BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

AVRIL 2006

148

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–148

SOMMAIRE

ÉDITORIAL

Les comptes et les missions de la Banque de France

ACTUALITÉ

Sommaire 1
Faits saillants 2
1 | La situation économique de la France 3
2 | La monnaie, les placements et les financements 9
3 | Les marchés de capitaux 14

ÉTUDES

Sommaire 19

La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe 21
Gilles MOËC, *Banque de France*

Une progression rapide des prix des logements a été observée dans de nombreux pays depuis la fin des années quatre-vingt-dix. L'article propose une évaluation de la soutenabilité du marché immobilier dans six pays, à l'aide d'indicateurs harmonisés.

La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés 39
Angelika LAGERBLOM, *Banque centrale européenne*
Guy LEVY-RUEFF, *Banque de France*

Les réserves de change se sont accrues de façon spectaculaire, principalement dans les pays asiatiques. Les modalités de gestion de ces réserves par les banques centrales pourraient avoir un impact sur les marchés financiers.

La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce 51
Mireille BARDOS et Djamel STILI, *Banque de France*

Le crédit interentreprises est un des canaux de transmission du risque de défaillance des entreprises. Les impayés sur effets de commerce révèlent les interdépendances entre secteurs et leur potentiel de contagion, dès lors que les montants en jeu sont importants.

Le coût du crédit aux entreprises 67
Frédérique EDMOND, *Banque de France*

Outre la synthèse des résultats de l'enquête menée au titre du premier trimestre 2006, l'article propose une analyse de la relation entre le montant unitaire des crédits et la taille des entreprises bénéficiaires, ainsi que de la liaison inverse entre le coût du crédit et son montant unitaire de même que la taille de l'emprunteur.

STATISTIQUES

Sommaire 73

DIVERS

Abréviations I
Documents publiés III
Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France* n° 88 d'avril 2006 XI
Coupon-abonnement XIII

Achevé de rédiger le 25 avril 2006

Site internet : *www.banque-france.fr*

ÉDITORIAL

Les comptes et les missions de la Banque de France

La publication des comptes de la Banque de France pour l'exercice 2005 fournit l'occasion d'apporter un éclairage sur les missions qu'elle assume au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) comme dans le cadre national (des informations plus détaillées sont disponibles sur le site *www.banque-france.fr*).

Après avoir connu, en 2003, le premier exercice déficitaire de son histoire, la Banque de France avait, dès l'an passé, renoué avec des résultats positifs en réalisant un bénéfice de 82 millions d'euros. L'année 2005 fait apparaître une évolution plus favorable qui se concrétise par un résultat net après impôt de 522 millions d'euros, imputable pour une large part à la progression du produit monétaire net. Celui-ci a bénéficié à la fois de la croissance de la circulation fiduciaire dans la zone euro, en progression de plus de 15 % d'une année sur l'autre, et d'une hausse de la rémunération moyenne des placements — de 2,33 % à 2,66 % —, qui s'explique principalement par le redressement des taux d'intérêt américains. Mais l'amélioration de la situation financière de la Banque de France trouve également sa source dans la diminution de ses coûts de fonctionnement, qui résulte en particulier de réformes structurelles.

Au cours des dernières années, la Banque de France a conduit, en effet, un vaste processus de modernisation et d'adaptation de ses structures. Deux étapes majeures ont notamment illustré cette politique : la rénovation de la fabrication des billets et la réforme de l'implantation territoriale de la Banque de France.

La modernisation de l'outil industriel, destinée à faire face à l'ouverture du marché à la concurrence, s'est traduite par une réduction des effectifs de plus de moitié et une mise à niveau du potentiel de production fiduciaire au meilleur standard de la technologie. Dans le même temps, au terme d'une large consultation des élus nationaux et locaux, la Banque de France a réformé en profondeur son réseau de succursales pour prendre en compte l'évolution de ses missions et de leurs conditions d'exercice. L'adoption d'un maillage départemental et la fermeture de 115 succursales concilient la volonté de réduire des coûts de structure excessifs avec le souci de préserver la qualité des services rendus, notamment dans le cadre du traitement du surendettement.

Les missions de la Banque de France s'ordonnent aujourd'hui autour de trois objectifs majeurs : assurer la stabilité monétaire, créer les conditions favorables à la stabilité financière et rendre, dans les meilleures conditions de qualité et de coût, les services d'intérêt général dont la collectivité nationale lui a confié la responsabilité.

Les deux premiers objectifs s'intègrent naturellement dans le cadre d'une coopération étroite entre la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales de la zone euro, qui constituent l'Eurosystème.

Pour préparer les décisions du Conseil des gouverneurs de la BCE et prendre part aux grands débats européens et internationaux, la Banque de France s'appuie notamment sur un ensemble renforcé de statistiques, d'enquêtes, d'analyses et de recherches. Sa Fondation pour la recherche en économie monétaire, financière et bancaire, qui a reçu une dotation exceptionnelle de près de 7 millions d'euros en 2005, illustre l'intérêt particulier de la Banque de France dans ce domaine.

La Banque de France met aussi en œuvre les décisions de politique monétaire en France, notamment en refinançant le système bancaire, et gère les réserves de change qui s'élèvent à 67,5 milliards d'euros, dont 39,5 milliards d'euros en or (soit 2 824 tonnes) à fin 2005. Elle assure également le suivi de la qualité de la circulation fiduciaire et y contribue directement par la mise en circulation et le tri de plus de 6 milliards de billets par an.

Dans le domaine de la stabilité financière, elle exerce son rôle grâce à sa connaissance étroite de l'environnement économique et financier, nourrie par des contacts réguliers avec l'ensemble des autorités françaises et internationales de réglementation et de contrôle. Ses diagnostics se fondent sur ses études des risques, sur les contrôles exercés pour le compte de la Commission bancaire ainsi que sur la surveillance du fonctionnement et de la sécurité des systèmes de paiement et des moyens de paiement scripturaux.

Parallèlement à ces missions, la Banque de France assume des fonctions spécifiques au bénéfice de l'État, des particuliers, des entreprises, des collectivités publiques ou de la communauté bancaire, dont certaines sont formalisées dans un *Contrat de service public* (CSP). La gestion du fichier bancaire des entreprises (Fiben) tout comme le traitement du surendettement des ménages, l'accès aux fichiers d'incidents de paiement, l'accession de tous à la disposition d'un compte bancaire ou encore la surveillance de la médiation bancaire en constituent autant d'exemples.

Enfin, dans le cadre de l'Eurosystème, chaque banque centrale nationale a vocation à mettre ses compétences les plus pointues au service de l'ensemble. La Banque de France a pris une part active dans ce mouvement en partageant, par exemple, la charge de la mise en place de la deuxième génération du système de paiement de l'Eurosystème, « *Target* 2 », avec la Banque d'Italie et la Banque fédérale d'Allemagne.

Toute la stratégie de la Banque de France consiste donc à continuer à faire évoluer ses structures, ses méthodes et les compétences de ses agents pour mener à bien, au meilleur coût pour la collectivité, les missions étendues qui lui sont confiées.

ACTUALITÉ

Faits saillants 2

1| La situation économique de la France 3

1|1 La croissance et les prix 3
1|2 La balance des paiements 7

2| La monnaie, les placements et les financements 9

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro 9
2|2 L'endettement intérieur total – France 10
2|3 L'endettement sur les marchés 10
2|4 Les crédits des institutions financières monétaires 10
2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux 11
2|6 Les flux de souscriptions des OPCVM 11

3| Les marchés de capitaux 14

3|1 Les marchés de change et de matières premières 14
3|2 Les marchés de taux d'intérêt 15
3|3 Les marchés boursiers 16

ENCADRÉS

1 Zone euro et évolution récente de l'environnement international 4
2 Compétitivité de l'économie française 5
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mars 2006 12
4 Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2005 13

Faits saillants

La situation économique de la France

- En mars, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 108, après 103 en février.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,7 % au premier trimestre. L'acquis de croissance pour 2006 au premier trimestre serait de 1,4 %.
- Le taux de chômage est resté stable en février, à 9,6 % de la population active.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté en mars de 0,4 % en variation mensuelle et de 1,7 % en glissement annuel.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat *M3* s'est accentuée en février (8,0 %, après 7,6 % en janvier) du fait de l'accélération des instruments négociables (4,0 %, après 3,3 %) et surtout des autres dépôts à court terme constitutifs de *M2 – M1* (7,3 %, après 6,4 %). En revanche, la progression de l'agrégat étroit *M1* s'est modérée (9,9 %, après 10,2 %).
- Au sein des contreparties de *M3*, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée (10,6 %, après 9,9 %) du fait, principalement, de l'accélération des crédits (10,3 %, après 9,6 %).
- En France, le taux de progression annuel des crédits au secteur privé a nettement augmenté (11,4 %, après 10,4 %). La progression des crédits aux sociétés non financières s'est sensiblement renforcée (9,4 %, après 8,5 %). À l'inverse, la progression des crédits aux ménages s'est quelque peu ralentie (11,1 %, après 11,8 %), cet infléchissement concernant aussi bien les crédits à l'habitat (14,5 %, après 14,8 %) que les crédits de trésorerie (7,1 %, après 7,4 %).

Les marchés de capitaux

- Hausse de 25 points de base du taux directeur de la Banque centrale européenne et du Système fédéral de réserve à, respectivement, 2,50 % et 4,75 % et annonce de la fin de la politique monétaire quantitative au Japon. Renforcement significatif des anticipations de hausses de taux dans la zone euro, au Japon et, dans une moindre mesure, aux États-Unis.
- Appréciation de l'euro contre la plupart des principales devises, dans un contexte d'évolution favorable de son différentiel de taux et d'amélioration des perspectives économiques.
- Progression des cours de l'or et du pétrole dans un environnement géopolitique tendu.
- Progression des marchés boursiers portés par une activité économique bien orientée.

I| La situation économique de la France

I|1 La croissance et les prix

D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est redressé en mars à 108, après 103 en février.

L'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) de la Banque de France prévoit une croissance de 0,7 % au premier trimestre 2006 ; l'acquis de croissance pour 2006 à la fin du premier trimestre serait de 1,4 %.

L'évolution des dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré une baisse en mars de – 0,6 % en variation mensuelle (après + 1,4 % en février). Cette baisse s'explique essentiellement par l'évolution de la composante « textile-cuir » (– 8,0 % en mars après une hausse de + 3,8 % en février). En glissement annuel, la consommation reste cependant en hausse de 3,5 %.

De même, la croissance du volume des ventes au détail a augmenté en février, pour atteindre 1,7 % en variation mensuelle, après 1,1 % en janvier.

L'indice des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est également orienté à la hausse en mars, à 54,6 contre 52,2 en février. Il est au-dessus de son seuil d'expansion pour le dixième mois consécutif. De même, l'indicateur des directeurs d'achat dans le domaine des services est ressorti à 60,4, après 60,1 en février ; il est au-dessus de son seuil d'expansion pour le trente-troisième mois consécutif.

Selon les enquêtes mensuelles de l'INSEE, les chefs d'entreprise interrogés en mars témoignent d'une conjoncture toujours favorablement orientée. L'indicateur synthétique du climat des affaires se maintient à un niveau élevé dans les services (109, après 110 en février) et indique une hausse dans l'industrie (108 en avril, après 106 en mars). Toutefois, l'indicateur résumé de l'opinion des ménages se dégrade légèrement, à – 26 en mars après – 24 en février.

Par ailleurs, l'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a baissé en février de – 1,1 % en variation mensuelle, après une hausse de + 0,8 % en janvier, suite essentiellement à la forte baisse de la composante « industrie automobile » (– 3,9 % en février, après + 5,0 % en janvier). Sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents, la production industrielle a augmenté de 0,1 %.

Les immatriculations de voitures particulières neuves ont reculé de 4,4 % en mars en variation mensuelle.

D'après l'INSEE, la croissance en France devrait s'établir à un rythme annualisé légèrement supérieur à 2 % au premier semestre 2006, soutenue par l'environnement mondial et la demande intérieure.

Stabilisation du taux de chômage en février

L'emploi salarié dans l'ensemble des secteurs concurrentiels a augmenté de + 0,1 % en variation mensuelle en février, après – 0,1 % en janvier, et de + 0,1 % sur les trois derniers mois.

Après avoir augmenté en janvier, le taux de chômage au sens du BIT est resté stable en février à 9,6 % de la population active, contre 10,1 % en février 2005.

Ralentissement de la construction de logements neufs en février

Le rythme de progression des mises en chantier de logements neufs sur les trois derniers mois, par rapport aux trois mêmes mois de l'année précédente, a ralenti en février, à 10,1 %, après 16,7 % en janvier. Le rythme de progression demeure toutefois à un niveau élevé.

Un contexte de croissance élevée du prix du brent

Le prix du brent en dollars a augmenté de + 3,1 % en mars, après avoir baissé de – 4,1 % en février. La croissance en glissement annuel reste très élevée, à 17,8 % en mars après 32,8 % en février.

La croissance des prix à la production dans l'industrie pour le marché français a ralenti en février à 0,1 % en variation mensuelle, après 0,8 % en janvier.

Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés (SMB) augmente de 0,5 % au cours du quatrième trimestre 2005, après 1,0 % au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2005, le SMB a augmenté de 3,0 %.

En mars, l'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 0,4 % en variation mensuelle, comme en février, portant la croissance en glissement annuel à 1,7%.

ENCADRÉ 1

Zone euro et évolution récente de l'environnement international

États-Unis

• Décélération du PIB au quatrième trimestre de 2005 : 1,7 % en variation trimestrielle annualisée, après 4,1 % au troisième trimestre (cvs).
• Décélération de la consommation privée au quatrième trimestre 2005 : 0,9 % (contre 1,2 % en précédente estimation), après + 4,1 % au troisième trimestre (cvs, vta).
• Légère hausse de la consommation des ménages (prix constants, cvs) en février : 0,1 % sur un mois après 0,3 % en janvier.
• Légère hausse du revenu disponible des ménages (prix constants, cvs) en février : 0,2 % sur un mois après 0,1 % en janvier.
• Hausse des indices de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan (88,9 en mars après 86,7 en février) et du Conference Board (107,2 en mars après 102,7 en février).
• Indice d'activité ISM non manufacturier légèrement supérieur aux attentes en mars (cvs) : 60,5 contre 60,1 en février.
• Baisse du taux de chômage en mars (cvs) : 4,7 % après 4,8 % en février.
• Baisse de l'indice PMI manufacturier en mars : 55,2 après 56,7 en février.
• Décélération de l'indice des prix à la consommation en février : 3,6 % (glissement annuel, brut) après 4,0 % en janvier. Stabilité de l'inflation sous-jacente, hors alimentation et énergie, en février : 2,1 % (glissement annuel, brut), comme en janvier.

