronologiques

S52

### Éléments nouveaux

*Avertissement : la figure 19 (Financements et placements des agents non financiers — Zone euro) est élaborée à partir des données transmises par la BCE, lesquelles peuvent faire l'objet de révision entre deux publications.*

*Le cahier statistique du Bulletin d'octobre 2005 a été légèrement remanié. Pour les figures 20 (Financements et placements des agents non financiers — France), 21 (Financements et placements des sociétés non financières — France), 22 (Financements et placements des ménages — France) et 23 (Financements et placements des administrations publiques — France), les rubriques dans les tableaux ont été modifiées ainsi que les graphiques qui les accompagnent.*

*Les données publiées sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 17 octobre.*

**Figure 1**  
**Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France**

(données cvs)

	2005						
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>24</b>
Biens intermédiaires	1	8	8	8	-11	6	23
Biens d'équipement	11	24	17	1	9	15	22
Industrie automobile	-37	32	15	5	-33	6	44
Biens de consommation	7	3	26	1	-2	9	21
Industries agricoles et alimentaires	7	1	20	1	0	9	17
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>16</b>
Biens intermédiaires	9	9	3	3	-17	0	17
Biens d'équipement	21	17	8	13	-14	2	17
Industrie automobile	13	8	11	-14	-41	-12	16
Biens de consommation	16	12	12	6	-16	2	19
Industries agricoles et alimentaires	12	15	10	8	-5	3	11
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>12</b>	<b>25</b>
Étrangères	8	4	12	10	-3	8	19
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
Biens intermédiaires	-5	-6	-4	-3	-5	0	5
Biens d'équipement	23	22	22	25	28	31	34
Biens de consommation	11	13	14	12	9	9	10
Industries agricoles et alimentaires	1	-8	0	-2	4	0	-4
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
Biens intermédiaires	10	9	7	10	12	7	2
Biens d'équipement	6	4	1	5	3	4	5
Industrie automobile	10	9	17	16	9	12	14
Biens de consommation	9	4	3	2	0	1	3
Industries agricoles et alimentaires	0	5	6	5	5	5	6
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>83,8</b>	<b>83,7</b>	<b>83,8</b>	<b>83,7</b>	<b>82,4</b>	<b>82,9</b>	<b>83,5</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	-3	-4	-4	-3	-3	-1	1
Au cours des prochains mois	-7	-8	-8	-9	-9	-7	-6
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>99</b>	<b>100</b>	<b>102</b>	<b>101</b>	<b>96</b>	<b>99</b>	<b>101</b>

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

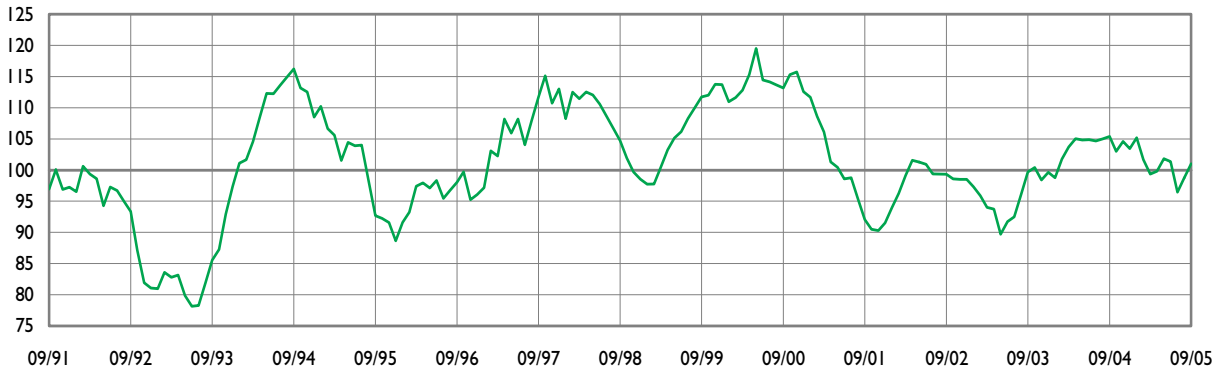
Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

Figure 2 Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)

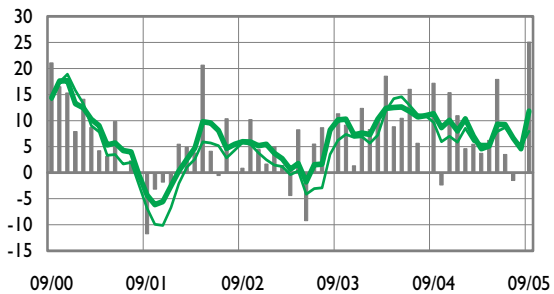
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



Commandes (solde des opinions)

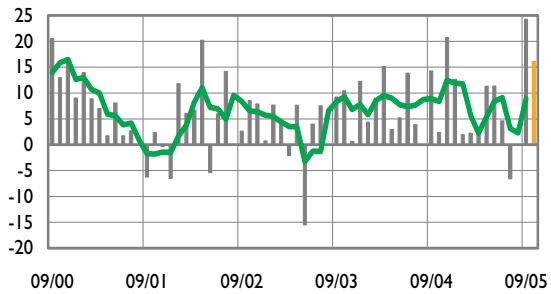
(variation mensuelle)



- commandes globales
- commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
- commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production (solde des opinions)

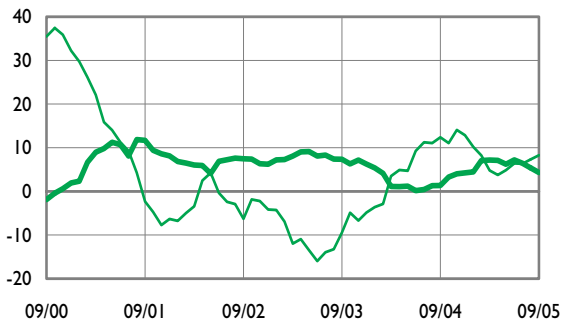
(variation mensuelle)



- production passée
- production prévue
- production passée (moyenne mobile sur 3 mois)

Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

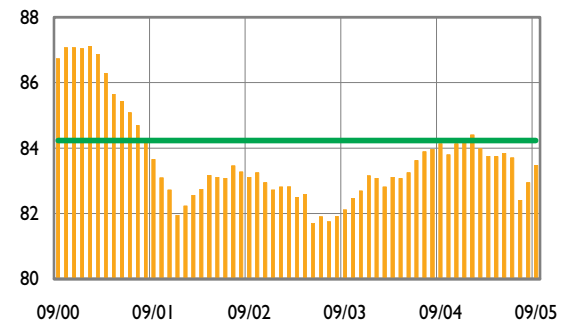
(par rapport à un niveau jugé normal)



- stocks
- carnets

TUC dans l'industrie

(en pourcentage)



- TUC
- moyenne 1981-2004

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

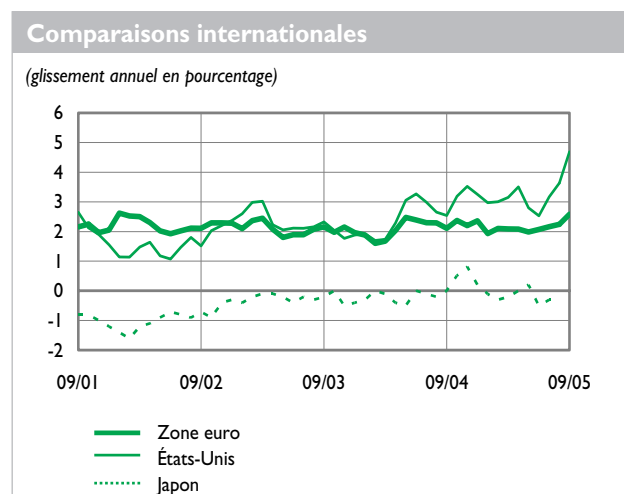
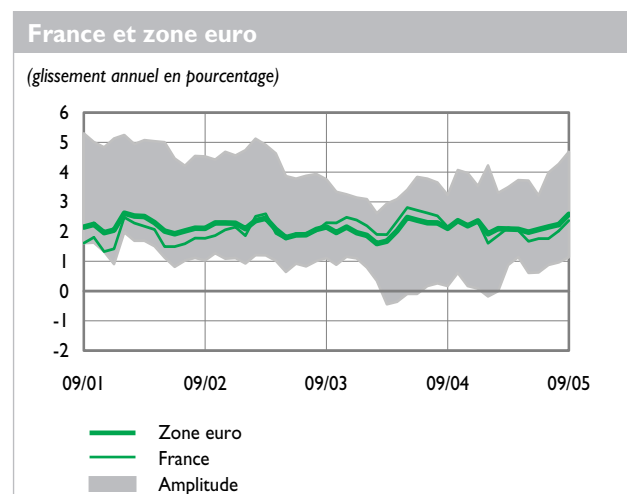
Figure 3  
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

	2005									
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	
France	1,6	1,9	2,1	2,0	1,7	1,8	1,8	2,0	2,4	
Allemagne	1,6	1,8	1,7	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9	2,6	
Italie	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	
Zone euro	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	
Royaume-Uni	1,6	1,6	1,9	1,9	1,9	2,0	2,3	2,4	2,5	
Union européenne	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,2	2,5	
États-Unis	3,0	3,0	3,1	3,5	2,8	2,5	3,2	3,6	4,7	
Japon	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	ND	

	(moyenne annuelle)			(variation mensuelle CVS)					
	2002	2003	2004	2005					
				avril	mai	juin	juil.	août	sept.
France	1,9	2,2	2,3	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3
Allemagne	1,3	1,0	1,8	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,6
Italie	2,6	2,8	2,3	0,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2
Zone euro	2,3	2,1	2,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,3	0,1	0,2	0,2	0,5	0,2	ND
Union européenne	2,1	1,9	2,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND
États-Unis	1,6	2,3	2,7	0,5	-0,1	0,0	0,5	0,5	1,2
Japon	-0,9	-0,3	0,0	-0,1	0,1	-0,5	0,2	-0,1	ND



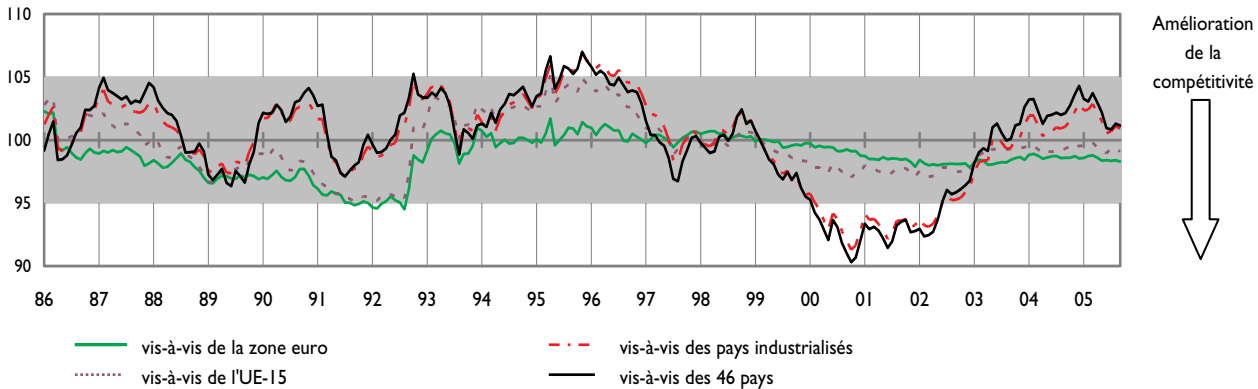
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

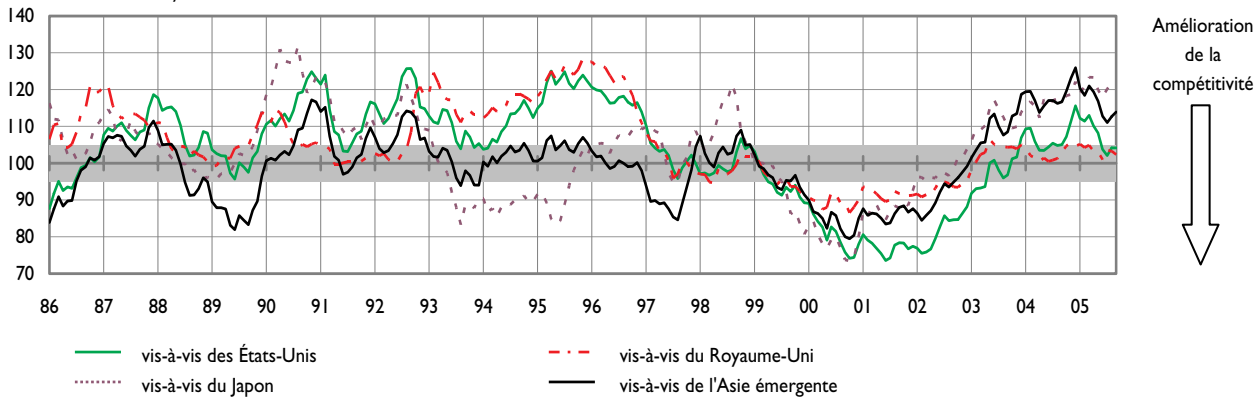
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



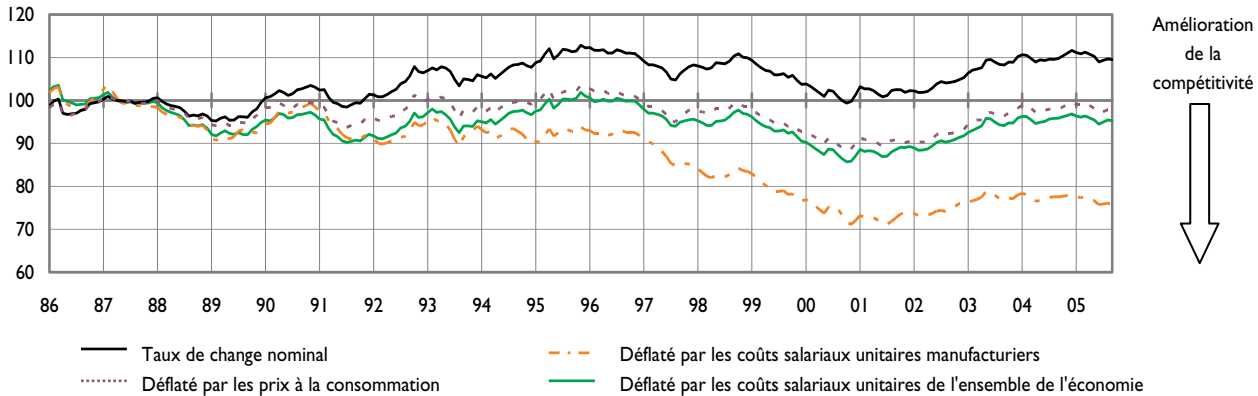
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période.

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

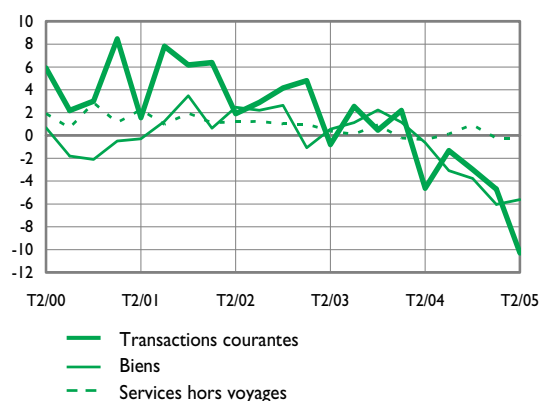
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2003 (a)	2004 (b)	2004 (b)			2005 (b)	
			T2	T3	T4	T1	T2
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>7 019</b>	<b>-6 753</b>	<b>-4 630</b>	<b>-1 330</b>	<b>-2 985</b>	<b>-4 709</b>	<b>-10 285</b>
Biens	2 865	-6 315	-629	-3 074	-3 767	-6 034	-5 623
Services hors voyages	2 366	456	-371	123	936	-243	-211
Voyages	11 636	9 813	3 012	2 934	2 717	989	2 698
Revenus	7 080	6 858	-1 317	4 406	1 764	3 785	-1 631
Transferts courants	-16 928	-17 565	-5 325	-5 719	-4 635	-3 206	-5 518
<b>Compte de capital</b>	<b>-7 666</b>	<b>1 741</b>	<b>381</b>	<b>644</b>	<b>403</b>	<b>135</b>	<b>386</b>
<b>Compte financier</b>	<b>9 710</b>	<b>323</b>	<b>14 917</b>	<b>-2 635</b>	<b>-911</b>	<b>-1 589</b>	<b>5 340</b>
Investissements directs	-9 435	-18 913	-7 659	-7 712	-2 824	-7 411	3 385
Français à l'étranger	-47 090	-38 498	-13 045	-6 909	-8 330	-18 166	-5 838
Étrangers en France	37 655	19 585	5 386	-803	5 506	10 755	9 223
Investissements de portefeuille	5 770	-46 322	526	637	-16 049	-12 599	-808
Avoirs	-170 628	-179 964	-39 317	-21 122	-48 899	-52 424	-45 088
Engagements	176 398	133 642	39 843	21 759	32 850	39 825	44 280
Produits financiers dérivés	-6 058	5 100	-819	2 924	-207	-4 109	9 589
Autres investissements	21 604	63 967	24 612	3 039	19 384	21 365	-7 882
Avoirs de réserve	-2 171	-3 509	-1 743	-1 523	-1 215	1 165	1 056
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-9 063</b>	<b>4 689</b>	<b>-10 668</b>	<b>3 321</b>	<b>3 493</b>	<b>6 163</b>	<b>4 559</b>

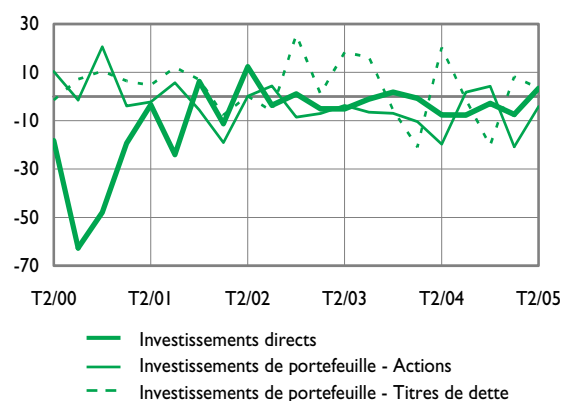
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