Japon

• Baisse sur un an des dépenses de consommation des ménages en février : – 1,5 % après – 3,0 % en janvier.
• Baisse de l'indice PMI du secteur manufacturier (cvs) en mars : 56,3 contre 57,0 en février et en janvier.
• Baisse de la production industrielle (cvs) en février : – 1,7 % en variation mensuelle après + 0,4 % en janvier.
• Baisse du taux de chômage en février : 4,1 % après 4,5 % en janvier.
• Stabilité des indices de prix à la consommation en février : + 0,5 % en glissement annuel comme en janvier pour l'IPC sous jacent, + 0,4 % après + 0,5 % en janvier pour l'IPC total.
• Forte amélioration du solde commercial en février (données brutes des douanes en valeur) : + 955,7 milliards de yens (6,72 milliards d'euros), après – 351,0 milliards de yens en janvier (– 2,47 milliards d'euros).

Royaume-Uni

• Croissance trimestrielle du PIB au quatrième trimestre 2005 (dernière estimation) : 0,6 % après 0,5 % au troisième trimestre.
• Baisse de l'indice PMI manufacturier en mars (50,8 après 51,5 en février) ; baisse de l'indice PMI dans le secteur des services (57,4 après 58,9 en février).
• Accélération de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé en février : 2,0 % après 1,9 % en janvier.
• Hausse du déficit commercial (hors pétrole) en février : 6,3 milliards de livres après 5,7 en janvier.

Zone euro

• Croissance trimestrielle du PIB : 0,3 % au quatrième trimestre après 0,7 % au troisième. Contributions : + 0,2 point pour la demande intérieure hors stocks, + 0,4 point pour les variations de stocks et – 0,2 point pour les exportations nettes.
• La Commission européenne prévoit une croissance trimestrielle du PIB comprise entre 0,4 % et 0,8 % pour le premier trimestre de 2006, entre 0,3 % et 0,8 % pour le deuxième et entre 0,2 % et 0,8 % pour le troisième.
• La production industrielle hors construction est restée stable en janvier, après une hausse de 0,2 % en décembre.
• Hausse en mars de l'indice PMI manufacturier (56,1 après 54,5 en février) ; stabilité de l'indice PMI dans le secteur des services (58,2 comme en février).
• Taux de chômage en baisse à 8,2 % en février, contre 8,3 % en janvier.
• Déficit de 10,8 milliards d'euros du commerce extérieur en janvier 2006 contre un déficit de 1,6 milliard d'euros en janvier 2005.

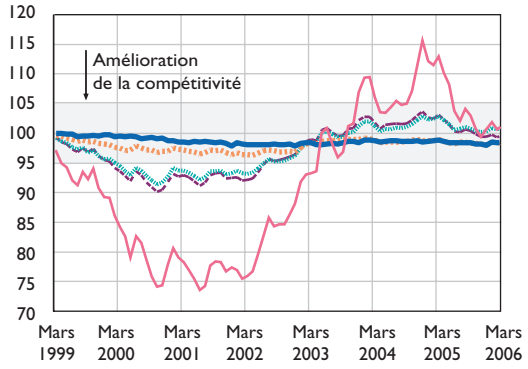
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

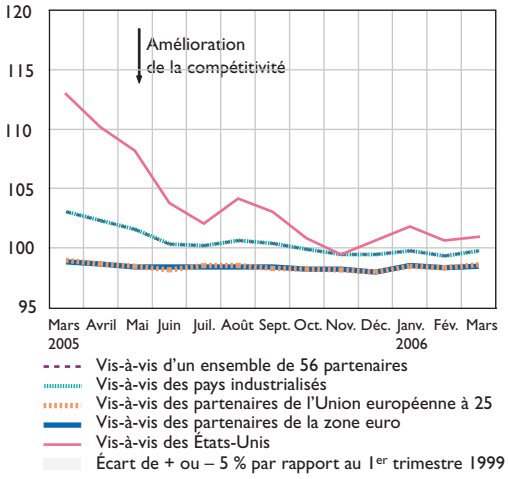
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1er trimestre 1999

... depuis 1999



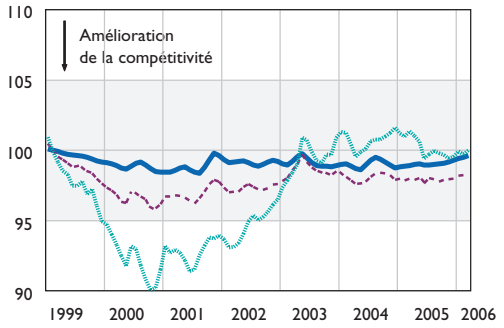
... sur un an



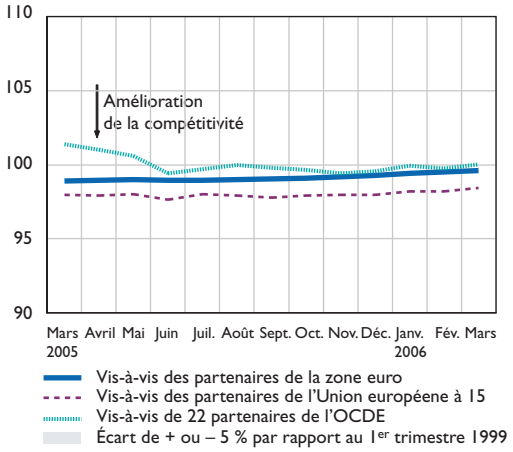
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1er trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

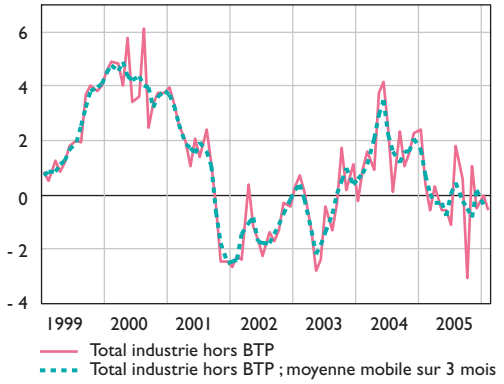


NB : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream ; calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

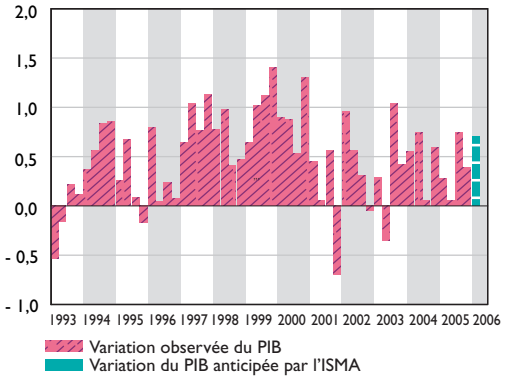
Production industrielle

(glissement annuel, en %)



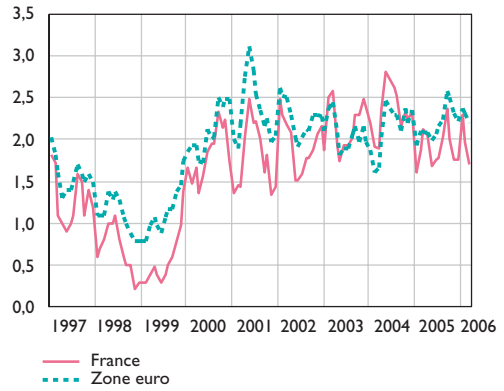
ISMA et PIB

(variations trimestrielles, cjo-cvs)



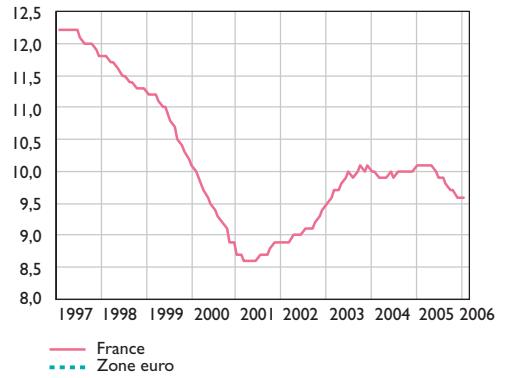
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(en %, données cvs)



Sources : Insee, Banque de France

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	T3	T4	Moyenne annuelle
Produit intérieur brut	**0,6**	**0,7**	**0,1**	**0,6**	**2,1**	**0,3**	**0,1**	**0,7**	**0,4**	**1,4**
Importations	0,6	3,6	1,6	1,0	6,1	0,9	1,5	2,6	2,3	6,5
Dépenses de consommation des ménages	0,7	0,8	- 0,2	1,2	2,3	0,7	- 0,1	0,7	0,6	2,1
Dépenses de consommation des APU	0,7	0,9	0,0	0,6	2,7	0,0	0,2	1,3	0,3	1,5
FBCF totale	- 0,4	1,1	- 0,4	1,2	2,1	1,6	0,0	1,1	1,0	3,4
dont SNF et EI	*- 0,4*	*1,4*	*- 0,8*	*1,6*	*2,4*	*2,0*	*- 0,7*	*1,5*	*1,2*	*3,8*
Ménages	*0,5*	*1,7*	*0,5*	*0,8*	*3,1*	*0,7*	*1,1*	*0,4*	*0,6*	*3,2*
Exportations	0,0	1,1	0,0	1,0	2,2	- 0,4	1,1	2,9	1,0	3,2
Contributions à la croissance										
Solde extérieur	- 0,2	- 0,7	- 0,5	0,0	- 1,1	- 0,4	- 0,1	0,0	- 0,4	- 1,0
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,9	- 0,2	1,0	2,3	0,7	0,0	0,9	0,6	2,2
Variation des stocks	0,2	0,6	0,7	- 0,4	0,8	0,0	0,2	- 0,2	0,2	0,2

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 31 mars 2006 (résultats détaillés)

1|2 La balance des paiements

Les résultats en février 2006

En février 2006, le *déficit courant* en données cvs s'établit à – 3,4 milliards contre – 3,6 milliards d'euros en janvier. Cette quasi-stabilité provient des effets conjugués d'une remontée du solde des biens (à – 1,9 milliard après – 2,7 milliards) et d'un accroissement, non significatif, du solde des revenus (à 0,9 milliard après 0,3 milliard), compensés par une dégradation des transferts courants liée à la contribution de la France au budget européen. Enfin, les services hors voyages connaissent une légère dégradation, à – 0,3 milliard après – 0,1 milliard, le solde des voyages est stable et le compte de capital est à l'équilibre.

Le *compte financier* fait apparaître des entrées nettes de 8,9 milliards en février. Les investissements directs français à l'étranger se montent, comme le mois dernier, à plus de 3 milliards, essentiellement sous forme de prêts et flux de trésorerie à destination de filiales étrangères. Les investissements directs étrangers en France, de l'ordre de 3,5 milliards en janvier, atteignent 4,5 milliards ce mois-ci, soutenus par des opérations liées à la privatisation de sociétés d'autoroute.

Les *investissements de portefeuille* donnent lieu à des sorties nettes de 6,6 milliards ce mois-ci, en forte réduction par rapport à janvier. Les investissements des résidents en titres étrangers, en recul de plus de 10 milliards, s'établissent à 26,6 milliards, dont 16,9 milliards d'acquisitions d'actions et titres d'OPCVM et 17,2 milliards d'obligations, alors que des cessions nettes de 7,5 milliards sont enregistrées sur les titres du marché monétaire. Pour leur part, les non-résidents ont acheté des titres français à hauteur de 20 milliards, après 8 milliards en janvier, dont 6 milliards d'actions et titres d'OPCVM et 11,8 milliards d'obligations, parmi lesquelles 8,9 milliards de titres émis par les administrations publiques.

Les « autres investissements » dégagent des entrées nettes de 14,1 milliards en février. L'endettement net des institutions financières monétaires (IFM) s'accroît en particulier de 11,1 milliards, montant proche de leurs achats de titres étrangers au cours du mois (12,8 milliards).

La balance des paiements simplifiée

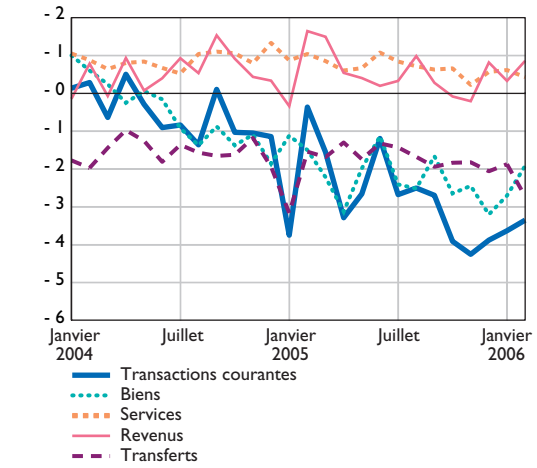
(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (1)			Cumuls 2 mois (2)		Montants mensuels (2)		
	Déc. 2004 (a)	Déc. 2005 (a)	Fév. 2006 (b)	Fév. 2005 (a)	Fév. 2006 (b)	Déc. 2005 (a)	Janv. 2006 (b)	Fév. 2006 (b)
Compte de transactions courantes	- 6,8	- 33,6	- 34,2	- 4,1	- 7,0	- 3,9	- 3,6	- 3,4
Biens	- 6,3	- 26,0	- 27,9	- 2,6	- 4,6	- 3,2	- 2,7	- 1,9
Services hors voyages	0,5	- 0,6	- 1,3	0,2	- 0,4	- 0,2	- 0,1	- 0,3
Voyages	9,8	8,9	8,8	1,7	1,4	0,8	0,7	0,7
Revenus	6,9	6,2	7,4	1,3	1,2	0,8	0,3	0,9
Transferts courants	- 17,6	- 22,1	- 21,2	- 4,7	- 4,6	- 2,1	- 1,9	- 2,7
Compte de capital	1,7	0,5	0,6	0,1	0,2	- 0,0	0,2	0,0
Compte financier	0,3	- 1,4	6,9	6,4	14,6	- 20,3	5,7	8,9
Investissements directs	- 18,9	- 39,8	- 31,3	- 7,3	1,2	- 14,6	0,1	1,1
- Français à l'étranger	- 38,5	- 79,9	- 78,2	- 8,4	- 6,7	- 19,9	- 3,4	- 3,3
- Étrangers en France	19,6	40,0	46,9	1,1	8,0	5,3	3,5	4,5
Investissements de portefeuille	- 46,3	- 9,9	- 17,5	- 28,1	- 35,7	0,9	- 29,1	- 6,6
- Avoirs	- 180,0	- 183,9	- 192,9	- 54,7	- 63,7	- 14,4	- 37,1	- 26,6
- Engagements	133,6	173,9	175,4	26,5	28,0	15,3	8,0	20,0
Produits financiers dérivés	5,1	5,5	7,1	- 0,6	1,0	- 0,7	0,5	0,5
Autres investissements	64,0	35,8	42,4	42,4	49,1	- 7,9	35,0	14,1
dont IFM	40,7	12,2	26,5	30,1	44,4	0,2	33,3	11,1
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	6,2	- 0,1	- 1,0	2,1	- 0,8	- 0,2

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires
(1) En données brutes
(2) En données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital

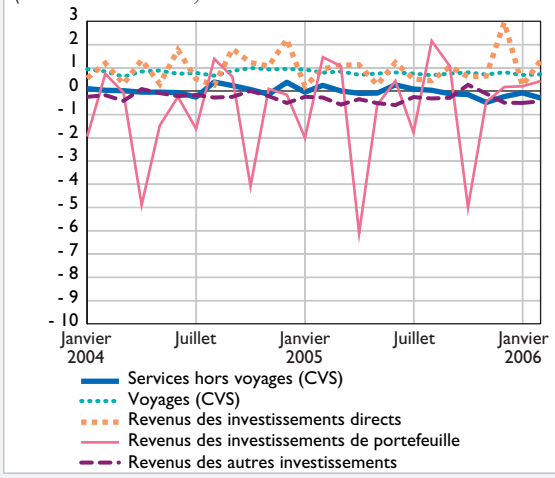
Transactions courantes
Soldes (cvs)

(en milliards d'euros)



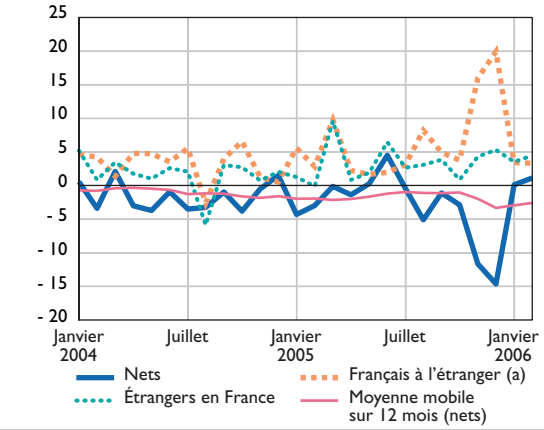
Transactions courantes
Soldes

(en milliards d'euros)



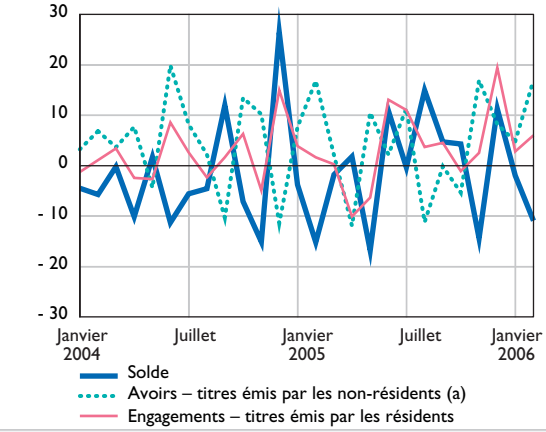
Investissements directs
Soldes

(en milliards d'euros)



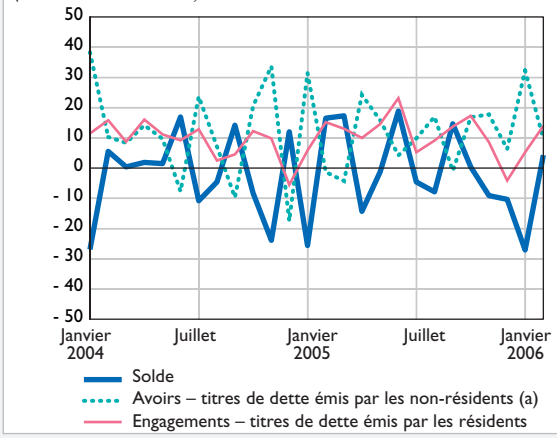
Investissements de portefeuille
Actions

(en milliards d'euros)



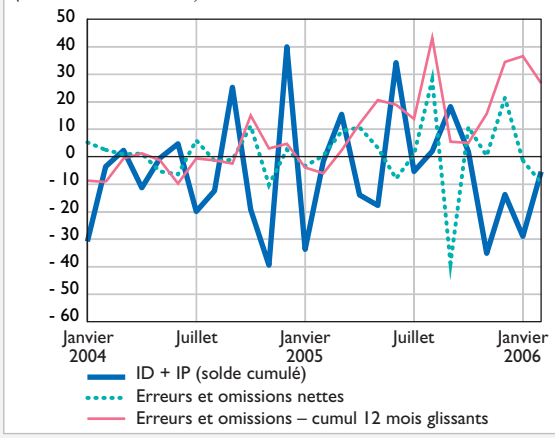
Investissements de portefeuille
Titres de dette

(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* a atteint 8,0 % en février, après 7,6 % en janvier. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 7,6 % pour la période allant de décembre à février, après 7,5 % pour la période de novembre à janvier.

Au sein des contreparties de *M3*, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée (10,6 %, après 9,9 % en janvier), du fait de l'accélération des crédits (10,3 %, après 9,6 %) et, dans une moindre mesure, des actions (9,4 %, après 7,0 %), l'évolution des titres autres qu'actions demeurant pour sa part inchangée (17,2 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents s'est atténuée en février (9,2 %, après 10,7 %). À l'inverse, celle des dépôts à terme à moins de deux ans s'est renforcée (15,6 %, après 12,9 %), de même que celle des titres d'OPCVM monétaires (6,5 %, après 5,3 %) et dans une moindre mesure des comptes sur livret (4,3 %, après 4,1 %).

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
	Février 2006	Janvier 2005	Février 2006	Février 2006
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	535,2	13,5	13,6	
+ Dépôts à vue	2931,4	9,7	9,2	
= M1	**3 466,6**	**10,2**	**9,9**	
+ Autres dépôts monétaires	2694,9	6,4	7,3	
= M2	**6 161,5**	**8,4**	**8,6**	
+ Instruments négociables	995,1	3,3	4,0	
= M3	**7 156,6**	**7,6**	**8,0**	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	8 470,0	9,6	10,3	
Concours au secteur privé (en données cvs)	9 770,7	9,9	10,6	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	428,9	10,7	9,2	14,6
Comptes sur livret	399,6	4,1	4,3	25,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	54,6	12,9	15,6	4,8
Titres d'OPCVM monétaires	305,0	5,3	6,5	49,9
Titres de créances < 2 ans	84,9	59,3	49,5	54,3
Crédits au secteur privé (c)	**1 431,2**	**10,4**	**11,4**	**16,9**

(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

2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a légèrement fléchi en février 2006 sous l'effet du ralentissement de l'endettement des administrations publiques et des ménages, en partie compensé par l'accélération de l'endettement des sociétés non financières.

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2005	Janvier 2006	Février 2006
Endettement intérieur total	**6,5**	**8,1**	**7,8**
Sociétés non financières	3,8	7,3	7,8
Ménages	9,6	11,6	10,9
Administrations publiques	7,5	6,8	5,8

S'agissant des modes de financement, la progression annuelle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes s'est légèrement renforcée, alors que celle des financements de marché s'est sensiblement modérée. En revanche, tout en restant soutenu, le taux de croissance annuel des crédits obtenus auprès des non-résidents est resté inchangé.

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

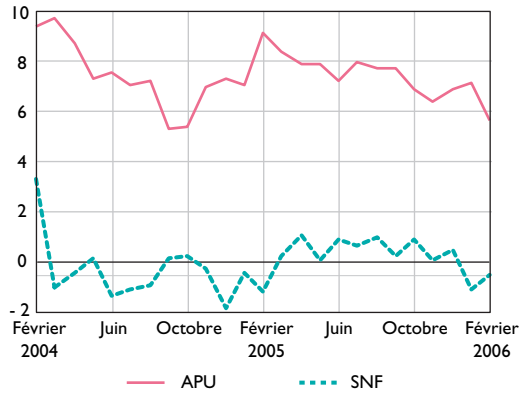
	Février 2005	Janvier 2006	Février 2006
Endettement intérieur total	**6,5**	**8,1**	**7,8**
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,2	9,5	9,7
Crédits obtenus auprès des non-résidents	8,5	14,7	14,7
Financements de marché	6,3	5,0	4,1

2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de progression annuelle des financements de marché a fléchi en février (4,1 %, après 5,0 %) en raison principalement de la modération de la progression de l'encours des titres émis par les administrations publiques (5,6 %, après 7,1 %) alors que la contraction des émissions nettes des sociétés non financières s'est atténuée (– 0,5 %, après – 1,1 %).

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

(taux de croissance annuel en %)



2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est nettement accentuée en février (11,1 %, après 9,8 %).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2005	Janvier 2006	Février 2006
Crédits des IFM	**6,2**	**9,8**	**11,1**
aux APU	- 2,6	5,2	7,6
au secteur privé	7,2	10,4	11,4
dont :			
Crédits des EC aux ménages (a)	9,4	11,8	11,1
dont : *Trésorerie*	*4,3*	*7,4*	*7,1*
Habitat	*12,1*	*14,8*	*14,5*
Crédits des EC aux SNF	*4,8*	8,5	9,4
dont : *Trésorerie*	*1,9*	*11,6*	*15,6*
Investissement	*5,7*	*6,0*	*6,0*

(a) N'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux entrepreneurs individuels

Cette accélération des crédits des IFM concerne à la fois les crédits au secteur privé, dont le taux de croissance s'est établi à 11,4 %, après 10,4 % en janvier, et les crédits aux administrations publiques (7,6%, après 5,2 %).

Le taux de croissance annuel des concours aux ménages (hors entrepreneurs individuels) a diminué (11,1 %, après 11,8 %) en raison du ralentissement des crédits à l'habitat (14,5 %, après 14,8 %) et, dans une moindre mesure, des crédits de trésorerie (7,1 %, après 7,4 %).

Le taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières s'est inscrit en hausse sensible (9,4 %, après 8,5 %) du fait de la forte accélération des crédits de trésorerie (15,6 %, après 11,6 %) alors que le rythme de progression des crédits d'investissement est demeuré inchangé (6,0 %).

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

Le taux moyen des crédits aux ménages observé sur les opérations nouvelles augmente légèrement en février (4,86 %, après 4,81 %) tandis que celui des crédits aux sociétés non financières est presque inchangé (3,82 %, après 3,83 %).

• S'agissant des crédits aux ménages, le taux des nouveaux crédits à l'habitat d'une PFIT (période de fixation initiale du taux) inférieure ou égale à un an enregistre une hausse sensible (3,45 %, après 3,34 %), tout comme celui des crédits à l'habitat de PFIT supérieure à un an (3,60 %, après 3,52 %). En revanche, le taux des crédits à la consommation marque une baisse assez significative (6,09 %, après 6,21 %).

• S'agissant des crédits aux sociétés non financières, le taux des découverts augmente nettement (4,26 %, après 4,16 %), de même que celui des crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,35 %, après 3,23 %). À l'inverse, le taux moyen des crédits de PFIT supérieure ou égale à un an baisse quelque peu (3,78 % après 3,87 %).

2|6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Janvier 2006	Février 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	7,6	8,9
OPCVM obligations	0,1	4,1	4,5	5,0
OPCVM actions	2,7	5,7	6,6	6,9
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	12,5	14,9

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM se sont renforcés pour l'ensemble des catégories et plus particulièrement en ce qui concerne les « diversifiés ».

ENCADRÉ 3

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mars 2006

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

		Émissions nettes			Émissions brutes			Encours
	Année 2005	Mars 2005 à fév. 2006	Avril 2005 à mars 2006	Mars 2006	Mars 2005 à fév. 2006	Avril 2005 à mars 2006	Mars 2006	À fin mars 2006
Sociétés non financières	- 14,4	- 14,2	- 14,9	- 0,2	3,2	1,9	0,2	89,8
État	39,9	33,7	35,5	6,8	70,1	71,9	6,8	611,1
Autres administrations publiques	3,9	- 1,4	- 1,4	0,0	1,1	1,1	0,0	48,1
Institutions financières monétaires	- 6,6	- 10,3	- 10,1	- 1,4	8,7	9,2	0,7	145,3
Institutions financières non monétaires	- 0,3	0,5	0,5	0,0	1,8	1,5	0,0	24,0
Total	**22,5**	**8,3**	**9,6**	**5,2**	**85,0**	**85,7**	**7,7**	**918,3**

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois de mars 2006, ont totalisé 7,7 milliards d'euros, contre 9,2 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (2,5 milliards d'euros, dont 2,1 milliards pour les institutions financières monétaires), les émissions nettes ont représenté 5,2 milliards d'euros.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté près de 90 % du total émis sur la place de Paris.

Sur les trois premiers mois de l'année, le montant cumulé des émissions obligataires de l'État (23,9 milliards d'euros) est en diminution de 16 % par rapport à la même période en 2005 (28,3 milliards d'euros).