**Figure 6**  
**Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2003 (a)	2004 (b)	2004 (b)			2005 (b)	
			T2	T3	T4	T1	T2
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>7 019</b>	<b>-6 753</b>	<b>-4 630</b>	<b>-1 330</b>	<b>-2 985</b>	<b>-4 709</b>	<b>-10 285</b>
<b>Biens</b>	<b>2 865</b>	<b>-6 315</b>	<b>-629</b>	<b>-3 074</b>	<b>-3 767</b>	<b>-6 034</b>	<b>-5 623</b>
Exportations	319 995	338 689	85 837	80 054	89 099	86 034	90 326
Importations	317 130	345 004	86 466	83 128	92 866	92 068	95 949
Marchandises générales	3 463	-5 761	-572	-2 750	-3 407	-5 749	-5 231
Avitaillement	-765	-470	-68	-112	-166	-134	-227
Travail à façon et réparations	167	-84	11	-212	-194	-151	-165
<b>Services hors voyages</b>	<b>2 366</b>	<b>456</b>	<b>-371</b>	<b>123</b>	<b>936</b>	<b>-243</b>	<b>-211</b>
Exportations	54 992	55 985	13 426	14 286	14 975	13 739	14 471
Importations	52 626	55 529	13 797	14 163	14 039	13 982	14 682
Transports	237	-504	-2	-112	-131	-178	-221
Services de communication	449	925	257	240	250	258	249
Services de construction	1 285	1 196	188	276	338	439	312
Services d'assurances	-248	-544	-27	-127	-158	-347	-213
Services financiers	-751	-846	-312	-140	-156	-102	-168
Services d'informatique et d'information	14	34	41	8	-21	-19	-28
Redevances et droits de licence	1 443	1 539	109	488	755	536	371
Autres services aux entreprises	608	-881	-625	-320	221	-767	-353
Services personnels, culturels et récréatifs	-416	-253	-6	-110	-95	-38	-152
Services des administrations publiques	-255	-210	6	-80	-67	-25	-8
<b>Voyages</b>	<b>11 636</b>	<b>9 813</b>	<b>3 012</b>	<b>2 934</b>	<b>2 717</b>	<b>989</b>	<b>2 698</b>
Recettes	32 349	32 834	9 037	10 010	7 662	6 343	9 306
Dépenses	20 713	23 021	6 025	7 076	4 945	5 354	6 608
<b>Revenus</b>	<b>7 080</b>	<b>6 858</b>	<b>-1 317</b>	<b>4 406</b>	<b>1 764</b>	<b>3 785</b>	<b>-1 631</b>
Rémunérations des salariés	8 240	8 409	2 107	2 121	2 111	2 115	2 123
Revenus des investissements	-1 160	-1 551	-3 424	2 285	-347	1 670	-3 754
Directs	10 110	12 573	3 413	2 592	4 519	2 267	2 620
De portefeuille	-10 871	-11 658	-6 631	386	-4 142	509	-4 910
Autres	-399	-2 466	-206	-693	-724	-1 106	-1 464
<b>Transferts courants</b>	<b>-16 928</b>	<b>-17 565</b>	<b>-5 325</b>	<b>-5 719</b>	<b>-4 635</b>	<b>-3 206</b>	<b>-5 518</b>
Transferts unilatéraux du secteur des APU	-11 099	-10 947	-3 831	-4 119	-2 955	-1 185	-3 839
Transferts unilatéraux des autres secteurs	-5 829	-6 618	-1 494	-1 600	-1 680	-2 021	-1 679
dont envois des fonds des travailleurs	-2 113	-2 135	-508	-609	-506	-476	-510
<b>Compte de capital</b>	<b>-7 666</b>	<b>1 741</b>	<b>381</b>	<b>644</b>	<b>403</b>	<b>135</b>	<b>386</b>

(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs



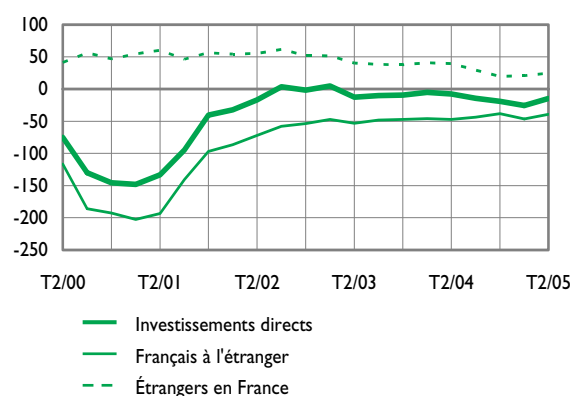
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2003 (a)	2004 (b)	2004 (b)			2005 (b)	
			T2	T3	T4	T1	T2
<b>Compte financier</b>	<b>9 710</b>	<b>323</b>	<b>14 917</b>	<b>-2 635</b>	<b>-911</b>	<b>-1 589</b>	<b>5 340</b>
Investissements directs	-9 435	-18 913	-7 659	-7 712	-2 824	-7 411	3 385
Français à l'étranger	-47 090	-38 498	-13 045	-6 909	-8 330	-18 166	-5 838
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-13 517	-26 664	-11 369	-3 805	-7 393	-8 643	2 140
Étrangers en France	37 655	19 585	5 386	-803	5 506	10 755	9 223
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	13 143	5 551	3 445	-4 013	1 925	5 817	2 438
Investissements de portefeuille	5 770	-46 322	526	637	-16 049	-12 599	-808
Avoirs	-170 628	-179 964	-39 317	-21 122	-48 899	-52 424	-45 088
Actions	-42 340	-49 120	-23 217	-94	-12 151	-26 525	-821
Obligations	-101 254	-119 388	-28 569	-22 066	-24 775	-34 971	-42 145
Instruments du marché monétaire	-27 034	-11 456	12 469	1 038	-11 973	9 072	-2 122
Engagements	176 398	133 642	39 843	21 759	32 850	39 825	44 280
Actions	18 121	25 016	3 487	1 900	16 375	5 754	-3 345
Obligations	144 158	94 450	26 396	11 587	31 634	23 110	35 227
Instruments du marché monétaire	14 119	14 176	9 960	8 272	-15 159	10 961	12 398
Produits financiers dérivés	-6 058	5 100	-819	2 924	-207	-4 109	9 589
Autres investissements	21 604	63 967	24 612	3 039	19 384	21 365	-7 882
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	31 109	40 659	28 592	-4 319	15 067	8 940	-8 415
Avoirs de réserve	-2 171	-3 509	-1 743	-1 523	-1 215	1 165	1 056
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-9 063</b>	<b>4 689</b>	<b>-10 668</b>	<b>3 321</b>	<b>3 493</b>	<b>6 163</b>	<b>4 559</b>

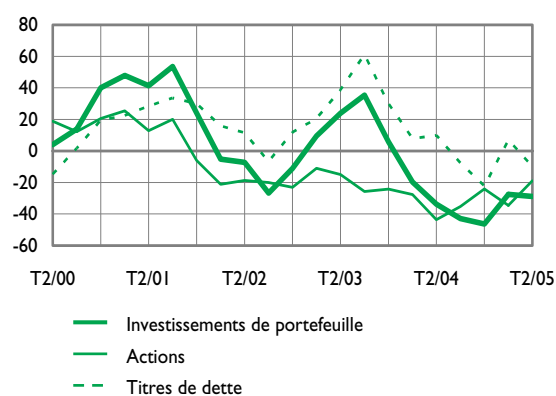
#### Investissements directs - soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille - soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

**Figure 8**  
**Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2ème trimestre 2005					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-15 043</b>	<b>-1 179</b>	<b>985</b>	<b>2 770</b>	<b>355</b>	<b>1 223</b>
Recettes	69 804	20 122	4 282	13 204	2 347	6 564
Dépenses	84 847	21 301	3 297	10 434	1 992	5 341
Biens	-11 996	2 232	687	2 080	-232	441
Recettes	45 647	9 789	3 395	6 521	1 311	2 578
Dépenses	57 643	7 557	2 708	4 441	1 543	2 137
Services	-1 254	1 465	67	1 186	256	749
Recettes	7 016	3 976	556	3 632	522	1 929
Dépenses	8 270	2 511	489	2 446	266	1 180
Revenus	-226	-2 646	248	-541	328	275
Recettes	16 189	4 536	313	2 795	498	1 786
Dépenses	16 415	7 182	65	3 336	170	1 511
Transferts courants	-1 567	-2 229	-17	45	3	-242
<b>Compte financier</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>
Investissements directs	4 505	831	-510	213	93	-1 577
Français à l'étranger	-5 746	3 719	-475	-1 006	117	-1 538
Étrangers en France	10 251	-2 888	-35	1 219	-24	-39
Investissements de portefeuille (c)	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Avoirs	-28 145	-9 336	-41	1 243	-1 051	-2 081
Actions	-4 874	3 791	76	1 478	2 298	-2 645
Obligations	-26 176	-4 594	-44	-3 512	-5 281	24
Instruments du marché monétaire	2 904	-8 533	-73	3 277	1 931	540
Autres investissements	-1 836	-3 266	582	7 884	-8 917	5 294
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	3 484	-4 800	200	2 971	-8 584	6 209

(a) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes.

(b) Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie.

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements.

**Figure 9**  
**Balance des paiements (données mensuelles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005			Cumul 12 mois	
		août	juin	juil.	août	août
	(a)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-1 078</b>	<b>1 109</b>	<b>-2 758</b>	<b>-2 014</b>	<b>-2 804</b>	<b>-21 898</b>
Biens	-2 512	-860	-1 682	-3 707	1 208	-22 060
Services hors voyages	680	105	-316	197	281	473
Voyages	432	1 419	1 373	336	9 919	9 112
Revenus	2 078	2 364	-55	3 058	4 264	9 813
Transferts courants	-1 756	-1 919	-2 078	-1 898	-18 476	-19 236
<b>Compte de capital</b>	<b>125</b>	<b>253</b>	<b>63</b>	<b>53</b>	<b>1 251</b>	<b>1 462</b>
<b>Compte financier</b>	<b>2 460</b>	<b>7 276</b>	<b>4 336</b>	<b>-29 773</b>	<b>2 889</b>	<b>-22 734</b>
Investissements directs	-3 267	4 506	-434	-4 382	-13 934	-12 621
Français à l'étranger	2 613	-1 957	-3 284	-7 420	-41 894	-47 020
Capital social	-142	-4 514	-404	-6 980	-23 997	-18 013
Bénéfices réinvestis	-322	-404	-404	-404	-3 162	-4 520
Autres opérations	3 077	2 961	-2 476	-36	-14 735	-24 487
Étrangers en France	-5 880	6 463	2 850	3 038	27 960	34 399
Capital social	-6 727	2 623	1 072	327	11 989	11 689
Bénéfices réinvestis	89	153	153	153	72	1 580
Autres opérations	758	3 687	1 625	2 558	15 899	21 130
Investissements de portefeuille	-9 123	29 718	-8 045	2 640	-61 220	-8 701
Avoirs	-9 286	-6 445	-22 051	-7 261	-207 990	-155 687
Actions	-2 205	-2 219	-11 461	11 293	-60 507	-29 342
Obligations	-4 476	-13 218	-10 178	-4 832	-128 770	-119 851
Instruments du marché monétaire	-2 605	8 992	-412	-13 722	-18 713	-6 494
Engagements	163	36 163	14 006	9 901	146 770	146 986
Actions	-2 358	13 070	10 887	3 622	14 338	34 938
Obligations	-1 115	20 415	402	3 694	92 161	103 015
Instruments du marché monétaire	3 636	2 678	2 717	2 585	40 271	9 033
Produits financiers dérivés	970	2 260	244	-131	4 189	7 022
Autres investissements	12 974	-30 609	11 112	-27 178	76 378	-9 980
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	7 379	-28 631	4 499	-18 661	51 984	-15 958
Avoirs de réserve	906	1 401	1 459	-722	-2 524	1 546
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-1 507</b>	<b>-8 638</b>	<b>-1 641</b>	<b>31 734</b>	<b>-1 336</b>	<b>43 170</b>

(a) chiffres semi-définitifs

(b) chiffres provisoires

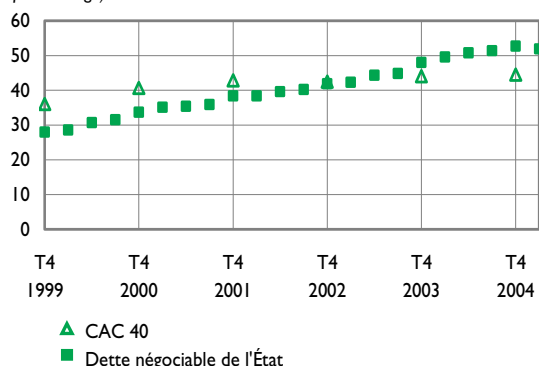
**Figure 10**  
**Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)**

(en milliards d'euros)

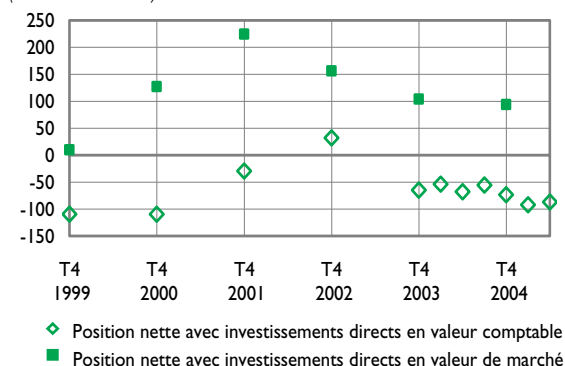
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T2
<b>Créances</b>	<b>2 011,3</b>	<b>2 327,6</b>	<b>2 347,0</b>	<b>2 518,1</b>	<b>2 831,2</b>	<b>3 157,7</b>
Investissements directs français à l'étranger	478,3	577,4	559,1	570,2	599,7	642,5
<i>Capitaux propres</i>	353,1	409,6	390,2	376,7	396,7	417,2
<i>Autres opérations</i>	125,2	167,8	168,9	193,5	203,0	225,3
Investissements de portefeuille	713,3	826,6	888,6	1 084,4	1 290,9	1 429,4
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	274,4	301,8	390,5	480,3	575,2	627,2
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	438,9	524,8	498,1	604,1	715,7	802,2
Produits financiers dérivés	102,1	124,6	103,1	100,8	102,0	127,2
Autres investissements	649,2	732,3	737,4	706,7	781,8	897,8
<i>IFM</i>	461,8	514,2	516,4	492,0	577,3	691,4
<i>Non IFM</i>	187,4	218,1	221,0	214,7	204,6	206,4
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8	60,7
<b>Engagements</b>	<b>-2 120,7</b>	<b>-2 356,9</b>	<b>-2 315,0</b>	<b>-2 582,9</b>	<b>-2 904,4</b>	<b>-3 244,9</b>
Investissements directs étrangers en France	-279,2	-335,1	-367,3	-411,9	-430,4	-453,6
<i>Capitaux propres</i>	-195,3	-212,2	-232,3	-261,6	-267,1	-275,4
<i>Autres opérations</i>	-83,9	-122,9	-135,1	-150,3	-163,2	-178,2
Investissements de portefeuille	-1 020,1	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 466,9	-1 615,9
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-182,9	-251,1	-242,9	-287,6	-320,1	-359,7
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-837,3	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 146,8	-1 256,2
Produits financiers dérivés	-105,6	-118,9	-107,1	-109,9	-109,9	-136,8
Autres investissements	-715,8	-784,8	-786,1	-773,2	-897,2	-1 038,6
<i>IFM</i>	-569,9	-622,1	-632,1	-624,2	-741,0	-864,9
<i>Non IFM</i>	-145,9	-162,7	-154,0	-149,1	-156,1	-173,7
<b>Position nette</b>	<b>-109,4</b>	<b>-29,3</b>	<b>32,1</b>	<b>-64,7</b>	<b>-73,2</b>	<b>-87,1</b>

**Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État**

(en pourcentage)


**Position extérieure de la France**

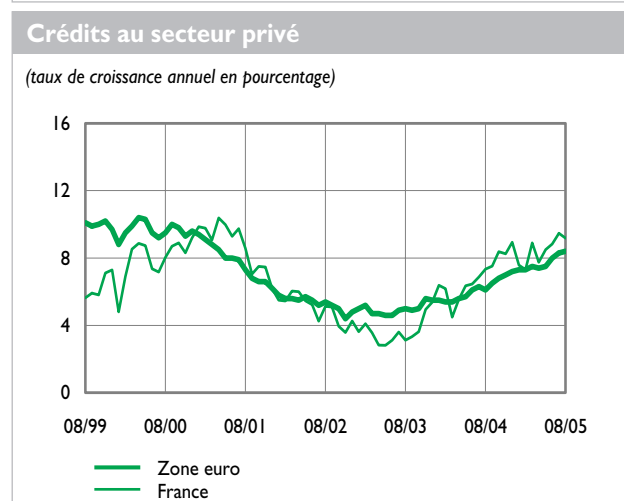
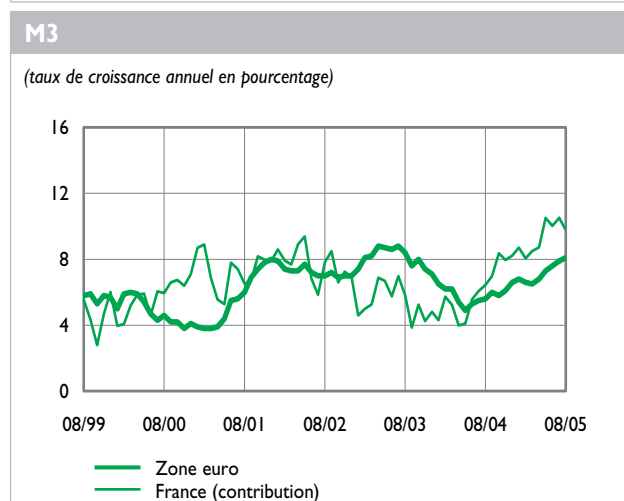
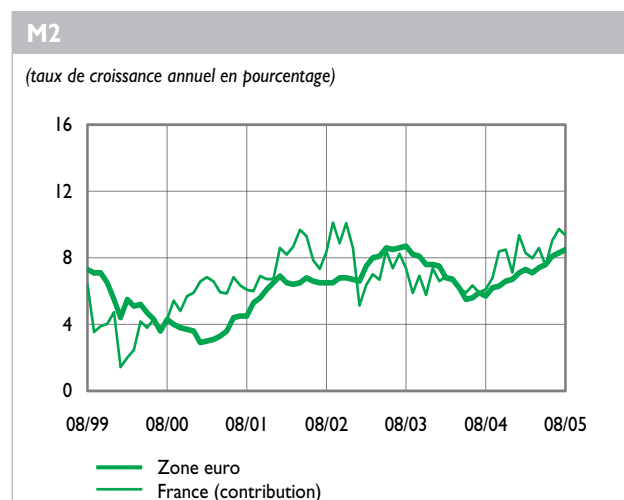
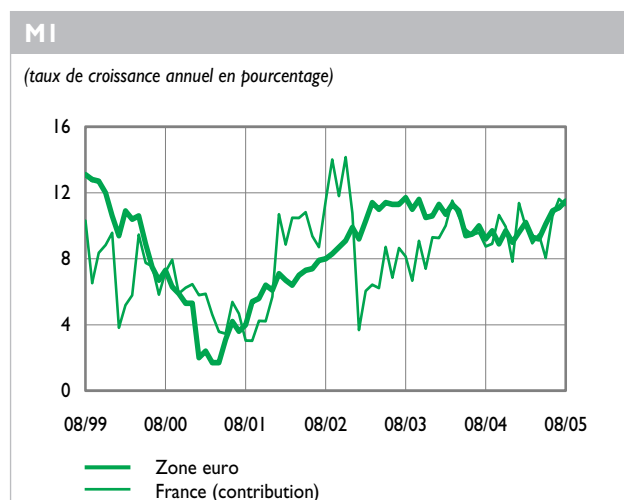
(en milliards d'euros)



**Figure 11**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en pourcentage données corrigées des effets saisonniers de calendrier)

	2002	2003	2004	2004	2005						
	déc.	déc.	déc.	août	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
<b>M1</b>											
Zone euro	9,9	10,6	9,0	9,2	10,2	9,3	9,2	10,1	10,9	11,1	11,5
France (contribution)	10,8	9,3	7,8	8,7	9,9	8,9	9,5	8,0	10,6	11,6	11,3
<b>M2</b>											
Zone euro	6,7	7,6	6,7	5,7	7,3	7,1	7,4	7,6	8,1	8,3	8,5
France (contribution)	8,6	7,4	7,1	6,1	8,3	8,0	8,6	7,5	9,0	9,7	9,3
<b>M3</b>											
Zone euro	7,0	7,1	6,6	5,6	6,6	6,5	6,8	7,3	7,6	7,9	8,1
France (contribution)	6,9	4,8	8,2	6,4	8,1	8,5	8,7	10,5	10,0	10,5	9,8
<b>Crédits au secteur privé</b>											
Zone euro	4,8	5,5	7,2	6,1	7,3	7,5	7,4	7,5	8,0	8,3	8,4
France	4,3	5,4	8,9	7,3	7,3	8,9	7,8	8,5	8,8	9,5	9,2