ENCADRÉ 4

Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2005

Les résultats de l'enquête-titres portant sur le quatrième trimestre 2005 font apparaître un accroissement de 3,4 % de l'encours des portefeuilles de valeurs mobilières par rapport à septembre 2005. Les effets de valorisation y ont contribué à hauteur de 35,3 milliards d'euros tandis que les flux d'achats nets ont atteint 25,4 milliards d'euros.

Dans le prolongement d'une tendance à l'œuvre depuis 2004, le niveau élevé des investissements en titres étrangers (42,0 milliards d'euros) a de nouveau caractérisé le quatrième trimestre 2005. Celui-ci a été également marqué par un net redressement du flux d'investissement en actions françaises cotées (9,1 milliards d'euros).

Par ailleurs, l'analyse détaillée par types de valeurs et par secteurs investisseurs permet de dégager plusieurs évolutions significatives :

• les non-résidents ont été les principaux acquéreurs nets d'actions françaises cotées (8,3 milliards d'euros) ;

• les investisseurs institutionnels et les non-résidents ont globalement renforcé leurs positions en obligations (respectivement 4,5 milliards et 2,4 milliards d'euros) ;

• les non-résidents ont été les principaux acquéreurs de titres d'OPCVM avec un flux net d'achat de 4,9 milliards d'euros ;

• les ménages ont de nouveau allégé leurs portefeuilles : sur un an, de décembre 2004 à décembre 2005, leurs désinvestissements nets en valeurs mobilières se sont élevés à 9,6 milliards d'euros.

• Le nombre de comptes-titres des ménages a de nouveau augmenté au quatrième trimestre 2005 avec un excédent des ouvertures sur les fermetures d'environ 358 000 comptes, une évolution à mettre en relation notamment avec l'introduction en bourse d'Électricité de France au mois de novembre. Au total, suite aux introductions en bourse de GDF et d'EDF, le nombre de comptes-titres des ménages a augmenté en 2005, pour la première fois depuis 2001, au point d'atteindre en fin d'année plus de 15 millions de comptes-titres.

La part des portefeuilles consacrée à la détention directe d'actions atteignait 34 % de l'ensemble à fin décembre après 33,1 % à fin septembre 2005.

Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 42,9 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin décembre 2005, ont enregistré un net renforcement en titres étrangers, à hauteur de 30,6 milliards d'euros. Les acquisitions nettes des résidents en obligations (3,6 milliards d'euros) ont été principalement le fait des investisseurs institutionnels qui ont été acheteurs nets de titres étrangers (23,7 milliards d'euros) mais vendeurs nets de titres français (– 19,3 milliards d'euros). Pour leur part, les non-résidents ont investi 7,9 milliards d'euros en obligations étrangères et cédé 5,5 milliards d'euros d'obligations françaises.

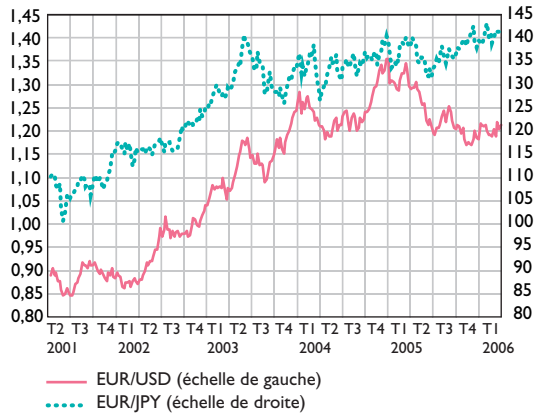
Les placements en titres d'OPCVM représentaient 23,1 % du total des portefeuilles à fin décembre. Les titres d'OPCVM monétaires ont fait l'objet de rachats nets à hauteur de 10 milliards d'euros, du fait principalement des désinvestissements nets des sociétés d'assurances et des sociétés non financières (– 6,1 et – 2,3 milliards d'euros). En revanche, les OPCVM non monétaires ont drainé un montant de 8,8 milliards d'euros de souscriptions nettes, les investissements les plus importants provenant des sociétés d'assurances avec 6,3 milliards d'euros.

*NB : La version intégrale de la note, écrite par Isabelle GEST de la direction des Études et Statistiques monétaires est diffusée sur le site de la Banque de France (*www.banque-france.fr*) dans la rubrique* Comptes financiers *(Titres) de l'onglet* Statistiques et enquêtes.

3| Les marchés de capitaux

Au cours du mois de mars, les marchés de capitaux ont été principalement influencés par les resserrements de politique monétaire intervenus aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon. Alors que le Système fédéral de réserve et la BCE ont tous deux relevé leurs taux directeurs de 25 points de base, la Banque du Japon a mis fin à sa politique quantitative très accommodante. Dans ce contexte, les taux d'intérêt à court et long termes se sont inscrits en hausse, sous l'effet d'un renforcement des anticipations de resserrement des politiques monétaires. L'euro a particulièrement bénéficié de ces anticipations et progressé contre les principales devises. La bonne tenue des perspectives économiques a également permis une appréciation globale des indices boursiers.

Taux de change de l'euro contre dollar américain et yen



3|1 Les marchés de change et de matières premières

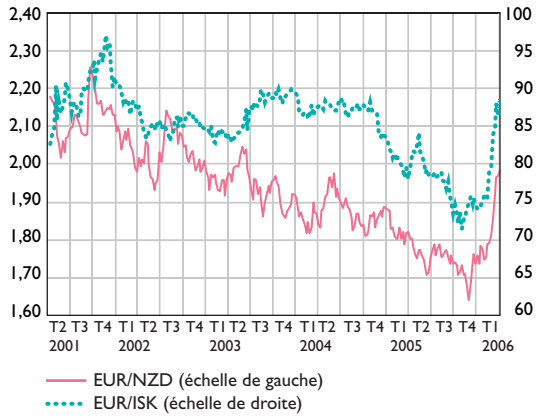
L'euro a progressé contre toute devises, à la faveur d'une amélioration des perspectives économiques de la zone et de l'ajustement à la hausse du scénario attendu de relèvement des taux directeurs de la BCE.

Tout en restant dans la fourchette de fluctuation observée au cours des mois précédents comprise entre 1,1850 et 1,2200, l'euro s'est ainsi renforcé de près de 1,7 % contre dollar d'une fin de mois à l'autre, clôturant légèrement au-dessus de 1,21. Il a en effet bénéficié d'une évolution favorable de l'écart de taux anticipé avec la devise américaine dans la mesure où les participants de marché attendent des hausses du taux directeur plus prononcées dans la zone euro qu'aux États-Unis au cours de l'année à venir. En outre, l'élargissement du déficit de la balance commerciale américaine, face à des achats de moindre ampleur de titres américains par les non-résidents, a pu peser sur la monnaie américaine.

L'euro s'est également apprécié de 3,33 % contre yen pour renouer avec les niveaux historiquement élevés (au-dessus de 143 yens pour 1 euro) observés à la fin de l'année 2005 et en février 2006. Le yen n'a pas bénéficié de l'annonce, très largement anticipée, par la Banque du Japon le 9 mars de la fin de sa politique monétaire quantitative très accommodante. Le yen a également reculé contre dollar, ce dernier progressant de 1,65 % à 117,66 après avoir atteint un plus haut en cours de période à 119,19.

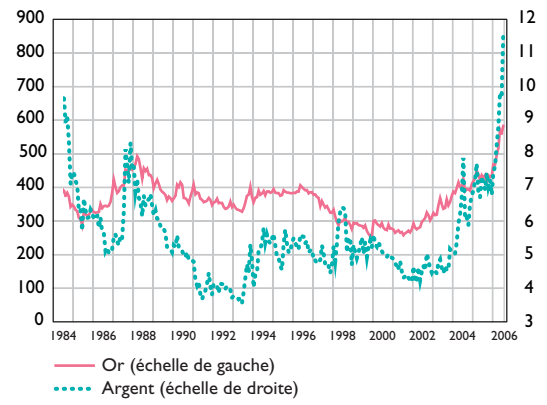
Le mois de mars a également été marqué par le recul significatif de certaines devises à haut rendement, les opérateurs préférant solder des positions de « *carry trades* » en raison des craintes de remontée des taux d'intérêt payés sur les devises (euro, yen, franc suisse) qui ont servi à leur financement. L'euro s'est ainsi apprécié de 5,5 % contre le dollar australien, de plus de 9 % contre le dollar néo-zélandais et de plus de 10 % contre la couronne islandaise, également affectée par une détérioration de la situation économique du pays.

Taux de change de l'euro contre dollar néo-zélandais et couronne islandaise



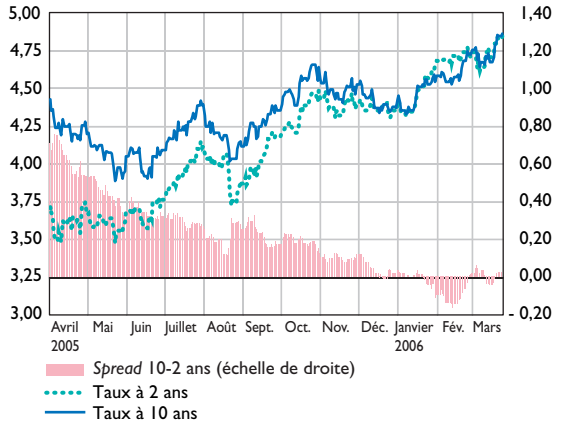
Cours de l'or et de l'argent

(en dollars)



Taux d'intérêt à 10 et 2 ans aux États-Unis

(en %)



Les cours de l'or ont poursuivi leur progression, l'once dépassant 588 dollars le 30 mars, soit son plus haut niveau depuis 1981. Favorisée par une situation géopolitique toujours tendue au Moyen-Orient, la hausse des cours de l'or s'est inscrite dans un contexte de renforcement généralisé de l'appétit des investisseurs pour l'ensemble des métaux précieux, notamment illustré par l'appréciation du cours de l'argent qui a atteint son plus haut niveau depuis 23 ans.

La hausse du prix du pétrole a repris en mars après la forte baisse du mois précédent. La référence du West Texas Intermediate a progressé de 5,8 % pour atteindre 66 dollars le baril. Cette évolution a principalement trouvé sa source dans la situation d'incertitudes au Moyen-Orient et au Nigéria.

3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Poursuite de la hausse des taux américains et pentification de la courbe obligataire

Bien que la décision prise par le Système fédéral de réserve le 28 mars de porter son taux directeur à 4,75 % ait été largement anticipée, l'ensemble des rendements obligataires américains se sont inscrits en hausse significative : le rendement à 2 ans a progressé de 14 points de base pour atteindre 4,88 % et le rendement à 10 ans s'est tendu de 31 points de base à 4,91 %, entraînant un redressement de la pente de la courbe obligataire : de négatif en début de mois, l'écart de taux entre les 2 et 10 ans est redevenu légèrement positif en fin de période.

À la suite du communiqué du Système fédéral de réserve dont la tonalité a été jugée nettement plus restrictive qu'attendu, les participants de marché ont en effet revu à la hausse le pic anticipé des taux directeurs américains, une majorité d'entre eux accordant, fin mars, une probabilité significative à un scénario de remontée des taux jusqu'à 5,25 % au lieu de 5 % auparavant.

La hausse des rendements nominaux s'est accompagnée d'un recul du point mort d'inflation qui est passé de 2,60 à 2,53 % sur l'obligation indexée d'échéance 2015.

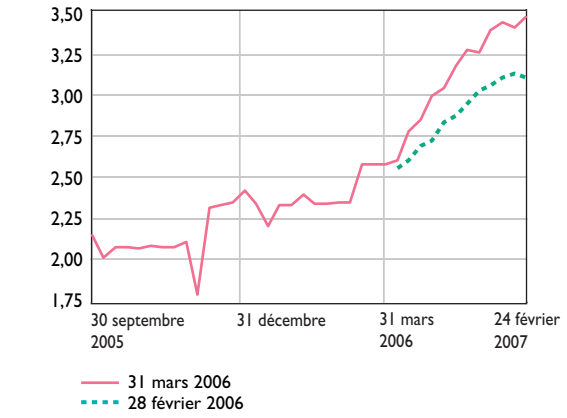
Hausse des taux européens

Les taux d'intérêt à 2 ans et à 10 ans dans la zone euro ont progressé de 25 et 28 points de base pour s'établir respectivement à 3,31 % et 3,80 % en fin de période.

La remontée des rendements obligataires s'est inscrite dans le sillage de la décision du Conseil des gouverneurs du 2 mars d'une hausse du taux minimum de soumission aux opérations principales de refinancement de 25 points de base à 2,50 %. Dans un contexte d'amélioration des perspectives économiques, la tonalité des discours des responsables de la politique monétaire de la zone euro, soulignant le caractère accommodant de la politique monétaire, a conduit les participants de marché à anticiper des relèvements de taux supplémentaires. En fin de période, ils envisageaient une hausse des taux directeurs au niveau de 3,25 % à l'horizon du

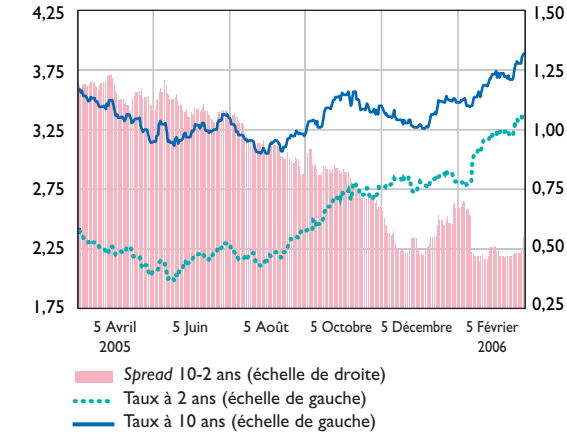
Taux EONIA anticipés tirés des *overnight* index (OIS) *swaps*

(en %)

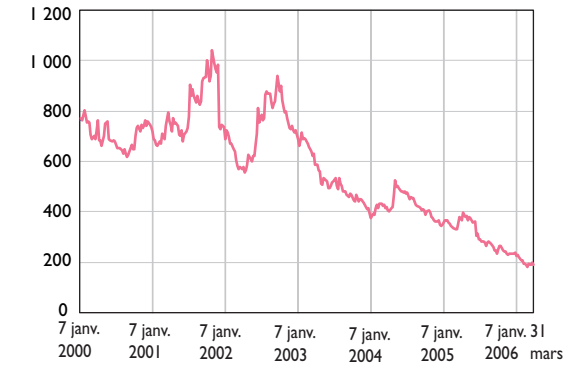


Taux des emprunts d'État français à 10 et 2 ans

(en %)



Indice EMBI



quatrième trimestre 2006, contre 3,00 % en début de période.

La remontée des rendements de long terme s'est accompagnée d'une légère hausse du point mort d'inflation qui a progressé de 7 points de base à 2,14 % sur l'OAT€i 2015.

Annonce de la fin de la politique quantitative de la Banque du Japon

La Banque du Japon a annoncé le 9 mars qu'elle mettait fin à sa politique monétaire quantitative très accommodante. Le solde des comptes courants des banques commerciales à la Banque du Japon devrait être ramené au cours des prochains mois au niveau des réserves obligatoires. Le marché a nettement réagi à cette inflexion de la politique monétaire japonaise par une remontée des rendements sur l'ensemble de la courbe obligataire (de 22 points de base, sur le rendement à 2 ans japonais, à 0,72 %). Fin mars, les participants de marché anticipaient, à la lecture des taux implicites des contrats euroyen, une remontée des taux directeurs de l'ordre de 40 points de base avant la fin de l'année.

En dépit de la remontée de l'aversion au risque sur certaines devises à haut rendement comme la couronne islandaise, l'appétit des investisseurs pour le risque émergent est resté intact en mars. Le différentiel de rendement moyen entre les obligations souveraines des États-Unis et des pays émergents, mesuré par l'indice EMBI, a oscillé autour du niveau historiquement faible de 200 points de base.

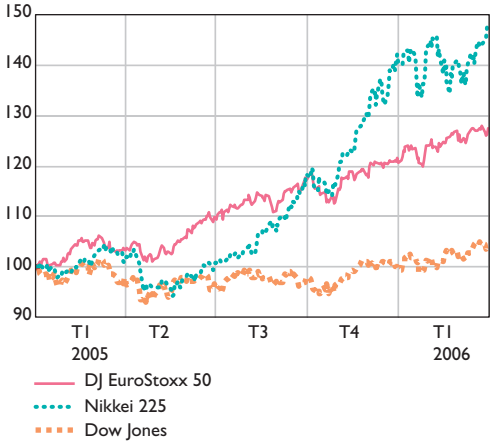
3|3 Les marchés boursiers

L'ensemble des marchés boursiers se sont inscrits en hausse au mois de mars.

La progression des bourses européennes est restée soutenue par une forte activité de fusions-acquisitions et des perspectives de croissance économique bien orientées. Dans ce contexte, le sous-secteur des matières premières a connu la plus forte progression (+ 7,45 %), suivi par le secteur technologique (+ 6,6 %).

Principaux indices boursiers

(base 100 = 1er janvier 2005)



Aux États-Unis, les valeurs liées aux nouvelles technologies et plus particulièrement aux télécommunications ont fortement progressé (10 %). Le secteur minier a également enregistré une forte appréciation (17 %), essentiellement dans le sillage de la hausse des prix des métaux. La bonne tenue du bâtiment a également profité aux secteurs de l'acier (19 %) et des matériaux de construction (9,7 %).

Principaux indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 mars 2006	Variation/ 28 février 2006	Variation/ 2 janvier 2006
CAC 40	5 220,85	4,4	10,7
DAX	5 970,08	3,0	10,4
DJ EuroStoxx 50	3 853,74	2,1	7,7
FTSE	5 964,60	3,0	6,1
Nasdaq	2 339,79	2,6	6,1
Dow Jones	11 109,32	1,1	3,7
Nikkei	17 059,66	5,3	5,9

Les indices japonais ont connu la plus forte appréciation, après le léger recul enregistré en février. Le Nikkei a atteint un nouveau plus haut niveau depuis juillet 2000 en liaison avec l'amélioration des perspectives économiques, la dépréciation du yen et les achats d'actions liés aux rapatriements de capitaux déclenchés par la fin de l'année fiscale au Japon.

ÉTUDES

La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe 21

Gilles MOËC
Direction des Études macroéconomiques et de la Prévision
Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés 39

Angelika LAGERBLOM
Banque centrale européenne
Division Placements
Guy LEVY-RUEFF
Banque de France
Service d'Études sur les marchés et la stabilité financière

La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce 51

Mireille BARDOS et Djamel STILI
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Le coût du crédit aux entreprises 67

Frédérique EDMOND
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires

La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe

Gilles MOËC
Direction des Études macroéconomiques et de la Prévision
Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

Dans la plupart des pays développés, les prix des logements ont fortement progressé depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Même si de grandes économies, comme le Japon ou l'Allemagne, sont restées à l'écart de ce phénomène, la phase actuelle de hausse des prix présente des caractéristiques inédites, en ampleur et en durée, ainsi qu'en termes de parallélisme des évolutions observées.

La synchronisation des évolutions de prix modifie l'appréciation que l'on peut porter sur un éventuel retournement du marché du point de vue de ses effets macroéconomiques potentiels. En effet, ces derniers seraient plus accusés que d'ordinaire puisque la baisse ou la stabilisation des prix exerceraient un effet défavorable à la croissance de manière simultanée, dans une grande partie de l'économie mondiale. Pour chaque pays pris isolément, aux effets usuels, transitant par la consommation des ménages (via les effets de richesse) ou l'investissement en logement s'ajouteraient donc ceux induits par le ralentissement de la demande mondiale.

Pour autant, si l'évolution des prix immobiliers présente un grand parallélisme dans de nombreuses régions du monde, la soutenabilité du niveau de prix atteint en 2005 peut largement différer d'un pays à l'autre. Par conséquent, la probabilité d'un retournement imminent du marché peut également différer significativement.

Cette étude explore les conditions de la soutenabilité dans six pays : les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la France, l'Espagne et les Pays-bas. Ce choix s'explique par des considérations relatives à la taille de ces économies, à la disponibilité de l'information statistique et enfin aux écarts de positionnement de ces pays dans le cycle immobilier actuel. Trois indicateurs différents de la soutenabilité du niveau de prix des logements anciens sont proposés : la capacité d'achat de logements par les ménages ajustée du niveau des taux d'intérêt, l'opportunité d'accéder à la propriété par rapport au coût de la location (en termes de revenu disponible instantané comme de constitution de richesse à long terme) et, enfin, l'opportunité d'investir à des fins de placement dans le marché immobilier.

La combinaison des informations fournies par ces différents indicateurs fait ressortir la situation tendue, en 2005, du marché immobilier en France et en Espagne, qui présente certaines caractéristiques proches de celles observées à la veille du point de retournement du dernier cycle immobilier, au début des années quatre-vint-dix. Aux États-Unis, la détérioration des conditions de soutenabilité peut, selon certains indicateurs, paraître moindre que dans les deux pays européens. Elle est toutefois patente. Par ailleurs, au Royaume-Uni, le ralentissement des prix en 2005, qui reste d'ailleurs à confirmer, ne s'est traduit que par une restauration très marginale des conditions de soutenabilité.

Dans ces quatre pays, le marché immobilier paraît aujourd'hui vulnérable, le rythme de progression des prix étant soutenable essentiellement parce que le niveau des taux d'intérêt de marché se situe à un niveau historiquement très bas. Le ralentissement des prix, qui semble se manifester depuis quelques mois en France et, plus récemment, aux États-Unis, paraît dans ce contexte tout à fait bienvenu.

Mots clés : logement, richesse des ménages

Codes JEL : E44, E64, G12, L85

NB : L'auteur remercie A.C Chavy-Martin, V. Vogel et S. Wolton pour la construction de la base de données, et L. Potier pour l'aide apportée dans la confection de l'encadré 2.

L'analyse de l'évolution des prix de l'immobilier et d'un éventuel écart par rapport à un niveau de prix justifié par les déterminants fondamentaux du marché suit généralement deux voies complémentaires. La première cherche à construire un modèle économétrique rendant compte de manière satisfaisante de l'évolution des prix sur une longue période, à l'aide de variables telles que, entre autres, le revenu des ménages, les taux d'intérêt, les prix à la consommation ou encore les prix des actifs financiers. Une distance marquée et persistante des prix observés aux prix prédits par le modèle permet alors de repérer un désajustement des prix par rapport aux fondamentaux [1]. La seconde voie cherche à analyser l'état du marché immobilier par le calcul d'une batterie d'indicateurs de soutenabilité qui ne font pas intervenir de méthodes économétriques, mais cherchent à établir, d'une part, le degré de solvabilité de la demande, en rapportant les prix à la capacité d'endettement des ménages ou en calculant l'opportunité d'acquérir un logement pour un locataire et, d'autre part, la rentabilité relative de l'investissement locatif, en se plaçant du point de vue du bailleur. Le marché sera qualifié de « tendu » si la valeur des indicateurs se rapproche de niveaux observés peu de temps avant un point de retournement antérieur des prix immobiliers.

C'est cette seconde voie qui avait déjà été explorée dans un article du *Bulletin de la Banque de France* de septembre 2004 [2]. Cette étude, circonscrite au marché parisien, concluait à l'absence de « bulle » spéculative déjà formée, sur la base de prix observés à la fin de l'année 2003, mais soulignait le fait que la hausse des prix n'était plus compensée par la baisse des taux d'intérêt et la progression du revenu des ménages et considérait que la poursuite de la progression des prix au rythme observé en 2002-2003 ne serait pas sans risque.

Parallèlement, de nombreuses analyses [3] ont mis en évidence la spécificité de la période actuelle en termes de parallélisme et d'ampleur des évolutions de prix de l'immobilier dans un grand nombre de pays.

La présente étude propose de prolonger l'analyse proposée en septembre 2004, en appliquant le calcul des indicateurs de soutenabilité aux États-Unis, au Royaume-Uni et à quatre pays de la zone euro. Le degré de tension de chaque marché est approché en trois temps.

• D'abord, le calcul des capacités d'achat permet d'évaluer la solvabilité de la demande de logements en tenant compte des taux d'intérêt, du revenu et du niveau de prix atteint.

• Ensuite, la prise en compte de l'évolution des loyers peut affiner le diagnostic relatif à la demande, en calculant l'opportunité d'acheter pour un ménage locataire (ou pour un propriétaire occupant de vendre son logement pour devenir locataire), en termes de revenu disponible après dépense de logement comme de richesse accumulée.

• Enfin, les conditions de l'offre sont examinées par le calcul de la rentabilité relative, pour des bailleurs, de l'investissement en logement.

Les indicateurs cherchent à tenir compte le plus possible des spécificités de chaque pays en termes de mode de financement d'acquisition de logements. Pour autant, afin d'assurer un minimum de comparabilité entre les pays, certaines hypothèses simplificatrices ont dû être faites, concernant l'apport personnel ou encore le traitement fiscal du logement. Pour ces raisons, ce sont davantage les évolutions dans le temps de leur valeur qui doivent retenir l'attention, plutôt que leur niveau absolu.

L'étude aboutit au diagnostic d'un niveau élevé de tension du marché en Espagne, aux États-Unis, en France et au Royaume-Uni. À noter toutefois qu'elle se fonde sur des données annuelles disponibles jusqu'en 2005. Elle ne tient donc qu'imparfaitement compte des toutes dernières évolutions révélées par des indicateurs de fréquence infra-annuelle. Ces derniers transmettent un message contrasté.

Ainsi, la situation du marché immobilier britannique, qui fournissait l'exemple d'un « atterrissage contrôlé » apparaît surprenante au début de l'année 2006. Selon l'indice Halifax, la variation des prix immobiliers avait touché un point bas en juillet 2005, à + 1,6% en glissement annuel. Ce rythme est revenu à + 6,8 % en février 2006, la hausse observée entre juillet 2005 et février 2006 a été de 6,2 %, après avoir stagné sur l'ensemble du premier semestre 2005. Cette tendance au redémarrage du prix des logements est confirmée par les enquêtes réalisées auprès des agences immobilières.

1 *Un exemple de ce type d'approche, dans le cas de la France, peut être trouvé dans Bessone, Boissinot et Heitz (2005) :« Marché immobilier, voit-on une bulle ? » INSEE,* Note de conjoncture, *mars.*
2 *Moëc* et alii *(2004) : « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ».*, Bulletin de la Banque de France, *septembre*
3 *Cf., par exemple, FMI (2005) :* "The Global Housing Price Boom", *extrait du* World Economic Outlook, *septembre et OCDE (2005) :* "Recent house price developments: the role of fundamentals", *n° 78, décembre.*

En revanche, un ralentissement des prix semble se profiler aux États-Unis et en France. La prudence doit toutefois rester de mise en la matière : aux États-Unis, l'indice OFHEO (*Office of federal housing oversight*) a légèrement ré-accéléré au quatrième trimestre 2005, à 13,0 %, après un ralentissement peu marqué au trimestre précédent (12,6 % après 14,1 % au deuxième trimestre). Ce sont des indicateurs indirects qui semblaient suggérer un refroidissement du marché immobilier, notamment un ralentissement marqué des transactions dans le segment des logements anciens depuis le second semestre 2005, mais les données les plus récentes font ressortir une nouvelle accélération (5,2 % cvs sur le seul mois de février 2006). En France, les données les plus récentes de l'INSEE, qui ne concernent que le troisième trimestre 2005, font apparaître pour cette date un glissement annuel en très léger ralentissement, à 14,7 %, après 15,3% au deuxième trimestre 2005. Les données de la FNAIM (Fédération nationale de l'immobilier), plus précoces, confirment ce ralentissement, le glissement annuel étant revenu à 9,6 % en février 2006 (contre environ 15 % un an plus tôt), les prix étant globalement stabilisés depuis la fin de l'été 2005.

L'exemple des Pays-Bas, qui a entamé son ajustement il y a quelques années, celui de l'Allemagne et plus généralement l'expérience de la première moitié des années quatre-vingt-dix, suggèrent que la correction des prix prend davantage la forme d'une stagnation prolongée des prix nominaux que d'une baisse brutale. Ce message est rassurant sur le plan de la stabilité financière, puisqu'il n'y aurait pas baisse de valeur des garanties bancaires. En termes de croissance de l'économie, en revanche, un ralentissement des prix peut suffire à réduire fortement la progression de la consommation des ménages, notamment si les mécanismes d'extraction hypothécaire sont développés, comme aux États-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas.