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 octobre 2005

Figure 12  
Bilan de la Banque de France

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Actif</b>								
Territoire national	19,7	16,4	23,3	27,3	29,6	31,4	36,9	34,8
Crédits	17,0	11,5	17,7	21,9	22,9	24,9	30,3	27,7
IFM	16,1	11,1	17,3	21,5	22,5	24,5	30,0	27,4
Administration centrale	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	2,7	4,9	5,5	5,4	6,7	6,5	6,5	7,1
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	4,9	5,5	5,4	6,7	6,5	6,5	7,1
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	33,8	32,5	23,9	15,6	15,9	17,9	20,4	20,4
Reste du monde	21,0	18,3	20,5	20,2	20,3	20,8	20,2	20,8
Avoirs en or	31,8	32,1	30,9	32,8	31,7	33,7	32,9	32,8
Non ventilés par zones géographiques (a)	48,2	59,6	76,3	68,0	82,2	85,5	85,8	86,5
<b>Total</b>	<b>154,6</b>	<b>158,9</b>	<b>174,8</b>	<b>164,0</b>	<b>179,8</b>	<b>189,2</b>	<b>196,2</b>	<b>195,2</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts - Territoire national	36,2	28,8	29,3	28,2	30,2	32,8	37,9	36,0
IFM	34,6	27,8	28,7	27,8	29,3	31,9	37,1	35,2
Administration centrale	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,4	0,4	0,8	0,9	0,8	0,8
Dépôts - Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts - reste du monde	1,8	3,8	7,3	3,6	7,8	7,1	6,8	8,1
Non ventilés par zone géographique	116,6	126,3	138,2	132,2	141,8	149,2	151,4	151,1
Billets et pièces en circulation (b)	74,2	85,0	97,8	90,0	100,0	102,2	104,1	102,9
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	38,4	35,5	32,9	35,7	34,7	39,0	39,0	39,0
Autres	4,0	5,8	7,4	6,5	7,0	8,0	8,3	9,2
<b>Total</b>	<b>154,6</b>	<b>158,9</b>	<b>174,8</b>	<b>164,0</b>	<b>179,8</b>	<b>189,2</b>	<b>196,2</b>	<b>195,2</b>

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

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

**Figure 13**  
**Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France**

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Actif</b>								
Territoire national	2 875,2	2 999,4	3 200,9	3 126,5	3 313,3	3 296,7	3 332,5	3 308,0
Crédits	2 209,0	2 265,7	2 416,4	2 336,2	2 480,2	2 486,0	2 515,5	2 486,9
IFM	951,7	947,8	1 013,1	964,3	1 040,4	1 029,6	1 050,5	1 025,4
APU	126,8	142,0	139,5	146,5	129,2	135,0	130,8	133,8
Secteur privé	1 130,5	1 175,9	1 263,8	1 225,4	1 310,5	1 321,3	1 334,3	1 327,7
Titres autres que des actions	416,4	431,2	460,8	458,3	482,5	471,9	475,5	472,0
IFM ≤ 2 ans	116,2	129,8	162,6	147,0	161,6	149,6	159,5	157,5
IFM > 2 ans	52,1	49,8	53,3	52,6	53,4	55,0	55,8	53,6
APU	152,4	157,5	155,8	163,8	167,8	171,9	165,5	166,3
Secteur privé	95,7	94,2	89,2	94,9	99,7	95,4	94,7	94,6
Titres d'OPCVM monétaires	58,4	63,7	67,8	73,0	70,5	70,1	69,4	75,4
Actions et autres participations	191,4	238,8	255,9	259,0	280,1	268,8	272,0	273,7
Autres États de la zone euro	408,6	465,9	553,9	537,3	622,9	610,6	632,8	637,0
Reste du monde	513,3	502,8	608,3	628,4	716,5	720,6	727,4	738,3
Non ventilés par zones géographiques	364,6	379,1	417,0	414,9	501,2	520,8	512,8	520,8
<b>Total</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 347,1</b>	<b>4 780,2</b>	<b>4 707,2</b>	<b>5 153,9</b>	<b>5 148,8</b>	<b>5 205,4</b>	<b>5 204,1</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts - Territoire national	1 920,9	2 047,7	2 180,2	2 092,2	2 207,9	2 231,3	2 254,1	2 230,3
IFM	927,0	933,2	1 006,6	961,9	1 036,7	1 031,1	1 049,9	1 046,3
Administration centrale	11,7	39,0	43,9	30,7	21,3	40,5	29,6	18,1
Autres secteurs	982,2	1 075,5	1 129,6	1 099,5	1 150,0	1 159,7	1 174,6	1 165,9
Dépôts à vue	290,9	344,1	357,1	339,2	356,2	372,2	380,5	368,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	60,4	49,6	45,5	46,7	48,8	48,9	52,0	53,5
Dépôts à terme > 2 ans	283,3	299,3	306,4	297,7	305,1	303,8	303,5	304,3
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	319,9	351,8	377,5	367,3	386,8	386,1	388,1	390,0
Pensions	27,7	30,7	43,2	48,7	53,1	48,9	50,6	49,6
Dépôts - Autres États de la zone euro	195,4	201,8	238,6	232,6	271,1	256,9	252,9	257,1
IFM	170,8	173,6	201,5	196,7	227,7	214,1	210,7	213,2
Autres secteurs	24,5	28,2	37,1	36,0	43,4	42,8	42,2	43,9
Dépôts - reste du monde	437,3	429,9	511,7	529,4	627,4	615,7	639,2	617,3
Non ventilés par zones géographiques	1 608,1	1 667,8	1 849,6	1 853,0	2 047,5	2 044,9	2 059,1	2 099,5
Titres de créance émis ≤ 2 ans	206,5	218,3	259,4	248,6	281,7	271,1	282,4	280,3
Titres de créance émis > 2 ans	354,9	375,2	404,8	397,2	420,9	434,9	431,2	433,8
Titres d'OPCVM monétaires	303,8	327,8	354,1	367,1	392,9	377,9	386,8	396,7
Capital et réserves	284,1	294,9	310,2	306,8	316,0	317,7	319,4	320,1
Autres	458,8	451,6	521,1	533,3	636,1	643,2	639,3	668,6
<b>Total</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 347,1</b>	<b>4 780,2</b>	<b>4 707,2</b>	<b>5 153,9</b>	<b>5 148,8</b>	<b>5 205,4</b>	<b>5 204,1</b>

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



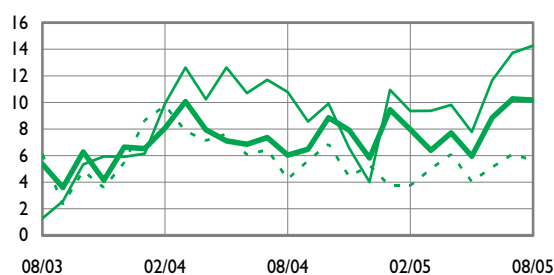
**Figure 14**  
**Dépôts – France**

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	359,6	361,7	384,9	355,7	378,3	390,5	401,7	391,8
Ménages et assimilés	187,1	202,4	212,9	207,3	210,4	216,6	224,7	218,9
Sociétés non financières	116,5	120,0	124,2	114,2	127,3	132,9	134,3	130,5
Administrations publiques (hors adm. centrales)	56,0	39,2	47,8	34,2	40,7	41,0	42,7	42,4
Autres agents	14,4	19,2	17,5	16,0	17,4	21,3	19,9	17,8
<b>Total - Encours</b>	<b>374,0</b>	<b>380,9</b>	<b>402,4</b>	<b>371,7</b>	<b>395,8</b>	<b>411,8</b>	<b>421,6</b>	<b>409,5</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>1,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>8,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	109,8	112,2	113,5	111,3	114,1	113,6	113,3	112,8
Livrets bleus	14,9	15,5	16,3	15,9	16,6	16,6	16,7	16,7
Comptes épargne logement	33,2	36,0	38,5	37,5	39,3	39,2	39,3	39,4
Codevi	41,1	43,2	45,7	44,6	46,9	46,8	46,9	46,9
Livrets d'épargne populaire	49,5	53,8	56,7	55,0	56,2	56,1	56,0	56,1
Livrets jeunes	5,4	5,7	6,1	5,9	6,1	6,1	6,1	6,2
Livrets soumis à l'impôt	65,9	85,3	100,7	97,0	107,6	107,8	109,8	111,8
<b>Total - Encours</b>	<b>319,9</b>	<b>351,8</b>	<b>377,5</b>	<b>367,3</b>	<b>386,8</b>	<b>386,1</b>	<b>388,1</b>	<b>390,0</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>

**Dépôts à vue**

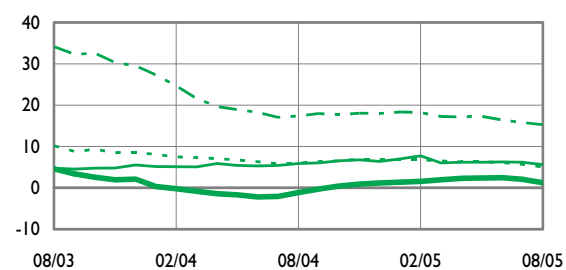
(en taux de croissance annuel)



— Total  
- - - Sociétés non financières  
. . . CEL  
- . - . Ménages

**Comptes sur livret**

(en taux de croissance annuel)



— Livrets A  
- - - Livrets jeunes  
. . . CEL  
- . - . Livrets soumis à l'impôt

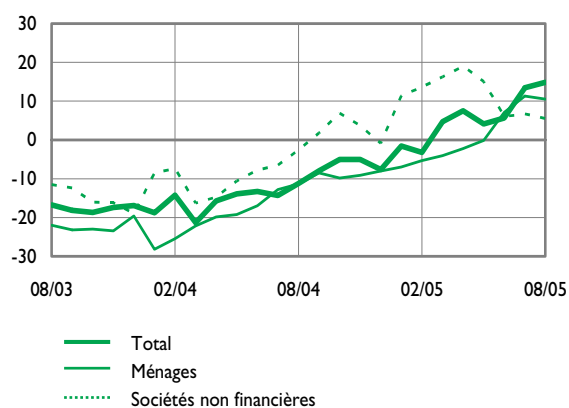
Figure 15  
Dépôts à terme – France

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	55,1	44,1	41,7	44,0	45,2	45,1	46,8	47,2
Ménages et assimilés	25,5	20,4	18,6	19,7	19,4	20,4	21,7	21,8
Sociétés non financières	29,2	23,3	22,8	24,1	25,4	24,5	24,9	25,3
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Autres agents	6,5	5,5	3,8	2,6	3,7	3,8	5,2	6,2
<b>Total - Encours</b>	<b>60,4</b>	<b>49,6</b>	<b>45,5</b>	<b>46,7</b>	<b>48,8</b>	<b>48,9</b>	<b>52,0</b>	<b>53,5</b>
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>-4,2</b>	<b>-16,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-11,3</b>	<b>4,1</b>	<b>5,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	276,5	289,0	295,8	287,2	294,7	293,4	293,1	292,8
Ménages et assimilés	273,9	279,1	282,6	276,1	281,8	280,7	280,1	279,9
PEL	205,0	216,7	224,2	217,0	223,8	223,2	223,0	223,3
PEP	48,1	46,0	42,5	42,7	40,6	40,1	39,8	39,6
Autres	20,8	16,4	15,9	16,5	17,4	17,4	17,4	17,1
Sociétés non financières	2,4	9,9	13,1	11,1	12,9	12,7	13,0	12,8
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres agents	6,9	10,3	10,6	10,5	10,4	10,4	10,4	11,5
<b>Total - Encours</b>	<b>283,3</b>	<b>299,3</b>	<b>306,4</b>	<b>297,7</b>	<b>305,1</b>	<b>303,8</b>	<b>303,5</b>	<b>304,3</b>
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>

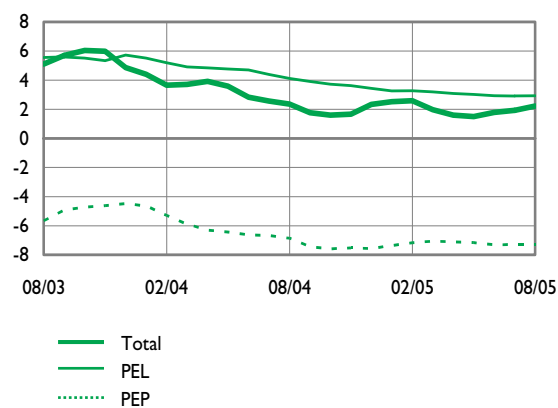
#### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en pourcentage)



#### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en pourcentage)

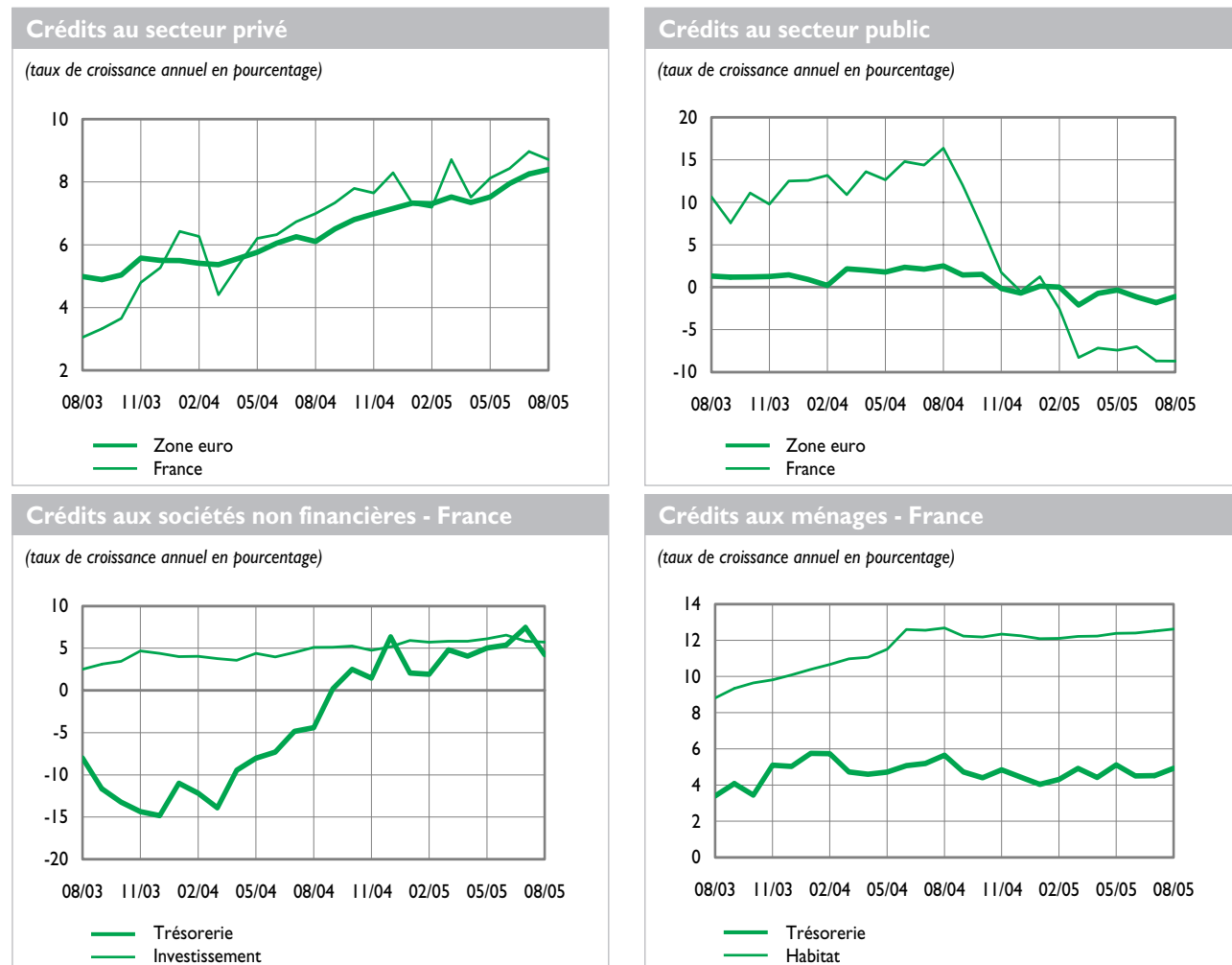


**Figure 16**  
**Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France**

(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	déc.	août	avril	mai	juin	juil.	août
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 130,8	1 176,2	1 264,0	1 225,6	1 296,0	1 310,8	1 321,6	1 334,5	1 327,9
Administrations publiques	127,4	142,2	139,7	146,7	128,9	129,3	135,1	130,8	133,9
<b>Total - Encours</b>	<b>1 258,2</b>	<b>1 318,4</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 372,3</b>	<b>1 424,9</b>	<b>1 440,1</b>	<b>1 456,7</b>	<b>1 465,3</b>	<b>1 461,8</b>
Secteur privé	4,0	5,3	8,3	7,0	7,5	8,1	8,4	9,0	8,7
Administrations publiques	7,0	12,5	-0,5	16,4	-7,2	-7,4	-7,0	-8,7	-8,7
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,8</b>	<b>7,1</b>	<b>6,9</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	201,0	207,1	216,3	211,9	218,9	220,3	222,6	223,0	223,3
Trésorerie	162,4	136,6	144,4	141,0	147,9	148,5	146,9	151,8	146,9
Autres objets	165,6	171,2	180,9	177,8	183,8	183,5	183,8	184,9	183,7
<b>Total - Encours</b>	<b>529,0</b>	<b>514,8</b>	<b>541,5</b>	<b>530,7</b>	<b>550,6</b>	<b>552,3</b>	<b>553,2</b>	<b>559,6</b>	<b>553,9</b>
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>2,8</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>4,9</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	350,7	385,5	438,1	424,0	452,6	457,2	465,2	472,9	477,5
Trésorerie	108,2	113,7	118,7	115,3	118,8	120,2	121,4	121,5	121,0
Autres objets	82,8	81,3	82,8	83,3	83,4	84,4	84,7	85,1	85,1
<b>Total - Encours</b>	<b>541,8</b>	<b>580,5</b>	<b>639,5</b>	<b>622,6</b>	<b>654,8</b>	<b>661,7</b>	<b>671,2</b>	<b>679,5</b>	<b>683,6</b>
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>

Figure 17  
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 octobre 2005

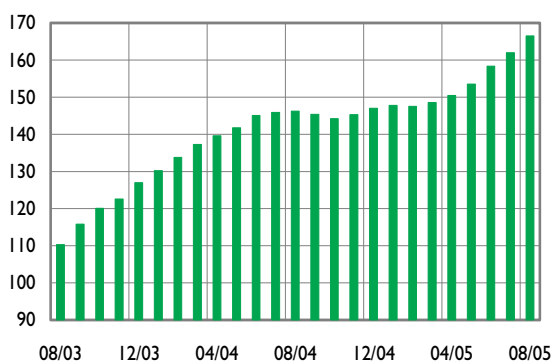
Figure 18  
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2004			2005		
	juin	juil.	août	juin	juil.	août
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>350,8</b>	<b>354,1</b>	<b>357,0</b>	<b>400,9</b>	<b>415,8</b>	<b>426,3</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>145,1</b>	<b>145,9</b>	<b>146,2</b>	<b>158,4</b>	<b>162,0</b>	<b>166,5</b>
Consommation (hors découvert)	46,6	46,4	46,7	49,0	49,0	49,1
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	25,8	27,4	28,4	37,8	38,6	39,9
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	72,6	72,1	71,2	71,6	74,4	77,5
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>205,7</b>	<b>208,2</b>	<b>210,7</b>	<b>242,5</b>	<b>253,9</b>	<b>259,8</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	158,2	160,6	163,0	188,3	197,0	201,2
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	47,5	47,6	47,8	54,2	56,9	58,5

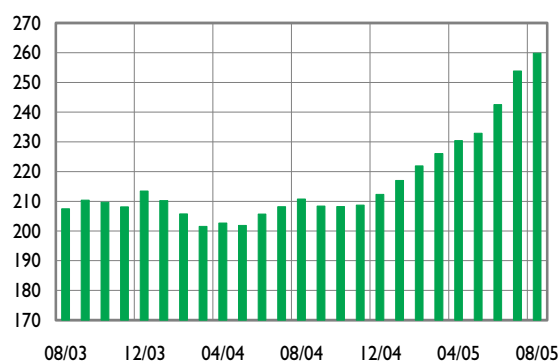
Ménages

(en milliards d'euros)



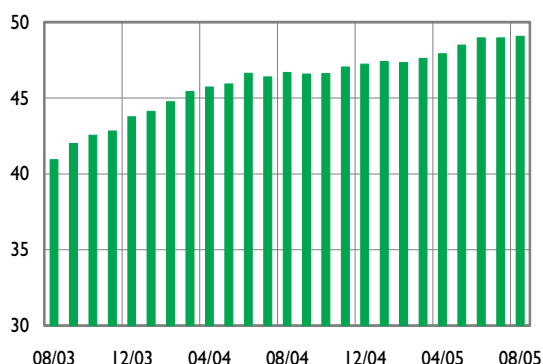
Sociétés

(en milliards d'euros)



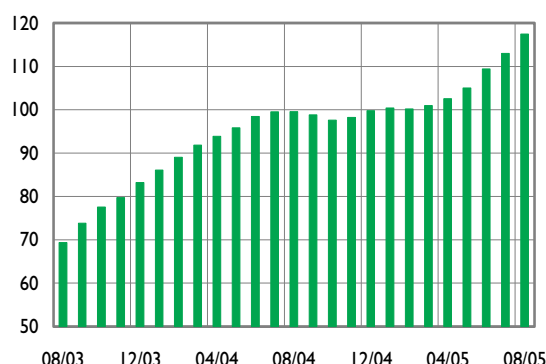
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.

Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an

Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

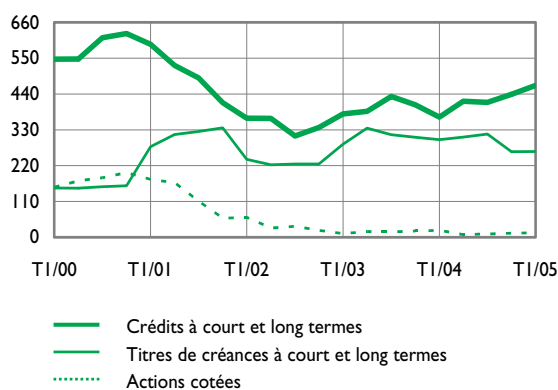
Figure 19  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2005	Flux 2005	Encours 2005
	2004						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
<b>Financements</b>							
<b>Endettement</b>	<b>685,9</b>	<b>735,0</b>	<b>751,2</b>	<b>733,1</b>	<b>753,6</b>	<b>226,7</b>	<b>14 625,4</b>
Crédits à court terme	-4,4	-7,8	1,7	28,2	34,7	2,2	1 550,5
Crédits à long terme	373,7	425,4	412,9	410,6	431,4	81,5	7 442,0
Titres de créances à court terme	84,0	76,4	75,8	52,1	23,9	26,9	825,7
Titres de créances à long terme	216,1	231,0	241,0	210,6	239,4	116,2	4 595,1
Dépôts reçus par les administrations centrales	16,5	9,9	19,7	31,8	24,3	-0,2	212,0
<b>Émissions d'actions et fonds de pension</b>							
Actions cotées	21,1	8,1	10,0	12,2	14,0	3,9	3 138,3
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,6	13,5	13,7	13,0	12,9	2,8	302,3
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>							
Monnaie fiduciaire	60,8	60,7	60,8	61,1	57,6	-5,0	408,4
Dépôts à vue	162,0	160,2	158,0	144,2	159,7	7,9	2 174,8
Dépôts remboursables avec préavis	93,8	92,2	90,6	93,2	86,5	15,7	1 620,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-20,6	-26,4	-17,1	24,9	23,3	-17,4	1 560,0
Dépôts des administrations centrales	10,3	25,7	19,7	6,1	3,1	25,0	187,4
Dépôts auprès des non IFM	17,1	10,3	19,8	31,4	24,1	-0,5	222,2
Titres de créances à court terme	2,8	38,2	34,9	9,6	10,9	8,9	212,8
Titres d'OPCVM monétaires	11,3	7,0	2,2	-3,4	-9,6	8,9	415,7
Pensions sur titres auprès des IFM	-24,4	-14,9	-7,6	3,0	-2,7	-9,7	78,5
<b>Placements à moyen et long termes</b>							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	65,9	85,1	88,7	107,8	116,2	24,7	1 390,7
Placements de type obligataire	-21,4	20,0	29,8	34,9	67,8	36,0	1 793,6
Placements de type actions et autres participations	32,8	70,7	57,9	38,2	32,6	1,5	2 306,4
Assurance-vie et fonds de pension	248,7	241,7	242,6	257,4	263,2	78,1	4 321,0
Titres d'OPCVM non monétaires	77,5	45,5	31,3	24,6	28,8	19,3	1 577,2

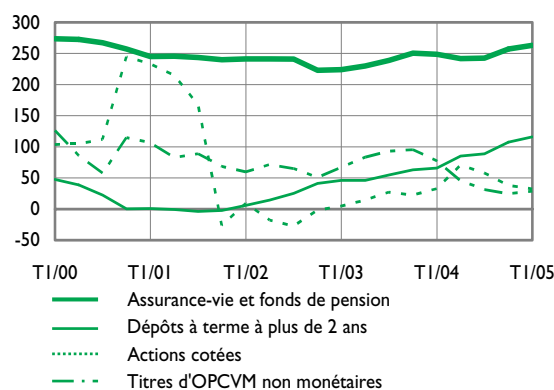
### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 octobre 2005

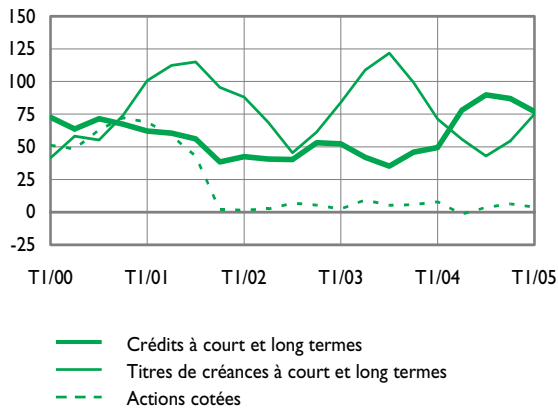
Figure 20  
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2005	Flux 2005	Encours 2005
	2004						
	T1	T2	T3	T4			
<b>Financements (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>126,1</b>	<b>144,7</b>	<b>156,2</b>	<b>164,5</b>	<b>178,5</b>	<b>51,1</b>	<b>2 683,1</b>
Crédits à court terme	4,9	11,5	13,8	5,0	-2,3	-6,8	197,7
Crédits à long terme	44,6	66,5	76,1	82,0	79,3	9,6	1 170,6
Crédits vis-à-vis des non-résidents	5,4	10,9	23,5	23,0	26,4	6,1	284,7
Titres de créances à court terme	8,9	3,9	1,9	-6,1	-6,1	7,0	144,1
Titres de créances à long terme	62,4	51,9	41,0	60,6	81,2	35,2	1 085,7
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>76,2</b>	<b>67,7</b>	<b>74,1</b>	<b>79,1</b>	<b>74,7</b>	<b>18,1</b>	<b>3 284,8</b>
Actions cotées	7,9	-1,6	3,6	6,3	3,9	-0,7	899,7
Autres types de parts sociales	68,2	69,4	70,5	72,9	70,8	18,7	2 385,1
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>93,2</b>	<b>62,8</b>	<b>76,8</b>	<b>93,5</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>1 230,9</b>
Monnaie fiduciaire	2,6	2,7	3,1	3,1	3,6	-0,6	35,4
Dépôts à vue	27,7	20,3	21,4	24,0	24,7	-8,2	377,1
Placements à vue	23,7	20,2	22,9	25,2	25,4	6,2	378,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-10,1	-6,1	-1,5	-2,0	2,6	2,2	44,0
Dépôts des administrations centrales	13,1	-0,3	3,6	4,5	-2,1	-6,1	38,2
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	30,6	25,0	19,3	17,5	ND	ND	97,0
Titres de créances à court terme	-7,4	-9,9	-2,8	8,1	-2,0	-9,5	46,2
Titres d'OPCVM monétaires	12,4	11,3	11,6	11,6	2,6	7,9	203,2
Pensions sur titres d'IFM	-0,5	-0,8	-1,2	0,3	0,5	0,7	2,4
Autres titres à court terme	1,2	0,6	0,3	1,3	-0,4	0,4	8,9
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>124,9</b>	<b>120,7</b>	<b>121,7</b>	<b>138,9</b>	<b>139,6</b>	<b>32,2</b>	<b>4 518,3</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	10,5	8,0	6,1	6,9	6,8	0,3	296,1
Placements de type obligataire	-1,6	-1,1	-0,5	0,9	-0,7	-1,0	181,7
Placements de type actions et autres participations	71,0	72,0	76,1	89,4	77,7	6,3	2 916,3
Assurance-vie et fonds de pension	54,1	50,2	50,9	57,6	63,9	21,9	923,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-9,2	-8,4	-11,0	-15,9	-8,0	4,7	200,3

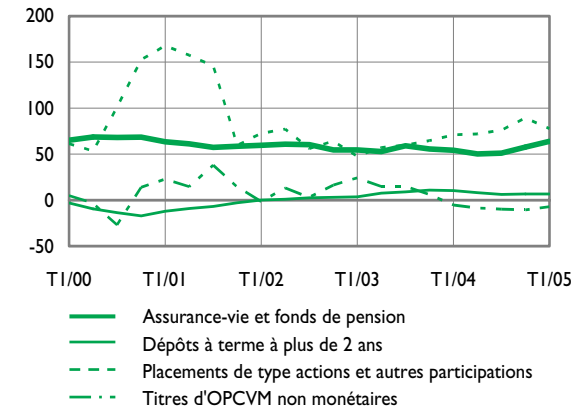
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(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 de crédit.

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005



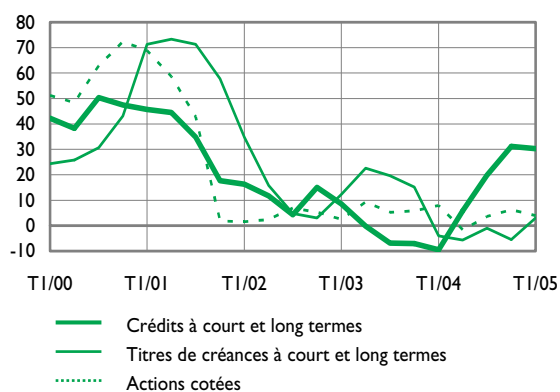
**Figure 21**  
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2005	Flux 2005	Encours 2005
	2004						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
<b>Financements des sociétés non financières</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>-8,2</b>	<b>11,0</b>	<b>42,3</b>	<b>48,7</b>	<b>59,8</b>	<b>11,7</b>	<b>878,4</b>
Crédits à court terme	-10,7	-5,0	-0,5	6,0	10,5	-2,5	142,0
Crédits à long terme	1,2	10,8	20,3	25,2	19,8	2,2	429,6
Crédits vis-à-vis des non-résidents	5,4	10,9	23,5	23,0	26,4	6,1	284,7
Titres de créances à court terme	-6,8	-0,3	1,3	1,3	3,3	8,8	44,6
Titres de créances à long terme	2,8	-5,4	-2,3	-6,8	-0,3	-3,0	259,2
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>76,2</b>	<b>67,7</b>	<b>74,1</b>	<b>79,1</b>	<b>74,7</b>	<b>18,1</b>	<b>3 284,8</b>
Actions cotées	7,9	-1,6	3,6	6,3	3,9	-0,7	899,7
Autres types de parts sociales	68,2	69,4	70,5	72,9	70,8	18,7	2 385,1
<b>Placements des sociétés non financières</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>7,5</b>	<b>10,6</b>	<b>19,5</b>	<b>25,3</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>339,6</b>
Monnaie fiduciaire	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,6
Dépôts à vue	13,0	11,5	9,3	4,8	10,7	0,3	124,8
Placements à vue	1,0	0,3	0,6	0,8	0,8	0,4	4,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-4,2	-2,0	0,4	-0,2	3,5	1,8	24,7
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	0,5	0,4	0,3	0,3	ND	ND	1,1
Titres de créances à court terme	-15,8	-10,0	-2,7	6,2	5,6	-9,9	34,7
Titres d'OPCVM monétaires	12,7	10,9	12,7	12,0	4,9	5,0	139,5
Pensions sur titres d'IFM	-0,5	-0,8	-1,2	0,3	0,5	0,7	2,4
Autres titres à court terme	0,8	0,2	-0,1	0,9	-0,3	0,5	7,2
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>39,5</b>	<b>51,6</b>	<b>53,9</b>	<b>65,6</b>	<b>60,1</b>	<b>6,0</b>	<b>2 251,8</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	4,8	2,9	2,0	3,3	2,5	0,4	13,6
Placements de type obligataire	4,1	4,3	1,8	-0,7	1,5	1,7	66,1
Placements de type actions et autres participations	43,9	57,5	59,9	67,8	56,6	2,5	2 135,3
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-13,3	-13,1	-9,7	-4,9	-0,5	1,3	36,8

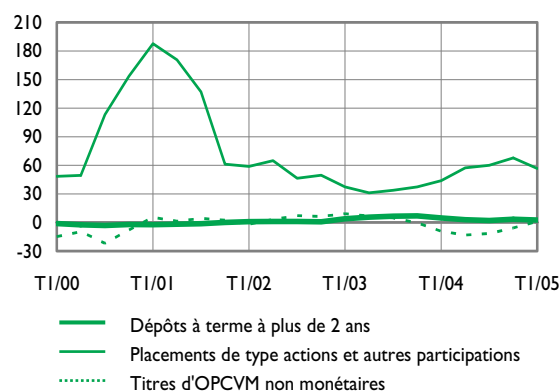
### Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



### Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

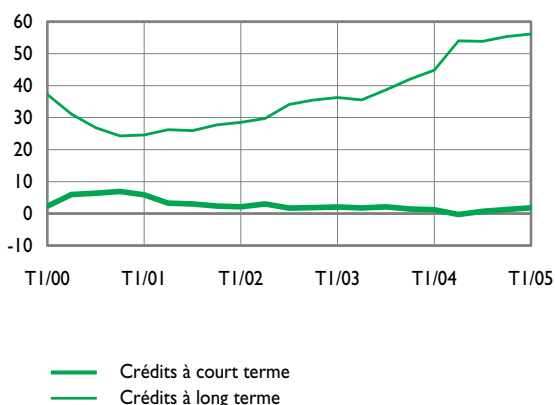
Figure 22  
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours	
	2004						2005
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements des ménages</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>46,1</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>	<b>56,6</b>	<b>58,0</b>	<b>12,4</b>	<b>665,0</b>
Crédits à court terme	1,2	-0,3	0,7	1,3	1,8	0,1	37,6
Crédits à long terme	44,9	54,0	53,9	55,4	56,2	12,3	627,4
<b>Placements des ménages</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>69,1</b>	<b>53,7</b>	<b>51,3</b>	<b>52,3</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>783,6</b>
Monnaie fiduciaire	2,5	2,6	3,0	3,0	3,5	-0,6	34,8
Dépôts à vue	14,1	11,6	11,0	10,6	9,9	-4,2	208,8
Placements à vue	22,6	19,8	22,2	24,3	24,5	5,8	373,7
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-5,7	-3,9	-1,8	-1,6	-0,8	0,4	19,0
Autres dépôts (à l'étranger ...)	30,1	24,6	19,0	17,2	ND	ND	95,9
Titres de créances à court terme	7,8	0,0	-0,8	0,7	-8,9	0,1	4,5
Titres d'OPCVM monétaires	-2,3	-1,1	-1,3	-2,0	-2,7	2,1	46,9
Autres titres à court terme	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>70,9</b>	<b>65,8</b>	<b>62,4</b>	<b>71,5</b>	<b>74,9</b>	<b>23,2</b>	<b>1 995,2</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	5,7	5,1	4,2	3,5	4,3	-0,1	282,5
Placements de type obligataire	-4,3	-6,3	-4,2	-2,8	-4,7	-2,5	82,6
Placements de type actions et autres participations	14,6	13,0	14,2	22,8	19,7	0,8	557,2
Assurance-vie et fonds de pension	54,1	50,2	50,9	57,6	63,9	21,9	923,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	0,7	3,7	-2,8	-9,7	-8,3	3,1	149,0

Financements

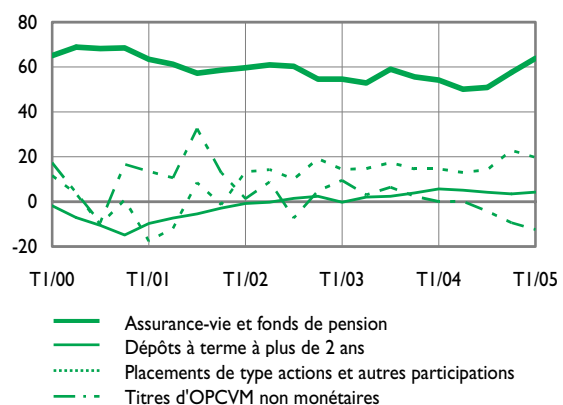
(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

Placements à moyen et long termes

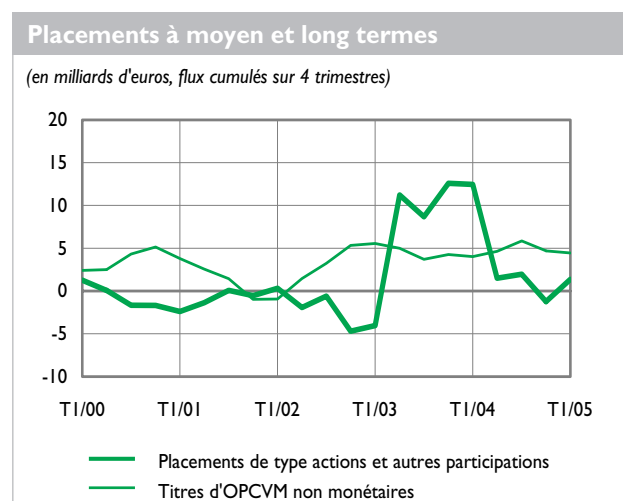
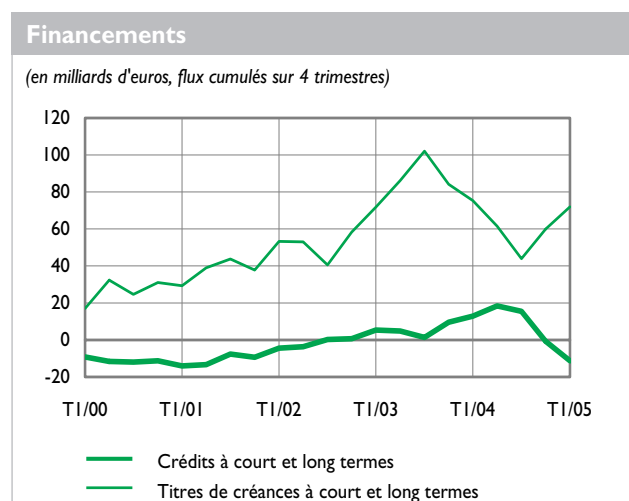
(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



**Figure 23**  
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux 2005	Encours 2005	
	2004						2005
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements des administrations publiques (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>88,2</b>	<b>79,9</b>	<b>59,3</b>	<b>59,2</b>	<b>60,7</b>	<b>27,0</b>	<b>1 139,8</b>
Crédits à court terme	14,3	16,7	13,6	-2,3	-14,6	-4,4	18,1
Crédits à long terme	-1,4	1,7	1,8	1,5	3,3	-5,0	113,6
Titres de créances à court terme	15,7	4,2	0,7	-7,4	-9,5	-1,8	99,4
Titres de créances à long terme	59,6	57,3	43,2	67,4	81,4	38,2	826,5
<b>Placements des administrations publiques</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>16,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,0</b>	<b>15,9</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>107,7</b>
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	0,5	-2,9	1,1	8,6	4,1	-4,3	43,5
Placements à vue	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,3
Dépôts des administrations centrales	13,1	-0,3	3,6	4,5	-2,1	-6,1	38,2
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	ND	ND	0,1
Titres de créances à court terme	0,5	0,1	0,7	1,2	1,3	0,3	6,9
Titres d'OPCVM monétaires	2,0	1,5	0,3	1,5	0,4	0,7	16,9
Autres titres à court terme	0,4	0,4	0,3	0,3	-0,2	-0,1	1,6
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>14,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,3</b>	<b>1,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,0</b>	<b>271,3</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	-1,3	0,9	1,9	4,4	2,4	-0,2	32,9
Placements de type actions et autres participations	12,5	1,5	2,0	-1,2	1,4	3,0	223,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	3,4	1,1	1,5	-1,3	0,8	0,2	14,5



(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 de crédit.