1| L'évaluation par la capacité d'achat

La solvabilité de la demande, pour un niveau donné de prix, peut s'approcher par la capacité d'achat ajustée des taux d'intérêt. Toutefois, pour une même évolution des revenus et des taux d'intérêt, le dynamisme des prix peut fortement différer d'un pays à l'autre. La vitesse d'ajustement de l'investissement en logement au signal de prix semble jouer un rôle central dans ces divergences.

1|1 Hausse des prix immobiliers, revenu et taux d'intérêt

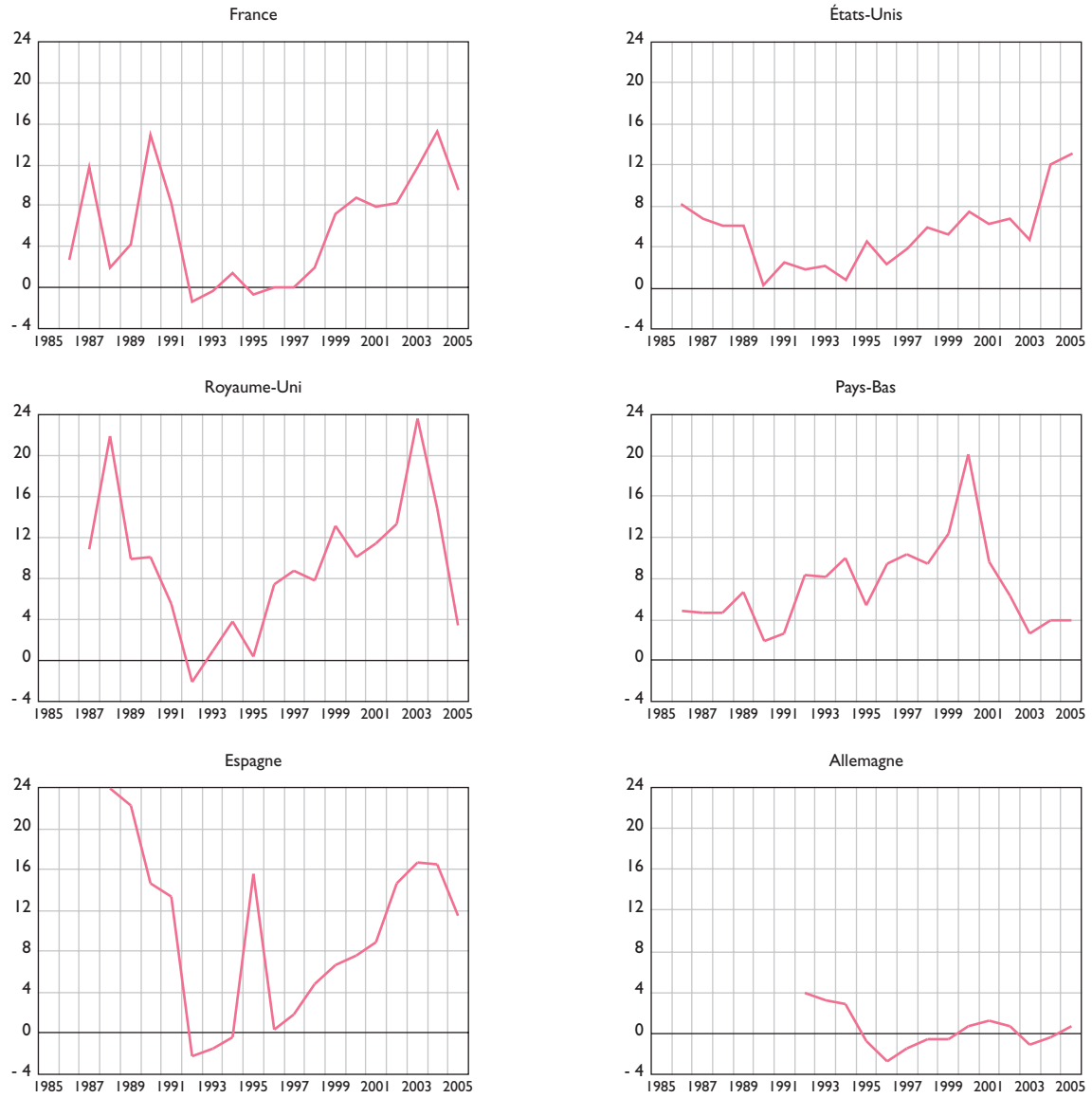
Jusqu'au début des années deux mille, les évolutions de prix des logements anciens ont présenté certaines similarités dans cinq des six pays étudiés (cf. graphique 1), le profil allemand restant en revanche très spécifique sur l'ensemble de la période, la variation des prix y oscillant entre plus et moins 2,0 % par an depuis le début des années quatre-vingt-dix (une analyse du cas allemand est proposée dans l'encadré 1).

Dans ces cinq pays, après une phase de croissance assez forte à la fin des années quatre-vingt, une correction est intervenue au début des années quatre-vingt-dix, le point bas se situant dès 1991 aux États-Unis et aux Pays-Bas, en 1993 pour le Royaume-Uni, la France et l'Espagne. Le point bas a généralement été suivi par une phase de stabilisation ou de croissance très mesurée des prix qui a duré entre 4 et 7 ans au Royaume-Uni, en France et aux États-Unis, la reprise ayant, en revanche, été plus précoce aux Pays-Bas et en Espagne. À l'extrême fin des années quatre-vingt-dix, les marchés immobiliers sont clairement orientés à la hausse dans tous les pays. Par la suite, le marché est entré en ralentissement dès 2001 aux Pays-Bas et, plus récemment, au Royaume-Uni. La progression des prix en France, en Espagne et aux États-Unis s'est, en revanche, poursuivie à un rythme rapide, mais certains signes de décélération commencent à s'y manifester également. Si cela se confirmait, un ajustement généralisé des marchés immobiliers pourrait donc intervenir, dont l'élément déclencheur serait l'épuisement de la demande, du fait d'une forte dégradation de la capacité d'achat de logements par les ménages, la hausse des prix n'étant plus compensée par la baisse des taux débiteurs et la progression du revenu.

La capacité d'achat de logements des ménages permet de synthétiser en un seul indicateur l'interaction de l'évolution du revenu, des taux d'intérêt débiteurs et des prix de l'immobilier. Elle peut s'approcher par le calcul de la superficie maximale du logement qu'un ménage moyen peut acquérir en consacrant un tiers

Graphique 1 Prix au mètre carré des logements anciens

(variation annuelle en %)



Sources : nationales (cf. annexe 1)
Calculs : Banque de France

de son revenu au remboursement d'un emprunt contracté aux conditions moyennes offertes par le système bancaire en termes de taux d'intérêt et de durée de prêt dans le pays considéré (cf. en annexe 2 la description précise de l'indicateur) [4].

Il convient de considérer ces données avec précaution, dans la mesure où le choix fait ici a été de raisonner à apport nul. Cette hypothèse accroît naturellement l'impact des fluctuations de taux d'intérêt sur la capacité d'achat, mais elle semble préférable à l'hypothèse d'un apport constant. En effet, il est vraisemblable que le poids de l'apport varie assez largement dans le temps. Il est probablement cyclique (maximum au creux du cycle, minimum au sommet), en raison des phénomènes de (dé)solvabilisation, et/ou du comportement des banques. Toutefois, des données suffisamment précises sont indisponibles sur

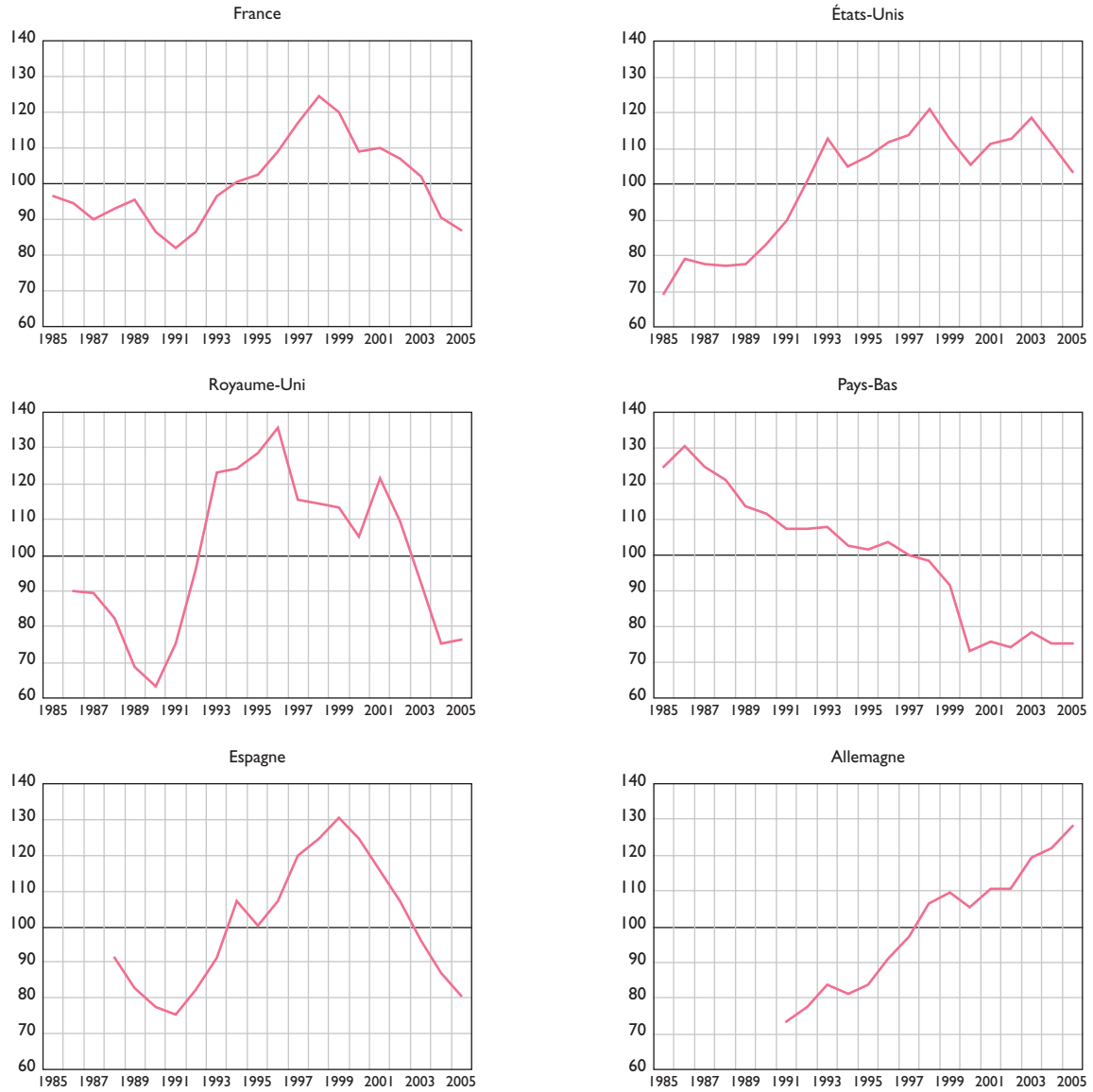
4 *Une approche similaire est proposée dans Brounen, Neuteboom et Van DijkKhuizen (2006) : « House prices and affordability. A first and second look across countries », DNB Working paper, janvier.*

cet aspect pour les pays considérés. Il convient donc de garder à l'esprit que la variabilité des indicateurs ici présentés constitue un majorant.

Le profil de la capacité d'achat dans les quatre pays qui, jusqu'à récemment au moins, connaissaient une croissance très rapide des prix immobiliers (Espagne, États-Unis, France, Royaume-Uni), n'a pas été homogène, l'évolution américaine restant très différente de celle des trois pays européens. En effet, depuis un pic situé au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix (1996 pour le Royaume-Uni, 1998 pour les États-Unis et la France, 1999 pour l'Espagne), la baisse de la capacité d'achat a atteint, en 2005, 43,9 % au Royaume-Uni, 35,2 % en Espagne, 30,0 % en France et seulement 15% aux États-Unis. De plus, alors que la capacité d'achat est revenue dans les trois pays européens à des niveaux très proches de ceux qui prévalaient dans les deux années qui ont précédé le précédent point de retournement des prix immobiliers (+ 2,8 points d'écart en France, + 4,0 points en Espagne, + 6,9 points

Graphique 2 Capacité d'achat de logements

(base 100 = moyenne sur la période)



Sources : nationales (cf. annexe 1)
Calculs : Banque de France

Tableau 1 Sensibilité de la capacité d'achat aux prix et au taux d'intérêt

(écart en %)

	Espagne		États-Unis		France	
	2005	Point bas	2005	Point bas	2005	Point bas
(1) Choc de taux d'intérêt de 100 points de base	- 2,5	4,3	- 5,2	27,2	- 4,8	1,3
(2) Augmentation des prix égale à celle observée en 2005	- 7,3	- 0,9	- 6,8	25,0	- 7,1	- 1,2
(1) + (2)	- 13,3	- 7,3	- 16,0	12,6	- 13,2	- 7,7

Lecture : en Espagne, en cas de hausse des taux débiteurs de 100 points de base, la capacité d'achat deviendrait inférieure de 2,5 % au niveau atteint en 2005, et resterait supérieure de 4,3 % au niveau atteint lors du précédent point bas du début des années quatre-vingt dix.

au Royaume-Uni), elle demeure sensiblement plus élevée aux États-Unis (+ 23 points).

Le tableau 1 reporte l'évolution de la capacité d'achat en 2006 dans les trois pays où les prix ont continué à progresser rapidement en 2005 selon trois scénarios. Dans le premier, les prix se stabilisent mais les taux débiteurs augmentent de 100 points de base. Dans le deuxième, les prix continuent à augmenter à leur rythme de 2005, les taux débiteurs sont inchangés. Dans le troisième, les deux phénomènes se combinent. À noter que, dans les trois scénarios, le revenu des ménages progresse comme en 2005.

En France et en Espagne, en 2006, si la progression des prix se poursuivait sur le rythme de 2005, la capacité d'achat des ménages passerait en dessous du niveau atteint juste avant la précédente correction du marché immobilier, même sans augmentation des taux d'intérêt. Si, à cette poursuite de la hausse des prix sur un rythme élevé, s'ajoutait une augmentation de 100 points de base des taux débiteurs, la capacité d'achat se situerait à des niveaux dont la faiblesse n'a jamais été observée sur toute la période de disponibilité de l'indicateur. En revanche, aux États-Unis, un écart positif et significatif se maintiendrait par rapport au point bas.

L'exemple des Pays-Bas montre toutefois qu'une dégradation prolongée de la capacité d'achat des ménages peut se produire avant qu'une correction du marché immobilier intervienne. De 1985 à 1999, cet indicateur s'était continuellement mais lentement dégradé (de 34 % au total). Pourtant, en 2000, la hausse des prix des logements était encore de 20,0 %. C'est une mesure fiscale, modifiant les conditions de déductibilité des versements d'intérêts de l'impôt sur le revenu, qui a précipité la correction.

L'exemple britannique suggère également qu'un événement particulier et identifiable peut être le déclencheur du retournement du marché. En effet, au Royaume-Uni, la hausse des taux directeurs perçue comme une orientation durable de la politique monétaire a pu précipiter le début de correction du marché, au-delà de l'impact direct de la hausse des taux hypothécaires, dont l'évolution suit d'assez près celle des taux directeurs, sur la capacité d'achat des ménages.

1|2 La réaction hétérogène de l'investissement en logement

La comparaison des capacités d'achat fait apparaître la spécificité de la situation américaine. Pourquoi la hausse cumulée des prix immobiliers, entre 1998 et 2005, n'a-t-elle atteint aux États-Unis « que » 70 %, contre 92 % en France et 130 % en Espagne et au Royaume-Uni, alors que la progression du revenu aux États-Unis a été plus forte qu'en Europe et la baisse des taux débiteurs d'ampleur comparable sur la période ? Une réponse possible tient à la capacité de l'offre à répondre plus ou moins rapidement à l'élévation des prix. En effet, la présence de fluctuations de prix marquées dans le secteur du logement est une caractéristique normale dans la mesure où la réaction des quantités offertes au signal de prix est nécessairement plus lente que sur la plupart des marchés de biens, compte tenu des délais techniques et administratifs nécessaires à la mise sur le marché de nouvelles capacités. Inversement, une forte et rapide augmentation des capacités peut venir limiter la hausse des prix.

L'investissement en logement reflète la création de nouvelles capacités immobilières et dépend donc, directement, du dynamisme du marché de l'immobilier neuf. Il doit être comparé à la pression démographique observée. C'est le nombre de ménages qui constitue la variable pertinente de ce point de vue. En effet, compte tenu des changements qui affectent l'organisation de la famille, le vieillissement de la population, l'augmentation du poids des familles monoparentales ou recomposées, le nombre de ménages et d'unités d'habitation nécessaires croît tendanciellement plus vite que la population totale. Une fois opérée cette correction (cf. graphique 3),

Graphique 3 Effort d'investissement-logement

(Formation brute de capital fixe en logement en volume rapportée au nombre de ménages ; base 100 = moyenne sur la période)

Sources : nationales
Calculs : Banque de France

il apparaît que si la période récente est marquée par une hausse de l'effort d'investissement partout où la croissance des prix a été marquée au cours de la première moitié de la décennie 2000, l'ampleur du phénomène a été très différente d'un pays à l'autre. On pourrait opposer le Royaume-Uni et la France d'une part, l'Espagne et les États-Unis d'autre part. Dans le premier groupe, l'effort d'investissement n'a pas encore retrouvé son niveau du début des années quatre-vingt-dix, alors qu'il l'a très nettement dépassé dans le second.

La forte progression de l'effort d'investissement en Espagne peut probablement s'expliquer par l'importance de la pénurie structurelle de logements restant encore à corriger, qui exerce une pression constante sur les prix. Avant la précédente correction du marché immobilier, en 1991/1993, c'est en Espagne que la hausse des prix était la plus forte ; après la correction c'est également dans ce pays que le redémarrage des prix a été le plus rapide. La concomitance actuelle d'une forte progression des

capacités et d'une poursuite de la hausse des prix à un rythme élevé dans un contexte de détérioration de la capacité des ménages suggère que les besoins en logements y sont encore loin d'être comblés.

Aux États-Unis, l'investissement logement a augmenté de 44,0 % en volume depuis 1998 (retournement du marché immobilier), alors que le nombre de ménages n'a augmenté que de 10,0 %. La capacité d'achat ne s'y est que modérément contractée du fait d'une tension sur les capacités moindre qu'en Europe. La faible réaction de l'offre à la hausse des prix au Royaume-Uni peut contribuer à expliquer pourquoi la phase de ralentissement des prix de 2005 pourrait n'être que de courte durée.

Même en tenant compte de l'évolution de l'offre disponible, l'évolution de la capacité d'achat ne peut pas suffire à évaluer précisément le degré de soutenabilité d'un niveau de prix immobilier donné. Une baisse de la capacité d'achat, exprimée en superficie de logement, reflète certes une perte de bien-être pour les ménages et il est probable qu'une perte de bien-être amène certains ménages à renoncer à l'accession à la propriété et réduira la pression à la hausse des prix. Toutefois, il peut y avoir une dégradation « acceptée » par les ménages de leur capacité d'achat.

D'une part, la superficie d'un logement ne reflète qu'indirectement l'utilité qu'en retirent leurs occupants. Il peut y avoir diminution tendancielle de la superficie des logements (pour des raisons de faible disponibilité de terrains à bâtir par exemple) mais amélioration de la qualité de ces logements, par exemple en termes d'isolation thermique, phonique ou encore d'équipements sanitaires. Les indices de prix des logements ne parviennent qu'imparfaitement à prendre en compte ces effets qualité [5].

D'autre part, en dépit d'une dégradation de leur capacité d'achat, certains ménages peuvent être contraints d'acquérir leur logement, compte tenu de l'absence d'alternative soutenable. En effet, si les loyers progressent à un rythme très rapide et si cette augmentation est perçue comme durable par les ménages, l'acquisition d'un logement, surtout dans le cadre d'un emprunt à taux fixe, permet de « geler » la dépense immobilière. Du point de vue des investisseurs, par ailleurs, une progression rapide des loyers améliore la rentabilité de l'investissement locatif, en particulier dans une phase où la rémunération des autres formes de placement est historiquement faible.

2| L'évaluation par l'arbitrage accession/location

Dans un marché immobilier fonctionnant sans friction, les écarts dans le rythme de progression des loyers et des prix de vente ne devraient pas se manifester de manière durable. En effet, une baisse des prix de vente se traduisant par une hausse de l'accession à la propriété devrait avoir pour effet de réduire la demande de logements en location, provoquant une diminution des loyers. Dans la réalité, la législation où les pratiques communes en matière de baux visent à offrir une certaine visibilité aux contractants et rigidifient l'ajustement des loyers, notamment du fait de la pluriannualité des contrats et des clauses d'indexation des loyers dont le lien avec l'évolution des prix de vente est souvent ténu.

Les conditions de l'arbitrage sont examinées sous deux angles : en premier lieu, le rapport coût de location/prix d'achat n'est abordé qu'en termes de revenu disponible après dépense de logement, sans prise en compte de l'indexation des loyers sur les prix. En second lieu, l'arbitrage est analysé en termes de richesse accumulée dans le temps (rapport richesse financière/richesse immobilière).

2|1 Un indicateur instantané : l'approche par le revenu

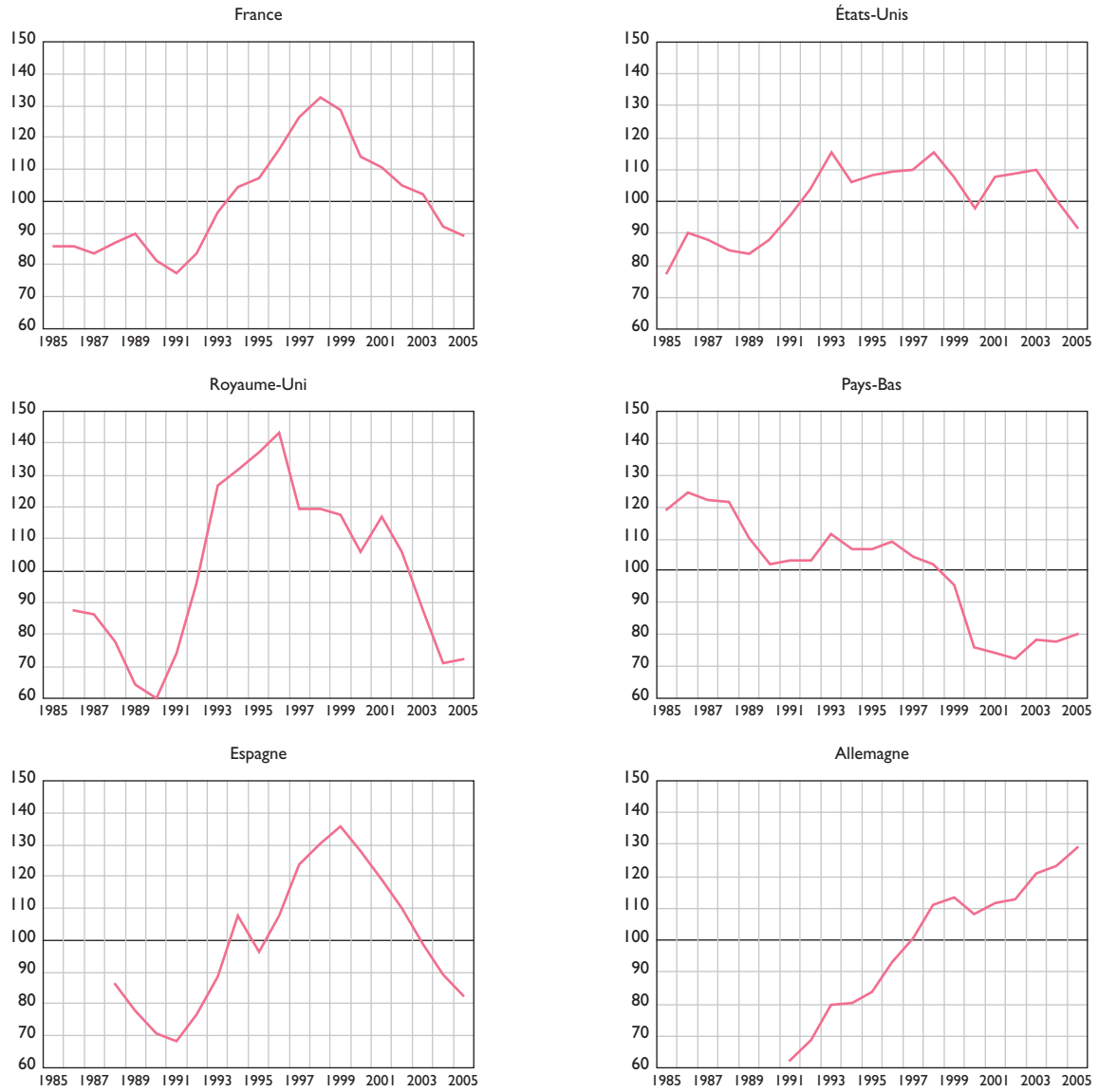
Du point de vue du locataire, on peut calculer l'écart entre le nombre de mètres carrés qu'un ménage peut acquérir en s'endettant (dans les mêmes conditions que pour la mesure de la capacité d'achat) et celui dont il pourrait disposer en consacrant la même somme au versement d'un loyer. Lorsque cet indicateur diminue, cela signifie que le coût de l'acquisition du logement augmente plus vite que les loyers.

Il importe de lire cet indicateur en variation et non en niveau. En effet, il ne tient pas compte de la différence de traitement fiscal entre la location et

5 *Une discussion sur ce point, appliquée au cas des États-Unis, peut être trouvée dans Carthy et Peach (2003)* :"Are home prices the next bubble?", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, *décembre*

Graphique 4 Opportunité d'acheter/coût de la location

(base 100 = moyenne sur la période)



Sources : nationales
Calculs : Banque de France

l'acquisition (déductibilité éventuelle des intérêts d'emprunt, partage des taxes foncières entre bailleur et locataire et des charges d'entretien, éventuelles taxes sur le patrimoine). Pour cette raison et pour faciliter la comparaison entre pays, le graphique 4 présente l'évolution de l'opportunité d'acheter relative au coût de location en indices normalisés.

Le profil de cet indicateur de l'opportunité d'acquérir son logement est très proche de celui de la capacité d'achat des ménages. Toutefois, l'écart observé en 2005 par rapport au dernier point bas est plus important que pour la capacité d'achat en France et en Espagne, similaire pour le Royaume-Uni, plus faible en revanche dans le cas américain. En France et en Espagne [6], la hausse des loyers compense donc partiellement la détérioration de la capacité d'achat pour soutenir le marché immobilier. En revanche, aux États-Unis, l'opportunité à acheter, pour les locataires, s'est dégradée davantage que leur capacité d'achat ce qui

6 *À noter toutefois qu'en Espagne le marché locatif est très étroit (près de 85 % des ménages sont propriétaires de leur logement), du fait, notamment, de lourdes contraintes réglementaires. En pratique, les ménages espagnols ne peuvent arbitrer aussi aisément qu'en France entre location et acquisition.*

Tableau 2 Comparaison de l'indicateur de capacité d'achat et d'opportunité à acheter,

(écart par rapport au point bas précédent)

	Capacité d'achat	Opportunité d'acheter
Espagne	7,0	20,8
États-Unis	33,2	10,1
France	6,4	15,2
Royaume-Uni	20,4	20,3

conduit à nuancer le jugement plutôt favorable porté sur le degré de soutenabilité des prix des logements américains par l'étude de la seule capacité d'achat.

Un tel calcul ne fournit toutefois qu'une indication « instantanée » puisqu'elle ne prend pas en compte l'incertitude portant sur le montant futur du loyer (conditions d'indexation) voire sur le montant futur du service de la dette contractée pour l'achat, dans le cas d'un emprunt à taux variable. Il est donc très réducteur par rapport à la complexité des facteurs à prendre en compte lorsqu'un ménage s'interroge sur l'opportunité d'accéder à la propriété. En effet, outre le fait, pour un propriétaire occupant, qu'elle procure un « service de logement » comparable à celui fourni par une location, l'acquisition immobilière peut constituer une réserve de richesse et doit donc également être évaluée de manière similaire à un actif financier.