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

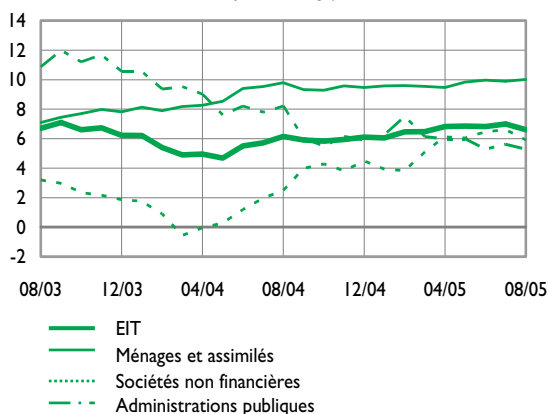
Figure 24  
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

(taux de croissance en pourcentage et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours 2005
	2002	2003	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	juin	juil.	août	
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>2 967,6</b>
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,5	10,0	9,9	10,0	697,5
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	6,9	3,6	4,1	37,7
> 1 an	7,2	8,1	9,9	10,2	10,3	10,4	659,8
Sociétés non financières	2,7	1,9	4,5	6,5	6,6	5,9	1 191,5
≤ 1 an	-3,3	-1,3	8,1	11,2	11,7	10,2	442,8
> 1 an	6,4	3,6	2,6	3,8	3,8	3,5	748,6
Administrations publiques	7,1	10,6	5,9	5,3	5,6	5,3	1 078,7
≤ 1 an	39,6	25,9	-7,6	-16,9	-16,1	-17,3	125,4
> 1 an	3,5	8,3	8,2	9,1	9,4	9,2	953,2
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>1 419,1</b>
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,5	10,0	9,9	10,0	697,5
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	6,9	3,6	4,1	37,7
> 1 an	7,2	8,1	9,9	10,2	10,3	10,4	659,8
Sociétés non financières	2,7	-1,2	5,6	5,6	5,9	4,9	586,0
≤ 1 an	-5,0	-3,3	4,3	4,8	6,0	4,4	142,9
> 1 an	5,7	-0,5	6,0	5,8	5,9	5,0	443,1
Administrations publiques (c)	0,5	7,4	-0,6	-6,4	-8,1	-8,2	135,6
≤ 1 an	-13,1	50,4	-9,9	-36,6	-36,0	-33,6	23,7
> 1 an	3,1	0,3	1,3	4,0	1,3	-0,1	111,9
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>9,0</b>	<b>14,5</b>	<b>14,5</b>	<b>13,0</b>	<b>301,6</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>6,3</b>	<b>9,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>1 246,9</b>
Sociétés non financières	1,0	5,8	-1,8	1,0	0,8	1,1	312,4
≤ 1 an	-24,9	-20,2	3,9	4,6	4,6	3,4	47,1
> 1 an	7,2	10,2	-2,5	0,4	0,1	0,6	265,3
Administrations publiques	8,5	11,3	7,2	7,3	8,0	7,8	934,5
≤ 1 an	68,2	23,3	-6,8	-11,4	-10,1	-12,5	93,2
> 1 an	3,6	9,7	9,3	9,8	10,5	10,6	841,3

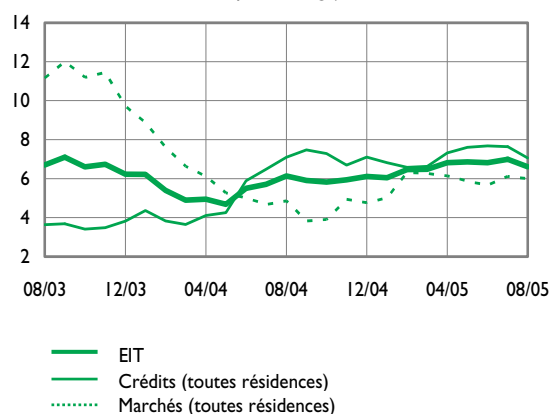
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



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

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

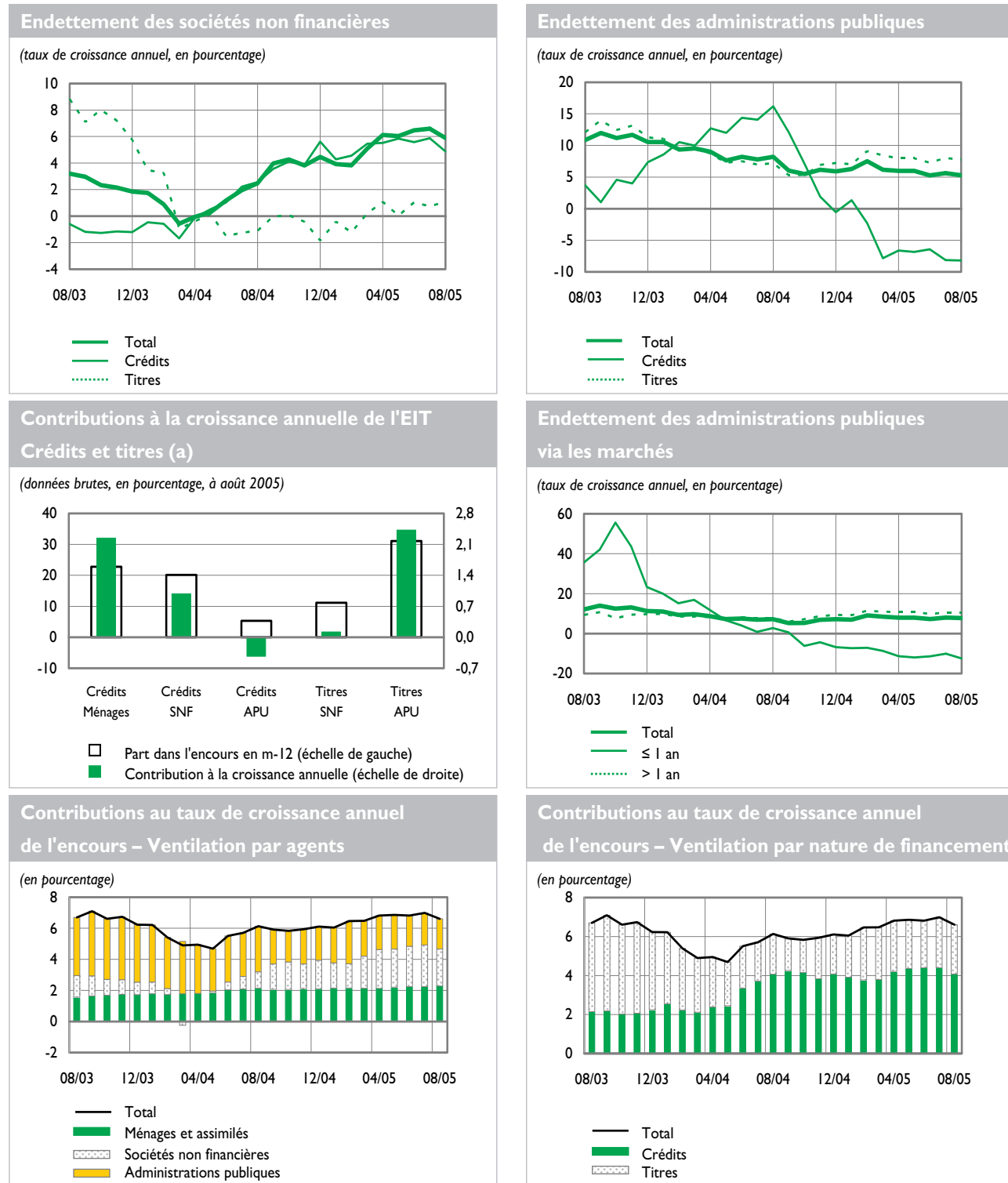
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efposte).

(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

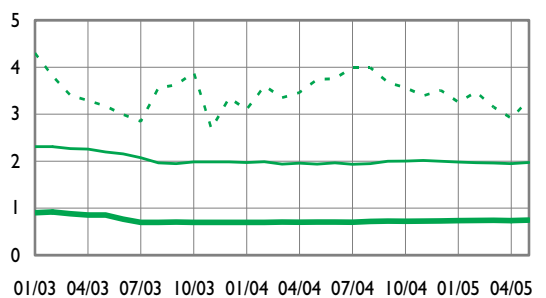
Figure 26  
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	août	avril	mai	juin	juil.	août
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,70	0,73	0,72	0,74	0,75	0,69	0,68	0,69
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,98	2,00	1,95	1,95	1,97	2,17	2,15	2,03
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,34	3,51	3,99	2,92	3,31	3,57	3,11	2,90
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00
Livrets à taux réglementés	2,56	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35	2,10
Livrets à taux de marché	2,37	2,33	2,37	2,26	2,33	2,35	2,31	2,24
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,63	2,40	2,56	2,49	2,54	2,68	2,65	2,61
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,69	3,58	3,56	3,63	3,61	3,67	3,69

Zone euro

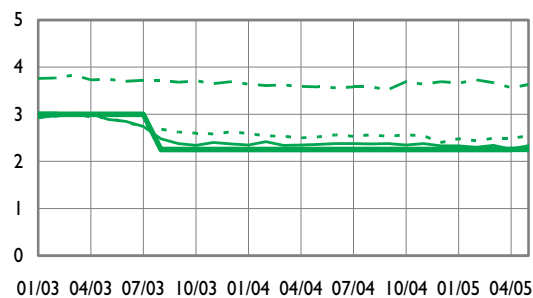
(taux mensuels moyens en pourcentage)



- Dépôts à vue des ménages
- - - Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois
- ..... Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans

France

(taux mensuels moyens en pourcentage)

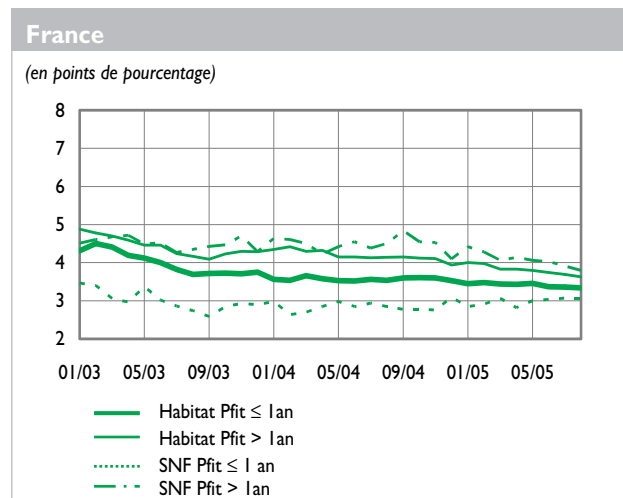
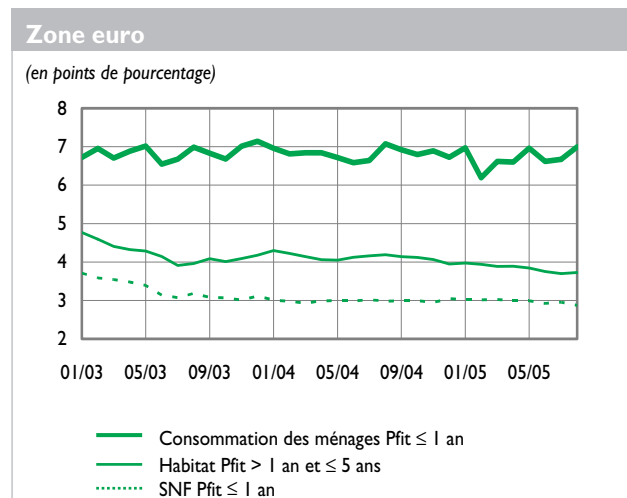


- Livret A
- - - Livrets à taux du marché
- ..... Livrets à taux réglementés
- . - - Dépôts à terme > 2 ans

Figure 27  
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2004				2005							
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,92	6,80	6,89	6,73	6,97	6,20	6,62	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,14	4,12	4,07	3,95	3,97	3,94	3,89	3,89	3,85	3,76	3,70	3,73
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,99	2,99	2,95	3,05	3,02	3,02	3,02	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	<b>6,28</b>	<b>6,10</b>	<b>6,29</b>	<b>6,28</b>	<b>6,35</b>	<b>6,42</b>	<b>6,11</b>	<b>6,12</b>	<b>6,00</b>	<b>6,07</b>	<b>6,17</b>	<b>6,11</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,60	3,61	3,60	3,53	3,45	3,48	3,44	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34
Pfit > 1 an (a)	4,15	4,12	4,11	3,94	4,00	3,98	3,83	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,78	2,78	2,76	3,09	2,85	2,91	3,07	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07
Pfit > 1 an (a)	4,84	4,55	4,53	4,10	4,42	4,28	4,06	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an.

Figure 28  
Coût du crédit – France

(en pourcentage)

	2004		2005		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,16	12,25	12,40	12,58	13,08
Prêts personnels > 1 524 €	6,84	6,64	6,65	6,22	6,25
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,92	4,97	4,72	4,52	4,40
Prêts à taux variable	4,39	4,38	4,27	4,15	4,11
Seuils applicables à partir du 1 <sup>er</sup> jour de la période indiquée	2004	2005			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,21	16,33	16,53	16,77	17,44
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	9,12	8,85	8,87	8,29	8,33
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	6,56	6,63	6,29	6,03	5,87
Prêts à taux variable	5,85	5,84	5,69	5,53	5,48
	2004		2005		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Crédit aux entreprises</b>					
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	4,72	4,51	4,66	4,72	4,72
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,41	5,19	5,31	5,33	5,44
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,45	5,26	5,09	5,43	5,48
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,38	4,43	4,57	4,49	4,26
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,74	3,68	3,59	3,91	3,44
> 1 524 490 €	2,64	2,90	2,69	4,13	2,72
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	8,57	9,13	9,21	9,24	8,68
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,13	7,43	7,61	7,43	7,26
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,83	6,38	6,23	6,60	5,47
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,23	4,82	5,16	5,01	4,38
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	3,99	3,15	3,94	3,47
> 1 524 490 €	3,18	3,74	2,85	4,08	3,69
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	4,56	4,73	4,53	4,26	4,31
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,74	4,80	4,54	4,45	4,79
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,55	4,54	4,41	4,15	4,37
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,97	3,92	3,79	3,74	4,05
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,32	3,10	3,11	3,18	3,19
> 1 524 490 €	3,10	2,88	2,94	3,01	2,98
<b>Crédits à moyen et long terme</b>					
≤ 15 245 €	4,30	4,27	4,14	3,99	3,83
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,20	4,21	4,04	3,89	3,71
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,15	4,15	4,00	3,80	3,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,05	4,06	3,92	3,78	3,61
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,79	3,82	3,72	3,58	3,47
> 1 524 490 €	3,42	3,43	3,36	3,29	3,02

Source : Banque de France

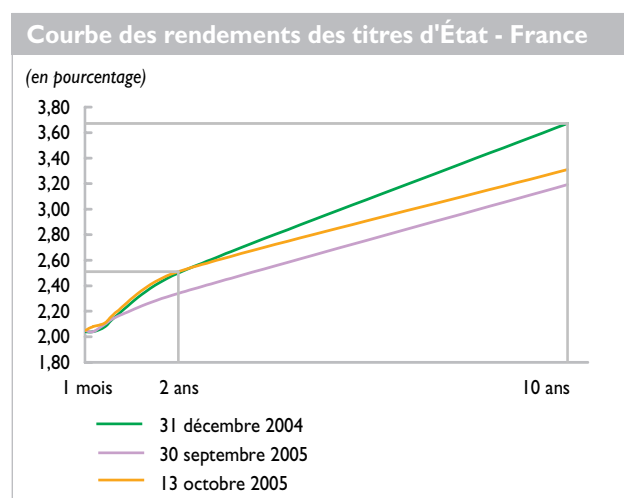
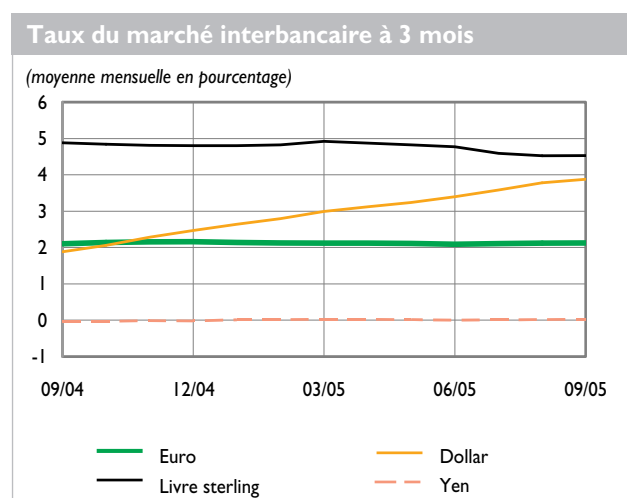
Réalisé le 17 octobre 2005



Figure 29  
Taux d'intérêt

(en pourcentage)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 14/10/05	
	2004	2005										
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>2,00</b>
Au jour le jour	2,06	2,06	2,05	2,05	2,07	2,06	2,06	2,05	2,06	2,09		
À 3 mois	2,16	2,13	2,13	2,12	2,12	2,11	2,09	2,11	2,12	2,13		
À 1an	2,30	2,31	2,30	2,32	2,24	2,18	2,08	2,14	2,20	2,20		
<b>Livre sterling</b>											<b>4,50</b>	
Au jour le jour	4,77	4,73	4,81	4,76	4,84	4,72	4,80	4,75	4,56	4,55		
À 3 mois	4,81	4,81	4,82	4,92	4,87	4,83	4,77	4,60	4,53	4,53		
À 1an	4,85	4,84	4,98	5,12	4,97	4,80	4,64	4,42	4,49	4,47		
<b>Dollar</b>											<b>3,75</b>	
Au jour le jour	2,18	2,27	2,50	2,61	2,77	3,00	3,04	3,25	3,45	3,64		
À 3 mois	2,47	2,64	2,80	2,99	3,12	3,24	3,40	3,58	3,78	3,88		
À 1an	3,01	3,23	3,35	3,65	3,69	3,72	3,78	4,02	4,24	4,18		
<b>Yen</b>											<b>0,10</b>	
Au jour le jour (b)	ND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
À 3 mois	-0,02	0,01	0,01	0,03	0,02	0,02	0,00	0,01	0,02	0,02		
À 1an	0,04	0,03	0,05	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,08	0,09		
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans</b>												
France	3,64	3,58	3,60	3,75	3,54	3,38	3,20	3,27	3,30	3,13		
Allemagne	3,65	3,58	3,57	3,72	3,50	3,34	3,19	3,23	3,25	3,09		
Zone euro	3,69	3,63	3,62	3,76	3,57	3,41	3,25	3,32	3,32	3,16		
Royaume-Uni	4,53	4,56	4,62	4,81	4,63	4,42	4,28	4,29	4,30	4,21		
États-Unis	4,27	4,26	4,20	4,53	4,39	4,18	4,04	4,20	4,31	4,23		
Japon	1,40	1,37	1,40	1,46	1,32	1,26	1,24	1,26	1,43	1,38		



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises.

Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30.

(b) Sources : nationales pour les mois d'octobre, novembre, décembre 2004 et janvier 2005.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 octobre 2005

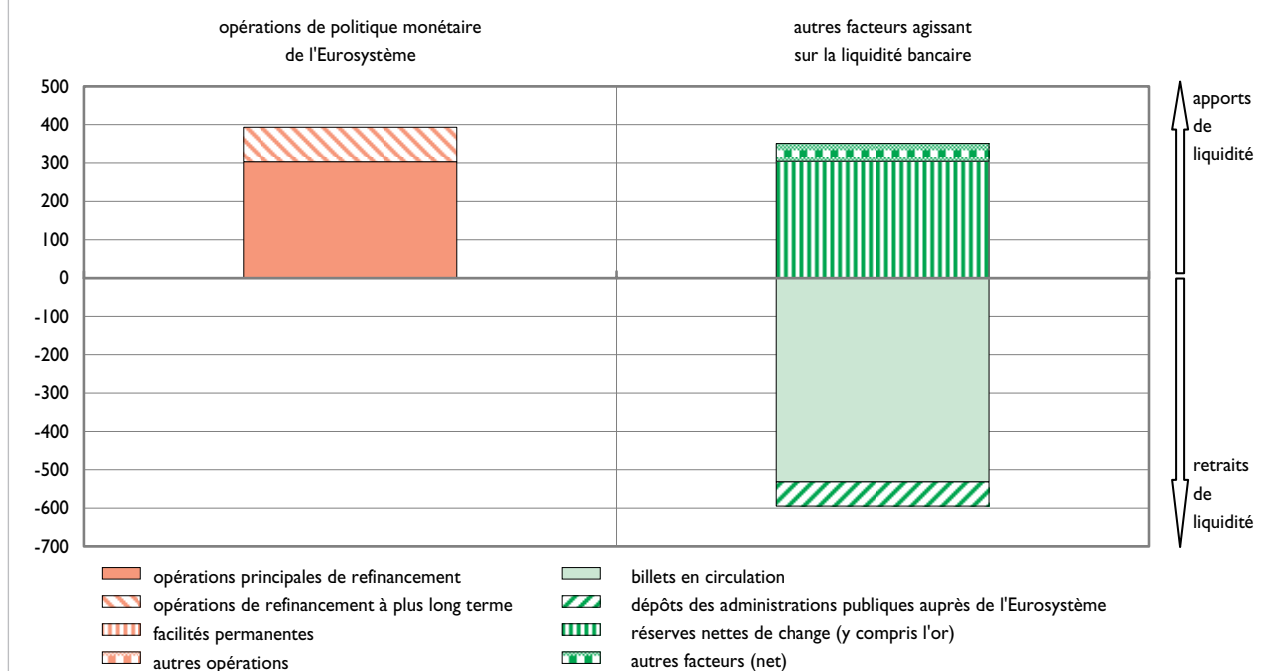
Figure 30  
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10/08/2005 au 06/09/2005)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>393,8</b>	<b>0,1</b>	<b>393,7</b>
Opération principale de refinancement	303,5		303,5
Opération de refinancement à plus long terme	90,0		90,0
Facilités permanentes	0,0	0,1	-0,1
Autres opérations	0,3	0,0	0,3
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>351,0</b>	<b>594,6</b>	<b>-243,6</b>
Billets en circulation		531,5	-531,5
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		63,1	-63,1
Réserves nettes de change (y compris l'or)	304,8		304,8
Autres facteurs (net)	46,2		46,2
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>150,1</b>
dont réserves obligatoires			149,7

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 10/08/2005 au 06/09/2005)



**Figure 3 I**  
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en pourcentage)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
05/12/2002	11/12/2002	2,75	05/12/2002	06/12/2002	1,75	3,75
06/03/2003	12/03/2003	2,50	06/03/2003	07/03/2003	1,50	3,50
05/06/2003	09/06/2003	2,00	05/06/2003	06/06/2003	1,00	3,00

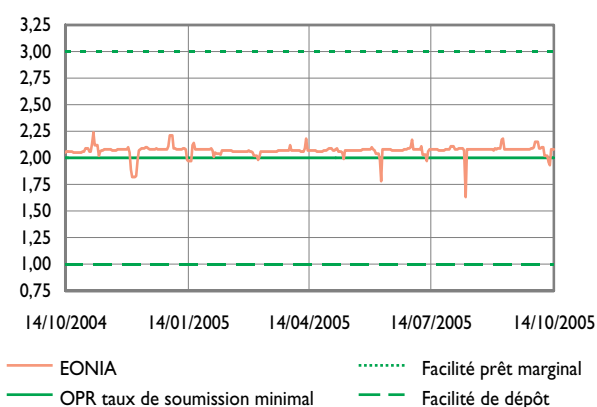
(en pourcentage)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2005	7 septembre	2,05	2,06	2005	28 avril	2,08
	14 septembre	2,06	2,06		26 mai	2,08
	21 septembre	2,06	2,06		30 juin	2,06
	28 septembre	2,06	2,07		28 juillet	2,08
	5 octobre	2,06	2,07		1 septembre	2,08
	12 octobre	2,07	2,07		29 septembre	2,09

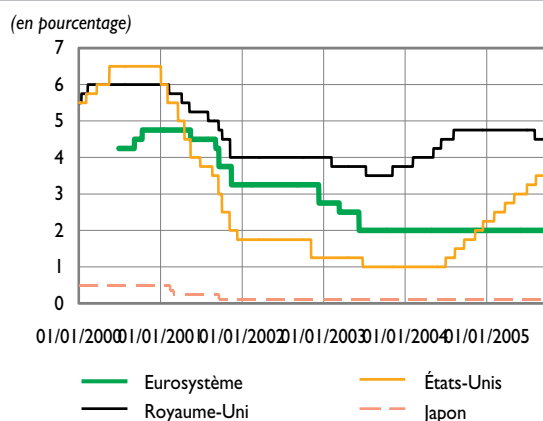
(en milliards d'euros, taux en pourcentage)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2005	12 avril	142,64	26,59	143,28	26,68	0,64	0,09	2,05
	10 mai	143,09	26,64	144,02	26,75	0,93	0,11	2,05
	7 juin	144,60	26,64	145,46	26,84	0,86	0,20	2,05
	12 juillet	147,19	27,47	147,88	27,54	0,69	0,07	2,05
	9 août	149,16	27,69	149,79	27,79	0,63	0,10	2,05
	6 septembre	149,68	27,82	150,25	27,91	0,57	0,09	2,05

#### Taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA



#### Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

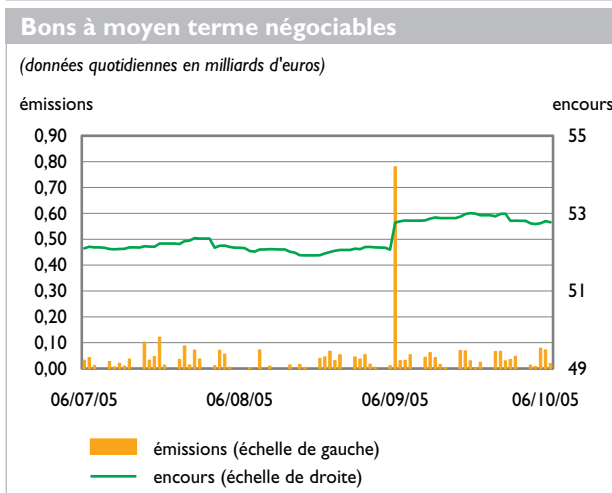
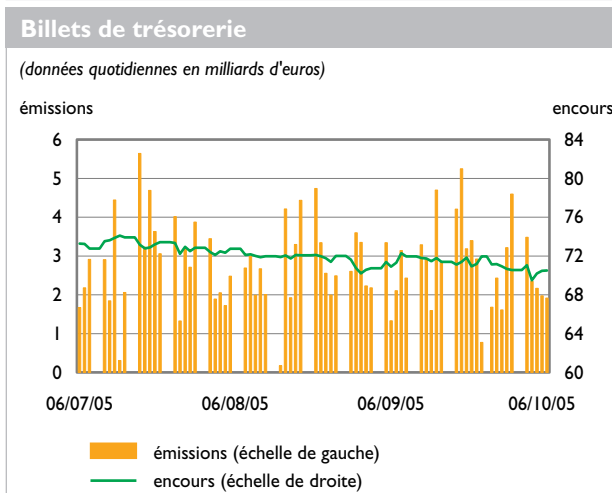
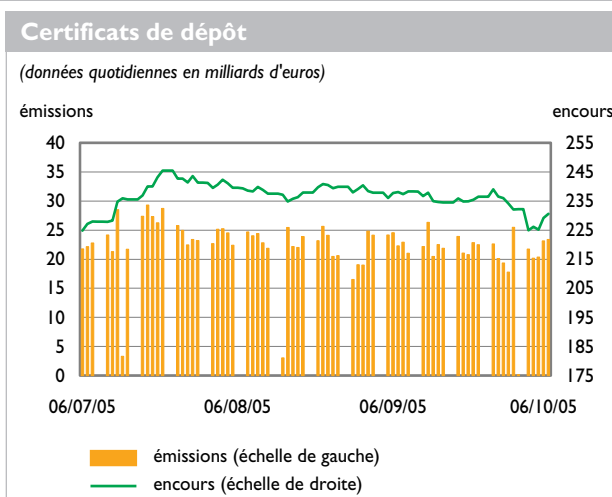
Réalisé le 18 octobre 2005

Figure 32  
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	09/07/05 au 15/07/05	99,10	
16/07/05 au 22/07/05	139,05	245,45	225
23/07/05 au 29/07/05	119,94	241,35	225
30/07/05 au 05/08/05	120,11	239,55	226
06/08/05 au 12/08/05	117,92	237,55	227
13/08/05 au 19/08/05	96,73	237,92	227
20/08/05 au 26/08/05	114,15	239,91	226
27/08/05 au 02/09/05	103,64	237,90	223
03/09/05 au 09/09/05	115,03	238,34	225
10/09/05 au 16/09/05	113,53	234,53	225
17/09/05 au 23/09/05	111,18	236,49	224
24/09/05 au 30/09/05	105,45	232,11	227
01/10/05 au 07/10/05	109,07	230,60	225

Billets de trésorerie	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	09/07/05 au 15/07/05	11,58	
16/07/05 au 22/07/05	20,27	73,44	88
23/07/05 au 29/07/05	15,11	72,88	90
30/07/05 au 05/08/05	11,61	72,77	88
06/08/05 au 12/08/05	12,36	71,98	87
13/08/05 au 19/08/05	14,06	72,09	87
20/08/05 au 26/08/05	15,13	72,02	89
27/08/05 au 02/09/05	13,98	70,76	88
03/09/05 au 09/09/05	12,37	71,98	89
10/09/05 au 16/09/05	15,39	71,41	88
17/09/05 au 23/09/05	18,97	71,20	88
24/09/05 au 30/09/05	14,32	70,59	85
01/10/05 au 07/10/05	11,90	70,53	87

Bons à moyen terme négociables	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
	09/07/05 au 15/07/05	0,10	
16/07/05 au 22/07/05	0,32	52,22	155
23/07/05 au 29/07/05	0,25	52,35	155
30/07/05 au 05/08/05	0,14	52,11	154
06/08/05 au 12/08/05	0,09	52,08	154
13/08/05 au 19/08/05	0,03	51,92	154
20/08/05 au 26/08/05	0,24	52,06	155
27/08/05 au 02/09/05	0,16	52,12	155
03/09/05 au 09/09/05	0,91	52,81	155
10/09/05 au 16/09/05	0,17	52,88	155
17/09/05 au 23/09/05	0,19	52,95	154
24/09/05 au 30/09/05	0,24	52,81	153
01/10/05 au 07/10/05	0,19	52,77	153



(a) Les émissions en euros et en devises sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêt (dernier jour de la période considérée).

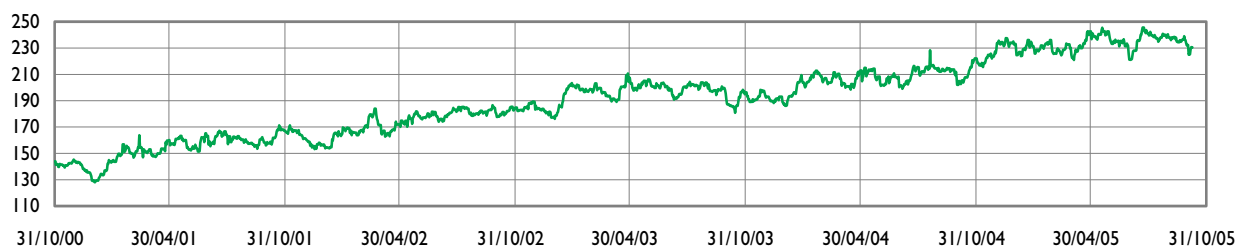
Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

Figure 33  
Titres de créances négociables – France

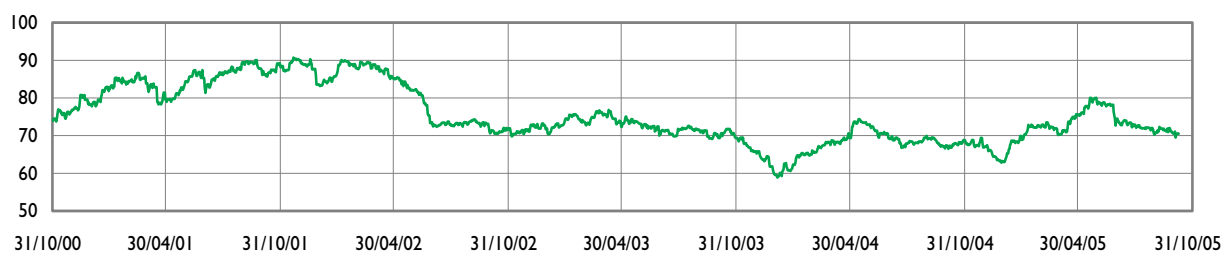
### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



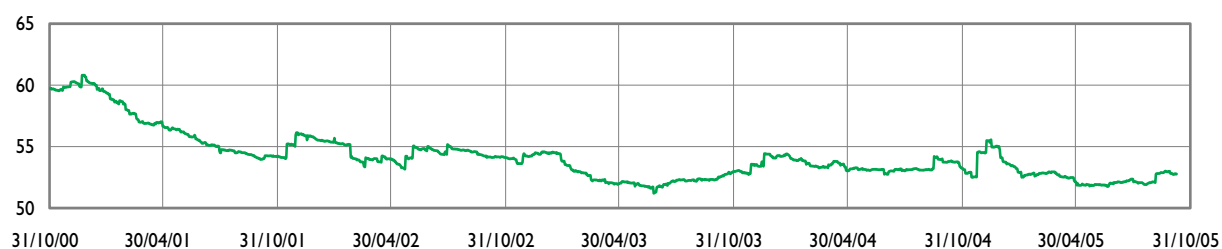
### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



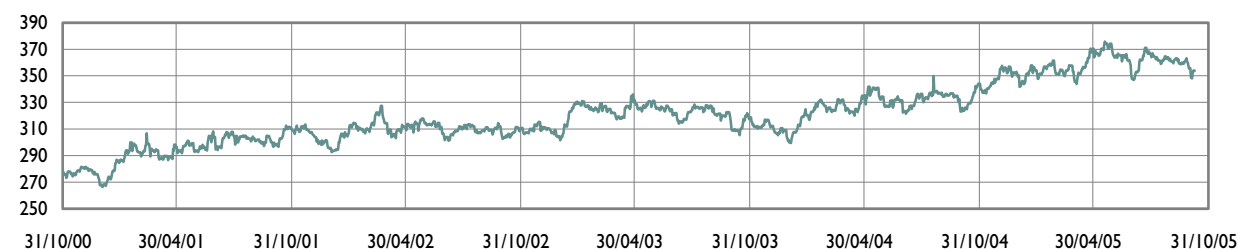
### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

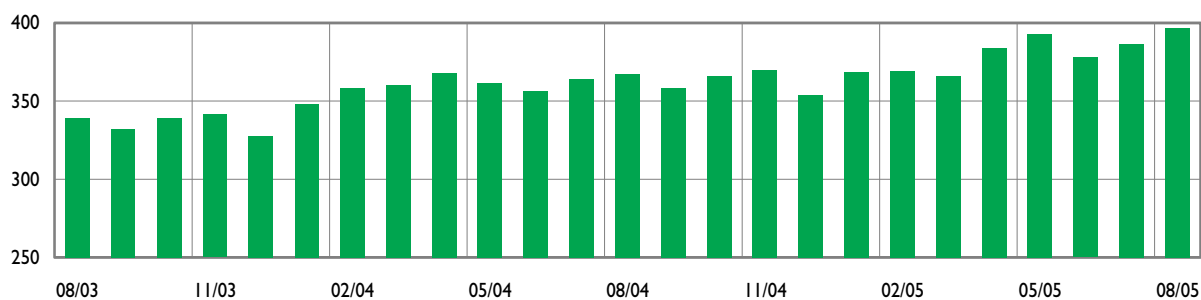
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2004		2005	
	T3	T4	T1	T2
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	358,43	354,06	365,99	377,95
OPCVM obligations	186,71	190,17	197,46	204,75
OPCVM actions	174,40	184,96	198,02	211,95
OPCVM diversifiés	210,46	214,99	221,91	232,03
OPCVM de fonds alternatifs	10,88	10,85	11,80	12,90
OPCVM garantis	0,59	0,68	0,36	0,21
Fonds à formule	51,82	55,78	56,65	59,61