ENCADRÉ 1

Le marché de l'immobilier allemand

L'évolution des prix de l'immobilier en Allemagne relève d'une analyse spécifique. En effet, la capacité d'achat immobilière des ménages y augmente régulièrement depuis le début des années quatre-vingt-dix et a presque doublé au cours des quinze dernières années. Pourtant, on n'observe pas, dans ce pays, de reprise de l'investissement-logement et les signes de redémarrage récent des prix de l'immobilier restent ténus. Le cas allemand oblige à raisonner en niveau absolu de capacité d'achat (en mètres carrés), et non plus en indice, comme il est fait dans les graphiques pour faciliter la comparaison entre pays. En 1991, qui constituait pourtant un pic de prix en France, la capacité d'achat en France était supérieure de 20 m² à celle dont disposaient en moyenne les ménages allemands (38 m²). La capacité d'achat en Allemagne se situe en 2005, après quinze ans de progression, à 66,27 m², contre 62,3 m² en France, après une chute de 30 % en 7 ans.

En revanche, le coût du logement en location est nettement moins élevé en Allemagne qu'en France. En 2005, le loyer moyen par m² atteignait 10,80 euros en France contre 6,10 euros en Allemagne. L'écart absolu était sensiblement le même au début des années quatre-vingt-dix (3,90 euros au m² en Allemagne contre 7,86 euros en France).

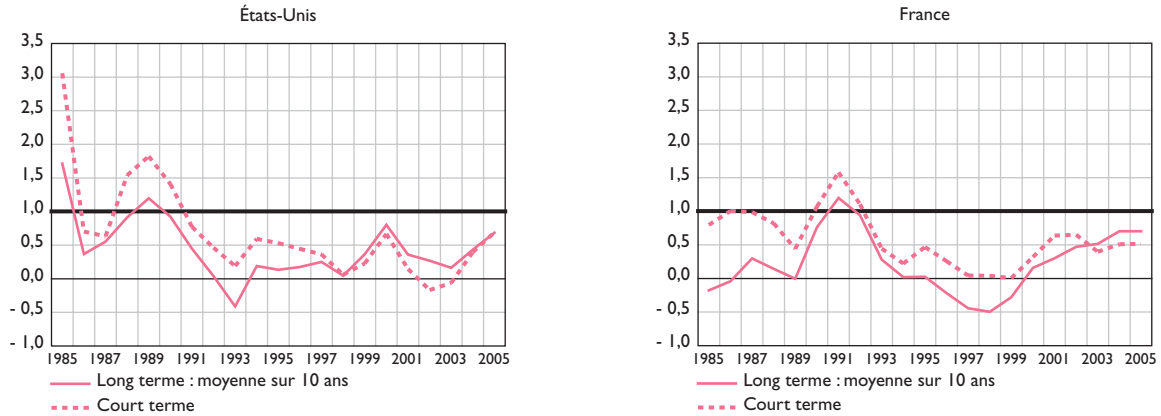
L'opportunité, pour un ménage locataire, d'acheter un logement en Allemagne est donc particulièrement faible. À noter que le maintien, sur une période aussi longue, d'un écart aussi marqué entre coût de location et coût d'acquisition, même en tenant compte des clauses d'indexation et de limitation de hausse des loyers contenus dans les baux, reflète un fonctionnement peu optimal du marché immobilier. Les perturbations induites par la réunification dans la première moitié des années quatre-vingt-dix pèsent encore sur le marché immobilier allemand.

2|2 L'approche par la richesse

Le coût instantané de la location est toujours inférieur au coût instantané de l'achat (mesuré par la mensualité d'emprunt). Un ménage cherchant à maximiser sa richesse peut donc arbitrer entre acheter un logement (accumulation de richesse immobilière) et louer un logement et placer l'économie ainsi réalisée (accumulation de richesse financière). Le résultat final, en termes de richesse accumulée, dépendra de la dynamique des prix de l'immobilier, des loyers, des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs. Si la richesse financière accumulée est supérieure à la richesse immobilière, l'acquisition du logement serait une erreur (toujours du strict point de vue de la richesse totale, d'autres motifs pouvant conduire les ménages à préférer l'achat à la location). À noter que ce qui est reconstitué ici est le calcul réalisé par le ménage *ex ante*, au moment où il prend sa décision, en mobilisant l'information disponible sur les différentes composantes de ce calcul. Ce raisonnement *ex ante* peut s'avérer contredit *ex post*, si l'évolution observée

Graphique 5 Impact sur le ratio richesse financière/richesse immobilière du choix location-acquisition de logement

(anticipations adaptives)



Note : Lorsque la courbe se situe au-dessus de 1, cela signifie qu'il aurait été plus intéressant de renoncer à acquérir un logement et de consacrer l'économie réalisée en louant un logement à la constitution d'une épargne financière aux conditions connues lors de l'année où la décision est prise. Lorsque la courbe se situe à 0,5, cela signifie que la richesse financière ainsi accumulée vaut, au bout de quinze ans, la moitié de la valeur initiale du logement que le ménage a renoncé à acheter. Le ratio peut être négatif car, en fonction de l'évolution des loyers, l'économie initiale a pu se transformer en perte au cours du temps. La courbe pointillée est représentative d'une décision prise sur la base des données relatives à la seule année de la décision. La courbe pleine est représentative d'une décision prise sur la base de la moyenne des données sur les dix années précédentes.

des variables nécessaires au calcul d'arbitrage s'est notablement écartée des anticipations formées par les ménages. Du point de vue du niveau de prix instantané des logements, c'est bien le calcul *ex ante* qui apporte de l'information, puisque c'est celui qui influe sur la décision ou d'acheter (l'encadré 2 décrit plus précisément le mode de calcul). À noter également que le montant de richesse immobilière pris en compte est celui du prix d'acquisition du logement. Aucune hypothèse relative à l'évolution des prix de vente n'est faite. On peut considérer qu'il s'agit d'un minorant de la richesse immobilière anticipée pour les ménages. En effet, comme on l'a vu en première partie, les prix immobiliers augmentent tendanciellement. En revanche, les phases de baisse nominale des prix des logements sont très rares et de faible ampleur [7]. Le montant initial d'un achat immobilier constitue donc la valeur minimale de la richesse immobilière anticipée.

Les conditions de ce calcul n'ont été reconstituées que pour la France et les États-Unis depuis 1985. Le choix de ces deux pays s'explique par la prévalence de taux d'intérêt fixes dans l'emprunt immobilier. Dans ce cas, en effet, les ménages peuvent plus aisément se livrer à l'arbitrage entre location et achat, dans la mesure où ils connaissent avec précision le montant nominal de leur mensualité sur l'ensemble de la période de remboursement.

Il apparaît que depuis 1992-1993, l'arbitrage acquisition du logement-location a toujours été favorable au premier dans les deux pays. En 2005, en France, la richesse financière anticipée d'un ménage renonçant à l'acquisition de son logement représentait entre 51 % et 70 % de la valeur moyenne du logement qu'il a renoncé à acheter, en fonction des hypothèses retenues pour les variables entrant dans le calcul (valeurs observées sur la seule année 2005 ou valeurs observées en moyenne sur la période 1995-2005).

Tableau 3 Ratio de la richesse financière anticipée en cas de renonciation à l'acquisition/valeur du logement

	2005	2005 + 100 points de base sur taux débiteurs et créditeurs
France	0,70	0,86
États-Unis	0,69	1,07

L'évolution anticipée des loyers est égale à la variation observée en 2005. Les prix de vente sont fixés à leur niveau de 2005.

7 *Les baisses en valeurs nominales sont rares en données agrégées nationales. Il peut y avoir baisse nominale sur certains segments de marché. Ainsi, en France, après 1991, les prix ont stagné sur l'ensemble du territoire mais ont baissé à Paris.*

ENCADRÉ 2

Investir ou louer – Décision fondée sur les anticipations de richesse

La décision des agents d'investir dans un bien immobilier plutôt que de louer peut être influencée par leurs anticipations de richesse.

L'année n, un ménage peut décider de s'engager à consacrer le tiers de son revenu disponible effectif de l'année courante au remboursement d'un crédit immobilier. Il accumule une richesse immobilière dont la valeur actuelle est donnée par la formule:

Valeur actuelle nette du bien immobilier $= \sum_{t=1}^{T} \frac{R}{(1+c)^t}$

R : montant annuel du remboursement (soit le tiers du revenu disponible brut)
c : taux d'intérêt du crédit consenti pour l'achat du bien immobilier, supposé fixe sur la période
T : durée de l'emprunt

S'il préfère continuer à louer un appartement équivalent (même nombre de mètres carrés), alors le ménage « économise » virtuellement un montant égal au différentiel entre son remboursement, supposé constant, et son loyer, qui progresse selon un taux d'inflation variable. En plaçant chacun des flux financiers ainsi dégagés à un taux d'intérêt i, variable dans le temps, la richesse financière dégagée au bout de la durée t est donnée par la formule :

Richesse financière $= \sum_{t=0}^{T-1} (R - L_t)\,(1 + i_t)^{(T-t-1)}$

L_t *: coût annuel de la location d'un logement équivalent*
i_t *: taux d'intérêt du placement effectué en année t*

A posteriori, *si la valeur actuelle du bien immobilier est supérieure à la richesse financière dégagée, alors l'agent a eu raison de se porter acquéreur.*

A priori, *les agents ne peuvent pas anticiper parfaitement quelle sera l'évolution des loyers sur la période de leur prêt ou quelle sera l'évolution des taux d'intérêt. S'ils formulent l'hypothèse que l'inflation des loyers et les taux d'intérêt sont fixes dans le temps, alors la richesse financière est donnée par :*

$$\frac{R}{i}\left[(1+i)^T - 1\right] - \frac{L}{i-\pi}\left[(1+i)^T - (1+\pi)^T\right]$$

π *: taux d'inflation des loyers*

Notre étude se place dans l'hypothèse où les agents prennent leur décision en fonction d'anticipations adaptatives. Dans un premier cas, les taux d'intérêt et d'inflation des loyers sont égaux à leur moyenne sur les dix années précédentes. Dans un deuxième cas, ils sont égaux à leur valeur sur l'année précédente.

Aux États-Unis, la richesse financière anticipée d'un ménage renonçant à acheter un logement équivalait à 70 % de la valeur de ce logement (selon les deux modes d'approximation des anticipations).

En dépit de sa dégradation sur la période récente, cet indicateur transmet un message qui peut paraître rassurant dans la mesure où il suggère que les prix immobiliers restent soutenables dans une logique de constitution de patrimoine. Il convient toutefois de nuancer ce jugement. En effet, la détérioration de l'indicateur sur les années récentes n'a été contenue que parce que le niveau des taux d'intérêt a été historiquement bas. Le tableau 3 reporte le niveau du ratio « richesse financière anticipée/valeur du logement » en 2005 pour la France et les États-Unis ainsi que son niveau en cas d'augmentation de 100 points de base du coût du crédit immobilier et de la rémunération des obligations d'État à 10 ans. Sous cette hypothèse, l'arbitrage entre location et acquisition se rapproche de la neutralité.

Ces calculs n'ont, naturellement, qu'une valeur indicative, notamment parce qu'il ne tiennent pas compte des différences de traitement fiscal de la propriété foncière et des revenus financiers, mais ils permettent d'illustrer le fait que les propriétaires occupants (potentiels) peuvent être amenés à examiner leurs décisions immobilières à l'aune d'une évaluation du logement en termes proches de ceux usuellement appliqués aux actifs financiers, à l'instar des investisseurs dans le marché locatif qui occupent, notamment en France du fait de fortes incitations fiscales, une place importante dans l'animation du marché.

3| L'évaluation par le rendement locatif

Les investisseurs sur le marché locatif sont probablement motivés au premier chef par le rendement relatif du placement immobilier, par rapport à celui d'un actif financier sans risque. Le mode d'évaluation du rendement locatif (hors impôt) est toutefois malaisé, dans la mesure où, à la différence d'une obligation d'État, le placement immobilier est grevé par la dépréciation du capital physique. Par ailleurs, le rendement immobilier devrait offrir une prime de risque aux investisseurs, compte tenu des caractéristiques du marché : éventualité d'un défaut ou d'un départ non immédiatement remplacé d'un locataire, délais et coûts de revente (taxes, délais administratifs, frais de prospection).

Toutefois, au-delà de ce calcul « naïf », l'appréciation du rendement relatif doit tenir compte du fait que le placement immobilier propose une forme d'assurance contre l'inflation, puisque les loyers sont, de manière légale ou contractuelle selon les pays, indexés au moins pendant la durée du bail sur les prix à la consommation et/ou d'autres variables de prix comme les coûts de construction. Si l'on considère à très long terme que le marché immobilier est en équilibre, on peut considérer que cette assurance d'indexation des loyers fournit une forme d'assurance sur l'évolution des prix de vente.

3|1 Un calcul « naïf », sans plus-value potentielle

L'évaluation de la soutenabilité des prix du point de vue des investisseurs peut se faire en deux temps. Tout d'abord, il est possible de calculer un taux de rendement relatif de l'investissement immobilier en excluant l'effet de l'indexation des loyers. Dans ce cas, il s'agit simplement de comparer le rendement facial (loyer au m² sur prix de vente au m²), diminué de la dépréciation du capital (fixée à 2 % par an, partant de l'hypothèse que la durée de vie d'un logement non entretenu est de cinquante ans), au taux d'intérêt des obligations d'État à long terme.

Le rendement relatif de l'investissement locatif, calculé ici de manière restrictive (sans prise en compte de « l'assurance contre l'inflation »), est négatif en 2005 dans tous les pays étudiés à l'exception de la France, où il n'atteint que 0,2 % (cf. graphique 6). On peut par ailleurs relever que sans la faiblesse actuelle des taux d'intérêt de marché, l'attractivité de l'investissement locatif serait faible. Le rendement « facial » (loyer/prix d'achat) s'est réduit entre 2000 et 2005 de 307 points de base au Royaume-Uni, de 287 points de base en France et de 154 points de base aux États-Unis.