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



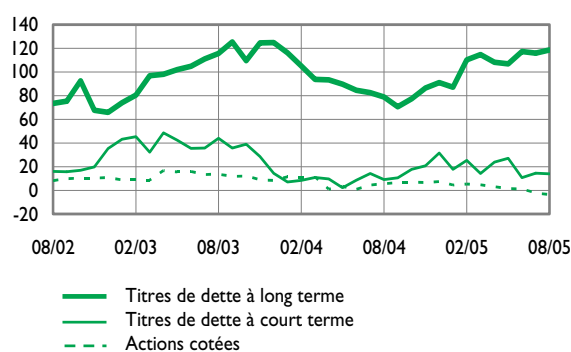
**Figure 35**  
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	2004	2005
	déc.	déc.	août	12 mois	août	déc.	août
<b>Titres de dette émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>1 742,6</b>	<b>1 855,9</b>	<b>1 952,0</b>	<b>132,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>
Titres de dette à long terme	1 422,6	1 505,2	1 585,1	118,7	0,4	6,4	8,1
Administrations publiques	720,9	788,0	841,3	80,5	-0,4	9,3	10,6
Institutions financières monétaires (IFM)	395,6	422,0	446,0	34,9	0,0	7,9	8,5
Sociétés hors IFM	306,2	295,2	297,7	3,3	0,8	-2,4	1,1
Titres de dette à court terme	320,0	350,7	367,0	13,9	-0,8	9,9	4,0
Administrations publiques	108,7	101,3	93,2	-13,3	-0,9	-6,8	-12,5
Institutions financières monétaires (IFM)	177,0	213,6	226,8	25,6	-0,6	21,1	12,8
Sociétés hors IFM	34,3	35,8	47,0	1,6	0,7	4,7	3,5
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>992,7</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 219,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,3</b>

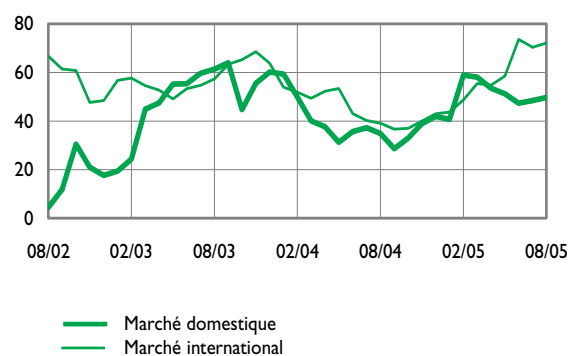
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



#### Émissions nettes de titres de dette à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

Figure 36  
Émissions d'actions cotées et d'obligations par les résidents français

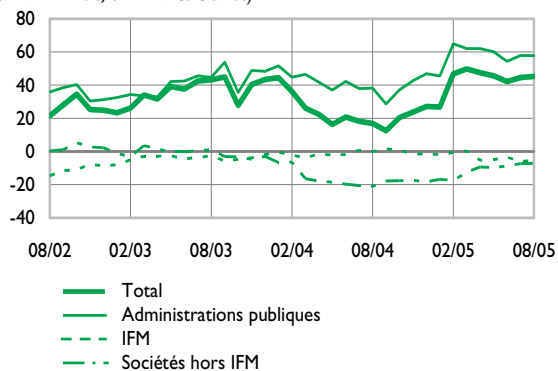
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2003	2004	2005	Cumul 12 mois	2005	Cumul 12 mois	2005
	déc.	déc.	août		août		août
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>868,2</b>	<b>892,3</b>	<b>918,7</b>	<b>45,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>115,9</b>	<b>0,2</b>
Administrations publiques	549,0	595,8	637,9	57,8	-0,1	92,9	0,0
Institutions financières monétaires (IFM)	163,7	161,2	153,1	-5,4	-0,1	16,2	0,0
Sociétés hors IFM	155,5	135,3	127,7	-7,2	-0,4	6,9	0,2
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>992,7</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 219,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,2</b>	<b>8,4</b>	<b>0,3</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	122,7	130,1	139,7	-0,7	0,1	0,9	0,1
Sociétés hors IFM	870,0	896,9	1 079,5	-2,9	0,2	7,5	0,2

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

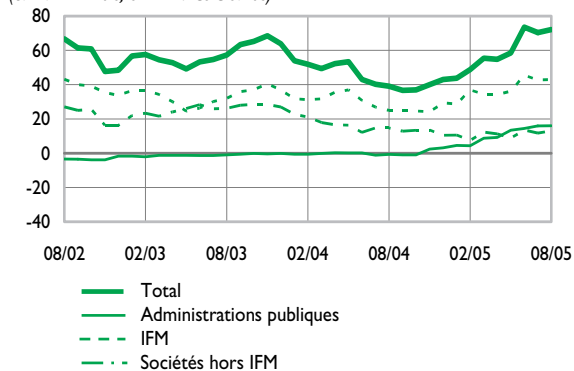
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes d'obligations

Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées.



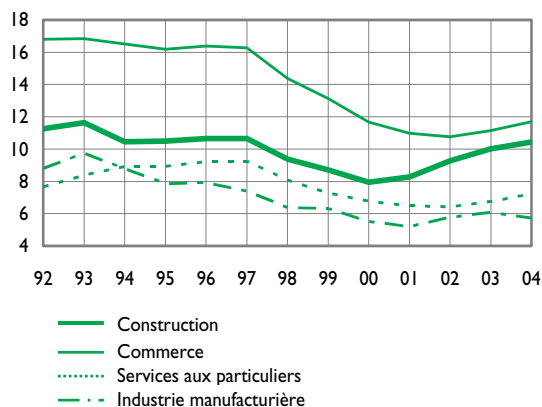
Figure 37  
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2004			2005								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	144	221	136	144	154	137	143	139	130	103	63	91
Industrie	426	481	457	463	437	445	469	526	490	411	422	408
Agriculture et alimentaire	94	97	102	93	106	88	99	97	103	92	96	82
Biens de consommation	129	158	146	143	147	154	150	158	157	142	139	142
Automobile	5	3	3	8	4	2	4	3	7	4	1	6
Biens d'équipement	76	94	82	91	88	89	85	120	80	82	78	71
Biens intermédiaires	122	129	124	128	92	112	131	148	143	91	108	107
Construction	867	873	947	884	958	923	909	935	909	808	888	793
Commerce	963	1065	1005	1008	999	983	1036	1073	1047	1000	958	914
Transports	152	177	173	158	173	161	171	163	163	183	155	160
Activités immobilières	122	127	94	117	125	123	127	85	140	115	133	77
Services aux entreprises	482	525	539	542	543	557	526	536	546	487	522	481
Services aux particuliers	617	614	604	616	620	605	620	628	644	551	580	577

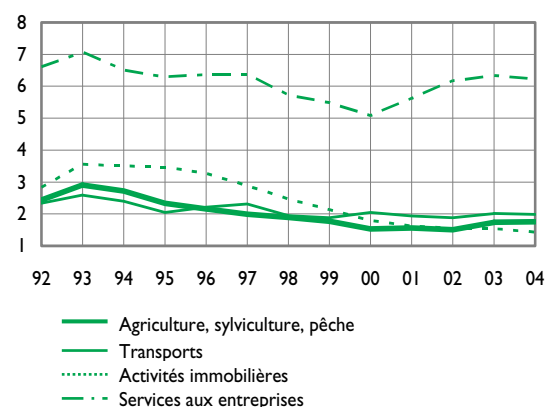
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



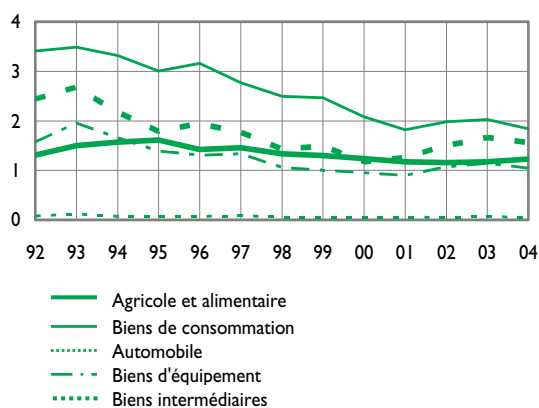
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

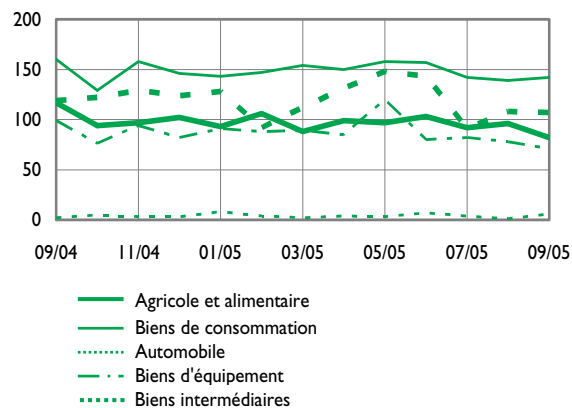


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) données provisoires  
Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2005

**Figure 38**  
**Systèmes de paiement de masse – France**

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

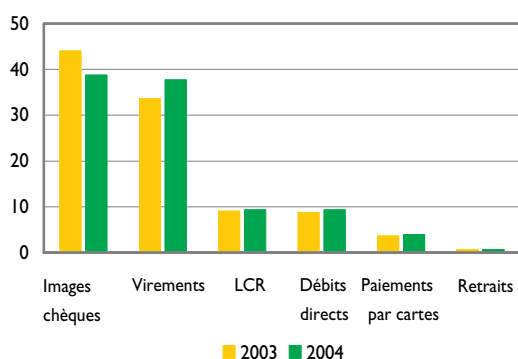
	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juin	juil.	août	Part
Images chèques	243	7 168	8 075	6 836	6 938	7 981	5 675	36,0
Virements	5 453	6 169	6 163	6 651	7 757	7 580	6 223	39,5
Virements	5 382	5 756	5 706	6 124	6 852	6 989	5 733	36,4
Télépaiements	71	413	457	527	906	591	490	3,1
LCR	1 786	1 710	1 661	1 652	1 626	1 692	1 505	9,5
Débits directs	1 450	1 608	1 619	1 658	1 669	1 627	1 484	9,4
Avis de prélèvement	1 288	1 446	1 453	1 495	1 559	1 536	1 413	9,0
TIP	162	162	165	164	110	91	71	0,4
Paiements par cartes	554	625	664	705	743	800	733	4,6
Retraits	137	141	137	133	134	148	143	0,9
<b>Total</b>	<b>9 623</b>	<b>17 422</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 867</b>	<b>19 829</b>	<b>15 762</b>	<b>100,0</b>

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juin	juil.	août	Part
Images chèques	778	13 688	13 597	13 013	12 649	12 682	10 644	24,9
Virements	6 091	6 374	6 600	6 705	7 181	6 800	5 862	13,7
Virements	6 088	6 368	6 593	6 695	7 170	6 786	5 851	13,7
Télépaiements	3	6	7	10	11	15	10	0,0
LCR	451	431	419	408	406	422	367	0,9
Débits directs	5 925	6 493	6 772	7 113	7 519	7 320	7 385	17,3
Avis de prélèvement	5 413	5 935	6 215	6 560	7 107	6 879	6 993	16,4
TIP	512	558	557	554	412	441	391	0,9
Paiements par cartes	12 111	13 614	14 355	15 159	15 982	17 104	16 036	37,5
Retraits	2 719	2 708	2 565	2 446	2 493	2 582	2 466	5,8
<b>Total</b>	<b>28 075</b>	<b>43 308</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 231</b>	<b>46 910</b>	<b>42 760</b>	<b>100,0</b>

**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des volumes échangés)

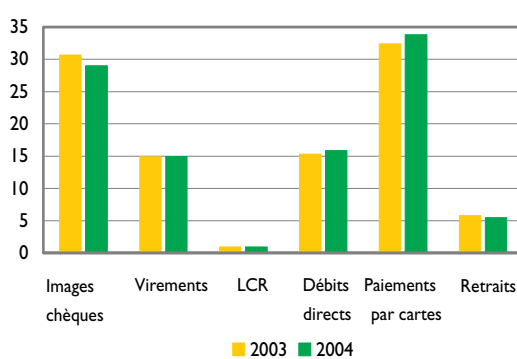


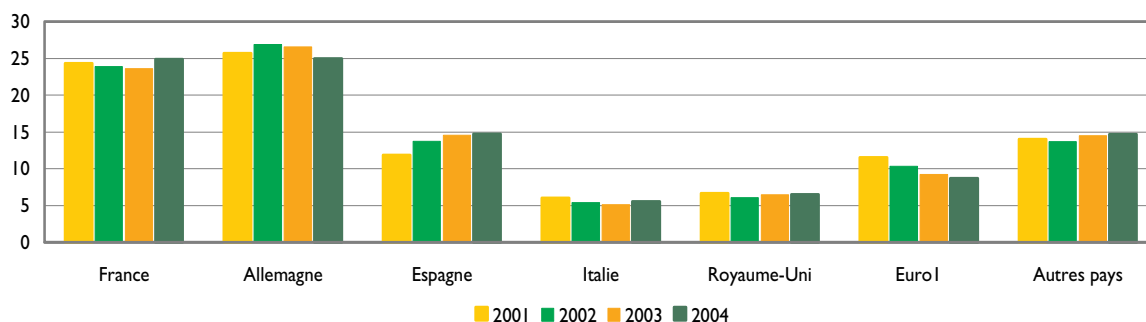
Figure 39  
Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					mai	juin	juil.	Part
France	433	435	448	486	533	561	527	24,2
Target transfrontière	75	69	75	81	90	98	92	4,2
Target domestique (TBF)	270	287	302	338	385	395	374	17,2
Système net (PNS)	88	78	70	67	58	68	60	2,8
Allemagne	409	489	504	488	500	569	541	24,8
Target transfrontière	131	129	141	143	149	170	159	7,3
Target domestique (ELS puis RTGS+)	140	360	364	345	352	399	382	17,6
Systèmes net (EAF)	138	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	211	250	277	288	290	317	316	14,5
Target transfrontière	20	18	20	23	22	23	23	1,1
Target domestique (SLBE)	190	231	255	265	267	293	293	13,5
Système net (SEPI) (a)	1	1	1	1	-	-	-	-
Italie	107	99	97	108	136	145	134	6,1
Target transfrontière	39	34	33	32	41	44	40	1,9
Target domestique (BI-REL)	68	64	64	76	95	101	94	4,3
Royaume-Uni	118	111	122	127	142	157	145	6,7
Target transfrontière	91	85	93	101	108	119	110	5,1
Target domestique (Chaps Euro)	27	26	29	26	34	38	35	1,6
Euro I (b)	205	188	175	170	159	173	167	7,7
Autres pays	250	249	275	287	312	334	347	15,9
<b>Total Union Européenne (à 15)</b>	<b>1 732</b>	<b>1 821</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>2 072</b>	<b>2 255</b>	<b>2 176</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	506	485	537	564	616	676	642	29,5
Target domestique	793	1 066	1 113	1 150	1 237	1 337	1 306	60,0
Systèmes nets	432	269	249	240	219	243	229	10,5

### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(b) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre

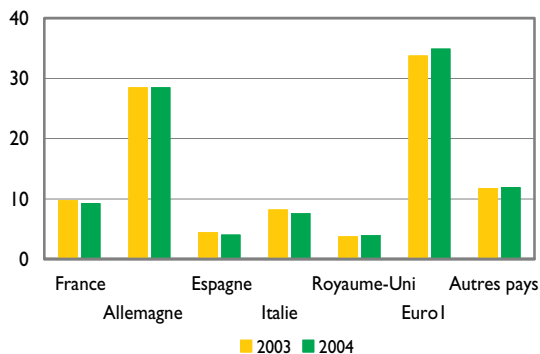
Figure 40  
Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					mai	juin	juil.	Part
France	46 480	44 651	43 906	42 510	41 591	46 227	44 286	8,4
Target transfrontière	5 307	6 471	6 804	7 382	8 045	9 273	8 857	1,7
Target domestique (TBF)	9 657	8 490	8 353	8 069	7 818	9 364	8 286	1,6
Système net (PNS)	31 516	29 690	28 749	27 058	25 727	27 591	27 143	5,2
Allemagne	137 299	125 075	128 596	131 502	132 227	143 318	141 333	26,9
Target transfrontière	14 713	16 855	18 027	19 232	18 909	20 545	19 714	3,8
Target domestique (ELS puis RTGS+)	79 220	108 220	110 569	112 270	113 318	122 773	121 619	23,2
Système net (EAF)	43 366	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	15 882	19 067	20 094	18 467	18 455	24 455	35 048	6,7
Target transfrontière	1 228	1 729	2 333	2 761	3 273	3 455	3 381	0,6
Target domestique (SLBE)	9 276	10 373	10 776	11 625	15 182	21 000	31 667	6,0
Système net (SEPI) (a)	5 378	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-
Italie	40 346	37 698	36 957	35 066	42 864	43 227	42 286	8,1
Target transfrontière	5 335	6 173	6 741	7 274	7 591	8 045	7 952	1,5
Target domestique (BI-REL)	35 012	31 525	30 216	27 792	35 273	35 182	34 333	6,5
Royaume-Uni	10 157	14 369	16 835	18 124	18 818	21 091	20 190	3,8
Target transfrontière	6 504	9 549	11 388	12 803	13 318	14 727	14 286	2,7
Target domestique (Chaps Euro)	3 654	4 820	5 447	5 320	5 500	6 364	5 905	1,1
Euro I (b)	112 732	134 902	152 365	161 085	177 091	185 136	183 952	35,0
Autres pays	41 362	51 404	52 941	54 892	54 182	58 045	57 810	11,0
<b>Total Union Européenne (à 15)</b>	<b>404 260</b>	<b>427 165</b>	<b>451 694</b>	<b>461 645</b>	<b>485 227</b>	<b>521 500</b>	<b>524 905</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	45 268	53 859	59 816	65 035	66 409	72 318	70 095	13,4
Target domestique	166 012	199 157	201 392	202 193	213 727	232 636	241 381	46,0
Systèmes nets	192 976	174 145	190 490	194 409	205 091	216 545	213 476	40,7

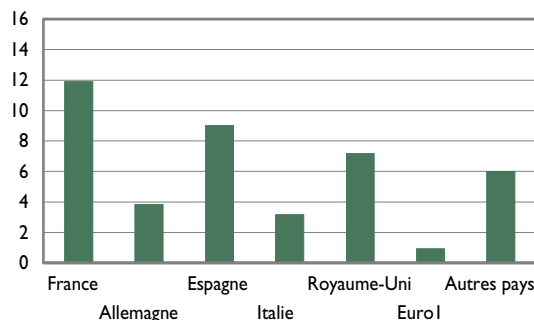
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en juillet 2005

(en millions d'euros)



(a) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(b) Euro I (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 octobre 2005

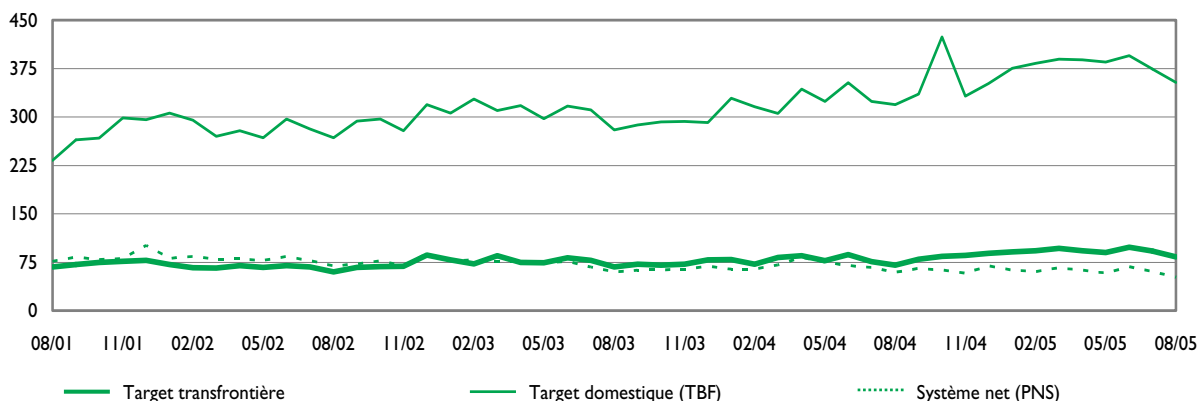
Figure 4 I  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005 Part
					juin	juil.	août	
<b>Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)</b>								
Titres français négociables	11,5	10,7	10,8	12,3	14,1	13,1	12,5	37,7
Créances privées	10,5	8,4	7,0	6,4	6,0	6,2	6,3	19,0
Titres mobilisés via le CCBM	2,1	2,2	4,2	7,4	7,9	7,9	7,2	21,7
Autres titres étrangers (a)	2,0	3,5	3,3	4,6	5,8	7,2	7,2	21,7
<b>Total</b>	<b>26,1</b>	<b>24,8</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,8</b>	<b>34,4</b>	<b>33,2</b>	<b>100,0</b>

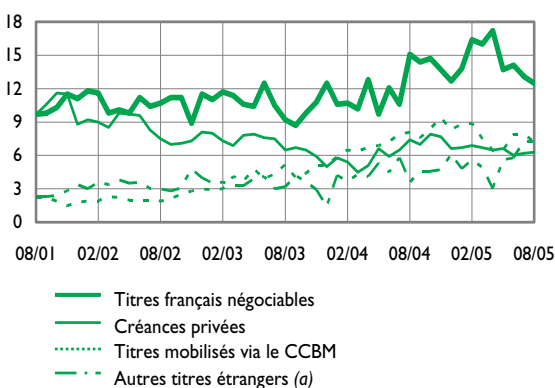
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

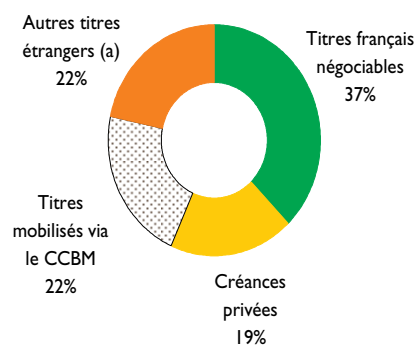


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en août 2005



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres



## Notice méthodologique

### I | Situation économique générale

#### I | I Compétitivité

« Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii*<sup>1</sup>. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 22 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le **groupe de 56 pays** partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

### I | 2 Balance des paiements

#### Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

#### Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

<sup>1</sup> Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/scientific/ops/date/html/ops2002.en.html>)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

### Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements – les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » –, les échanges recensés font l'objet d'un classement **en fonction du secteur économique auquel appartient le résident** impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les **autorités monétaires**, c'est-à-dire la Banque de France ;
- le **secteur des administrations publiques** (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le **secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale (IFM)**, comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches

substitués de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

- les « **autres secteurs** », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

### Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le 5<sup>e</sup> Manuel de la balance des paiements du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des **erreurs et omissions nettes** est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le **compte de transactions courantes** regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les **échanges de biens** sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les **échanges de services hors voyages** sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les **transports**, éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les **services de communication**, les **services de construction**, les **services d'assurance**, les **services financiers**, les **services informatiques et d'information**,



les **redevances et droits de licence**, les **autres services aux entreprises**, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les **voyages** constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les **revenus** sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les **rémunérations des salariés** comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les **revenus des investissements** correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les **transferts courants** constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les **transferts courants des administrations publiques** comprennent notamment la coopération

internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayants-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA – section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les **transferts des autres secteurs** sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le **compte de capital** regroupe les transferts en capital – remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants – et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...).

Le **compte financier** est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la **définition de référence** détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

internationales (FMI, Eurostat, BCE), les **investissements directs** couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

**Produits financiers dérivés**, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

### I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du 5<sup>e</sup> Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constatés à la date d'arrêt.

## 2| Monnaie, placements et financements

### Zones géographiques

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

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

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

### Secteurs économiques

**Institutions financières monétaires (IFM)** : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières



résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

**Administrations publiques (APU)** = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

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

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

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

### Instruments financiers

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

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

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

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

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

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

**M1** = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

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

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

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

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

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

### 3| Autres statistiques

#### Systemes de paiement

**BI-REL** = Banca d'Italia Gross Settlement System

**CCBM** = Correspondent Central banking model

**Chaps Euro** = real-time gross settlement (RTGS) systems

**EAF** = Euro Access Frankfurt

**ELS** = Euro Link System

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

**PNS** = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)

**POPS** = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

**RTGS** = Real-time gross settlement system

**SEPI** = Servicio Español de Pagos Interbancarios

**SLBE** = Servicio de Liquidacion del Banco de España

**STEP1** = Système de paiement des ordres au détail

**Target** = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

**TBF** = Transfert Banque de France

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

*Organisation et activités*

*Politique monétaire et marchés*

*Systèmes de paiement et de titres*

*Supervision et réglementation bancaire*

*Publications et recherche*

### Statistiques et enquêtes

#### Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Liens avec les rubriques statistiques des sites  
des banques centrales du SEBC

## Séries chronologiques

### Statistiques monétaires

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/stat\\_mone/stat\\_mone.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_mone/stat_mone.htm)

- Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)
- Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français)

### Enquête de conjoncture

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/conjonc/conjonc.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/conjonc/conjonc.htm)

- Enquête mensuelle de commerce de détail
- Enquête mensuelle dans l'industrie
- Enquête financière trimestrielle auprès des établissements de crédit

### Balance des paiements

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/balance/balance.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/balance.htm)

- Données mensuelles (brutes : balance simplifiée, balance détaillée, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données trimestrielles (brutes, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données annuelles (brutes, complément : 1946-2003)

### Position extérieure

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/balance/bdppaf/bdppaf.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/bdppaf/bdppaf.htm)

- Position extérieure globale (période 1994-2004)
- Stocks d'investissements directs (ventilation géographique et sectorielle depuis 1994)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique depuis 1999)

### Activité financière internationale

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm)

- Change à terme des banques résidentes
- Options de change des banques résidentes
- Créances internationales consolidées des banques françaises
- Arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie
- Arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

### Comptes nationaux financiers

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm)

- Séries longues

### Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm)

### Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/annhis/html/idx\\_fr.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_fr.htm)

### Coordonnées des diffuseurs de données économiques

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/coordon.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon.htm)



## Abréviations

### | Organismes et institutions

<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BIT</b>	Bureau international du travail
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CDC-CNE</b>	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
<b>Dares</b>	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
<b>Euronext</b>	Bourse paneuropéenne, née en 2000
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>Eurostat</b>	Office statistique de l'Union européenne
<b>IFM</b>	Institutions financières monétaires
<b>INSEE</b>	Institut national de la statistique et des études économiques

### | Indices

<b>CAC 40</b>	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
<b>DAX</b>	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
<b>DOW JONES</b>	Indice américain
<b>Eonia</b>	<i>Euro over night index average</i>
<b>EUROSTOXX 50</b>	Indice boursier de la zone euro
<b>FTSE (FOOTSIE)</b>	Indice de la City
<b>Itraxx</b>	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>IPCN</b>	Indice des prix à la consommation national
<b>ISM</b>	Indice américain de l'activité industrielle
<b>MIDCAC</b>	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
<b>NASDAQ</b>	Indice des valeurs technologiques américaines
<b>NIKKEI</b>	Indice japonais
<b>NM</b>	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
<b>SBF 120</b>	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
<b>SBF 250</b>	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
<b>SP 500 ou Standard and Poor's 500</b>	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE ( <i>New York Stock Exchange</i> )

### | Autres sigles

<b>ANF</b>	Agents non financiers
<b>APU</b>	Administration publique
<b>BMTN</b>	Bon à moyen terme négociable
<b>BTAN</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
<b>BTf</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
<b>CAF-FAB</b>	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
<b>CDO</b>	Obligation sur dette collatéralisée
<b>CDN</b>	Certificat de dépôt négociable
<b>CDS</b>	<i>Credit default swaps</i>
<b>CEL</b>	Compte épargne logement
<b>Cjo</b>	Données corrigées des jours ouvrés
<b>CODEVI</b>	Compte pour le développement industriel
<b>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières
<b>EC</b>	Établissement de crédit
<b>EI</b>	Entreprise d'investissement
<b>EIT</b>	Endettement intérieur total
<b>EMTN</b>	<i>Euro medium terms notes</i>
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>
<b>Isma</b>	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
<b>LCR</b>	Lettre de change relevé
<b>NES I 6</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement
<b>PEL</b>	Plan d'épargne logement
<b>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production

**UE 15** Union économique à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)

**UE 25** Union économique à vingt-cinq pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède)

**UEM** Union économique et monétaire

**WTI** *West Texas Intermediate*

## Documents publiés

### Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

### Études parues dans le *Bulletin de la Banque de France* depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2004

#### Année 2004

« L'effet de la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) sur la productivité par employé en France », n° 121, janvier

« Productivité du travail des grands pays industrialisés : la fin du rattrapage des États-Unis ? », n° 121, janvier

« Les ruptures de tendance de la productivité par employé de quelques grands pays industrialisés », n° 121, janvier

« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 121, janvier

« Indicateurs de productivité », n° 121, janvier

« Le coût du crédit aux entreprises », n° 121, janvier

« Comment mesurer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ? », n° 122, février

« Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne », n° 122, février

« Le « paradoxe de la crédibilité » en question », n° 122, février

« Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », n° 122, février

« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 2003 », n° 122, février

« Enquête financière – Quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003 », n° 122, février

« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003 », n° 122, février

« Le concept d'attractivité en Union monétaire », n° 123, mars

« L'attractivité des places financières », n° 123, mars

« L'attraction des investissements directs et des filiales étrangères dans la globalisation », n° 123, mars

« L'attractivité de la France au travers d'une sélection d'indicateurs », n° 123, mars

« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », n° 124, avril

« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », n° 124, avril

« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2003 », n° 124, avril

« Les normes financières et comptables et la gouvernance d'entreprise », n° 125, mai

« Les comptes financiers de la Nation en 2003 : désendettement des entreprises et croissance de la dette publique », n° 125, mai

« Une détention internationale des titres européens plus centrée sur l'Europe », n° 125, mai

« Enquête financière – Premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Structure du bilan des institutions financières monétaires en France et dans la zone euro », n° 125, mai

« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

NB : Ces documents sont disponibles sur le site internet [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr).

« La balance des paiements de la France en 2003 », n° 126, juin  
« La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger », n° 126, juin  
« Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003 », n° 126, juin  
« Écarts de productivité entre l'Europe et les Etats-Unis », n° 126, juin

« La persistance de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 127, juillet  
« La situation du système bancaire et financier français en 2003 », n° 127, juillet  
« Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2003 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 127, juillet  
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 127, juillet  
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2004 », n° 127, juillet

« Les mesures budgétaires exceptionnelles », n° 128, août  
« L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », n° 128, août  
« Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2003 », n° 128, août  
« Enquête financière – Deuxième trimestre 2004 », n° 128, août  
« Les marchés mondiaux de matières premières en juin 2004 », n° 128, août

« L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis », n° 129, septembre  
« Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », n° 129, septembre  
« La situation des entreprises industrielles françaises – Bilan 2003 », n° 129, septembre  
« Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004 », n° 129, septembre

« Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? », n° 130, octobre  
« Principaux résultats pour la France de l'enquête triennale BRI changes-dérivés de gré à gré d'avril 2004 », n° 130, octobre  
« Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2004 », n° 130, octobre  
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 130, octobre

« L'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2004 », n° 131, novembre  
« Enquête financière – Troisième trimestre 2004 », n° 131, novembre  
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2004 », n° 131, novembre

« La délocalisation », n° 132, décembre  
« Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? », n° 132, décembre  
« Les résultats des établissements de crédit en 2003 et au premier semestre 2004 », n° 132, décembre  
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », n° 132, décembre  
« Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2004 », n° 132, décembre

## Année 2005

« Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier  
« Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier  
« Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier  
« Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier  
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier

« Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février  
« La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février

- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février
- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars
- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril
- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai
- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin
- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet
- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août
- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

## Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « Multibancaire »
- « La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
- « Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
- « Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
- « Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
- « Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
- « La durée d'utilisation des équipements »

## Études parues dans la *Revue de la stabilité financière depuis l'origine*

- « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière » n° 1, novembre 2002
- « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », n° 1, novembre 2002
- « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Infrastructures post-marché et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change », n° 1, novembre 2002
- « Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
  
- « La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation », n° 2, juin 2003
- « Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions », n° 2, juin 2003
- « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », n° 2, juin 2003
- « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », n° 2, juin 2003
- « Normalisation comptable internationale et stabilisation financière », n° 2, juin 2003
- « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », n° 2, juin 2003
  
- « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », n° 3, novembre 2003
- « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », n° 3, novembre 2003
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 3, novembre 2003
- « Les défis de la gestion alternative », n° 3, novembre 2003
- « La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit », n° 3, novembre 2003
- « Vulnérabilités et surveillance du système financier international », n° 3, novembre 2003

- « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », n° 4, juin 2004  
« Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », n° 4, juin 2004  
« Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », n° 4, juin 2004  
« Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens », n° 4, juin 2004  
« *Goodwill*, structures de bilan et normes comptables », n° 4, juin 2004
- « Bilan des "stress tests" menés sur le système bancaire français », n° 5, novembre 2004  
« Assurance et stabilité financière », n° 5, novembre 2004  
« La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en œuvre », n° 5, novembre 2004  
« La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement », n° 5, novembre 2004  
« Gestion du risque de crédit et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005  
« Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005  
« Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005  
« La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005  
« Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005

## Les notes d'études et de recherche

- "Evaluating the fit of sticky price models", n° 104, 2004  
"Incorporating labour market frictions into an optimising-based monetary policy model", n° 105, 2004  
« MASCOTTE : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », n° 106, 2004  
"The 'Bank' Bias: segmentation of French fund families", n° 107, 2004  
"Optimal portfolio allocation under higher moments", n° 108, 2004  
« Stabilité des prix et stratégie de politique monétaire unique », n° 109, 2004  
« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 110, 2004  
"The breaks in per capita productivity trends in a number of industrial countries", n° 111, 2004  
"ICT diffusion and potential output growth", n° 112, 2004  
"Price rigidity. Evidence from the French CPI macro-data", n° 113, 2004  
"Inflation and the markup in the euro area", n° 114, 2004  
"A time-varying natural rate for the euro area", n° 115, 2004  
"Investment in information and communication technologies: an empirical analysis", n° 116, 2004  
« Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro », n° 117, 2004  
"Partial indexation, trend inflation, and the hybrid Phillips curve", n° 118, 2004  
« Régime de retraite et chute de la natalité : évolution des mœurs ou arbitrage micro-économique ? », n° 119, 2004  
"Price setting in France: new evidence from survey data", n° 120, 2004  
"Interactions between business cycles, stock market cycles and interest rates: the stylised facts" n° 121, 2005  
"Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI", n° 122, 2005  
"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the US economy", n° 123, 2005  
"Technology shock and employment: do we really need DSGE models with a fall in hours?", n° 124, 2005  
"Can the Kydland-Prescott model pass the Cogley-Nason test?", n° 125, 2005  
"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the euro area", n° 126, 2005  
"Central bank reputation in a forward-looking model", n° 127, 2005  
« Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005  
« La modélisation macroéconomique dynamique », n° 129, 2005  
« Coût d'opportunité de l'enfant, contraintes financières et fécondité », n° 130, 2005  
« Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005





## Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 82 (octobre 2005)

*Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris <sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

### Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

#### Banque de France

- DR n° 2153 du 29 août 2005 – Personnel stagiaire de caisse
- DR n° 2154 du 14 septembre 2005 – Barème de traitement du personnel permanent – Indemnité de résidence et supplément familial de traitement – Primes, indemnités et allocations diverses
- DR n° 2155 du 14 septembre 2005 – Rémunération des agents de surveillance
- DR n° 2156 du 14 septembre 2005 – Rémunération des agents d'entretien
- DR n° 2157 du 14 septembre 2005 – Rémunération du personnel auxiliaire de caisse
- DR n° 2158 du 14 septembre 2005 – Agents non permanents – Services de garde
- Délégation de signature du secrétaire général

#### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

- Modifications apportées à la liste des établissements de crédit et à la liste des entreprises d'investissement en juillet 2005

#### Commission bancaire

- Accord entre la Commission bancaire et la Banque nationale de Roumanie concernant la coopération réciproque et l'échange d'informations pour le contrôle bancaire et prudentiel

- Liste des compagnies financières au 30 septembre 2005

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

#### Banque de France

- Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

<sup>1</sup> Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40  
Les demandes d'abonnement à la publication, fournies gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.



## Enquête typologique sur les ménages surendettés

*La version intégrale de cette enquête typologique est consultable sur le site internet de la Banque de France ([www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)).*

*Comme elle s'y est engagée dans le cadre du Contrat de service public qu'elle a signé en 2003 avec l'État, la Banque de France vient de réaliser une nouvelle enquête typologique sur le surendettement des particuliers. Celle-ci a porté sur plus de 300 000 dossiers traités ou en cours de traitement en juin 2004, soit à une période sensiblement identique à celle de la précédente enquête, réalisée au printemps 2001, qui avait porté sur un échantillon nettement plus restreint de 15 000 dossiers environ.*

*La nouvelle enquête fait apparaître les évolutions constatées entre 2001 et 2004 concernant le profil sociologique des personnes surendettées, la nature et l'importance de leur endettement ainsi que les méthodes de traitement, même si, compte tenu de la date de sa réalisation, elle ne permet pas d'apprécier les conséquences des dernières mesures législatives entrées en vigueur au début de l'année 2004.*

*Elle met, en revanche, en évidence les tendances lourdes qui ont marqué l'évolution du phénomène du surendettement des ménages depuis l'institution, en 1990, d'une législation spécifique sur le sujet. Certaines de ces tendances, notamment la part prépondérante des accidents de la vie parmi les facteurs déclenchants des situations de surendettement, apparaissent même encore accentuées depuis 2001.*



## Coupon - abonnement

**Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Nom :

Société :

Fonction :

Adresse :

Code postal :

Ville :

Pays :

**Je ne souhaite plus recevoir le Bulletin de la Banque de France :**

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Nom :

**Je souhaite m'abonner au Bulletin de la Banque de France :**

Prénom :

Nom :

Société :

Fonction :

Adresse :

Code postal :

Ville :

Pays :

**Coupon à renvoyer par fax (au 01 42 92 29 77), par courriel ([bulletin@banque-france.fr](mailto:bulletin@banque-france.fr)) ou par courrier postal à :**

**BANQUE DE FRANCE**

**Service des Publications économiques et du Site internet**

**Code courrier 43-1396**

**75049 PARIS CEDEX 01**

**France**





Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

#### **Éditeur**

Banque de France  
39, rue Croix des Petits-Champs  
75001 Paris

#### **Directeur de la publication**

Marc-Olivier Strauss-Kahn

#### **Comité éditorial**

Pierre Jaillet

Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DAMEP, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

*Pour joindre votre correspondant,  
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués*

#### **Rédacteur en chef**

Jean-Yves Greuet 29 27

#### **Ont contribué au présent numéro :**

##### **Actualité (par sections)**

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ)	29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI)	29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI)	34 73
La balance des paiements (DBDP)	32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB)	28 08/59 96
Les marchés de capitaux et les financements (DOM-SAM/MOPM)	41 59/28 07

##### **Articles**

Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne	55 61
Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005	65 86
Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004	49 16
Le coût du crédit aux entreprises	61 77
La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004	29 68

##### **Statistiques**

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

##### **Secrétaire de rédaction**

Sylvie Sauvage

##### **Maquettistes et opérateurs PAO**

Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Angélique Donnet, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, Bernard Lambert, François Lécuyer, Isabelle Pasquier

##### **Demandes d'abonnement**

Banque de France  
07-1050 Service des Relations avec le public  
75049 Paris Cedex 01  
Tél. : 01 42 92 39 08  
Fax : 01 42 92 39 40

##### **Impression**

NAVIS Imprimeur Conseil

##### **Internet**

[www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm)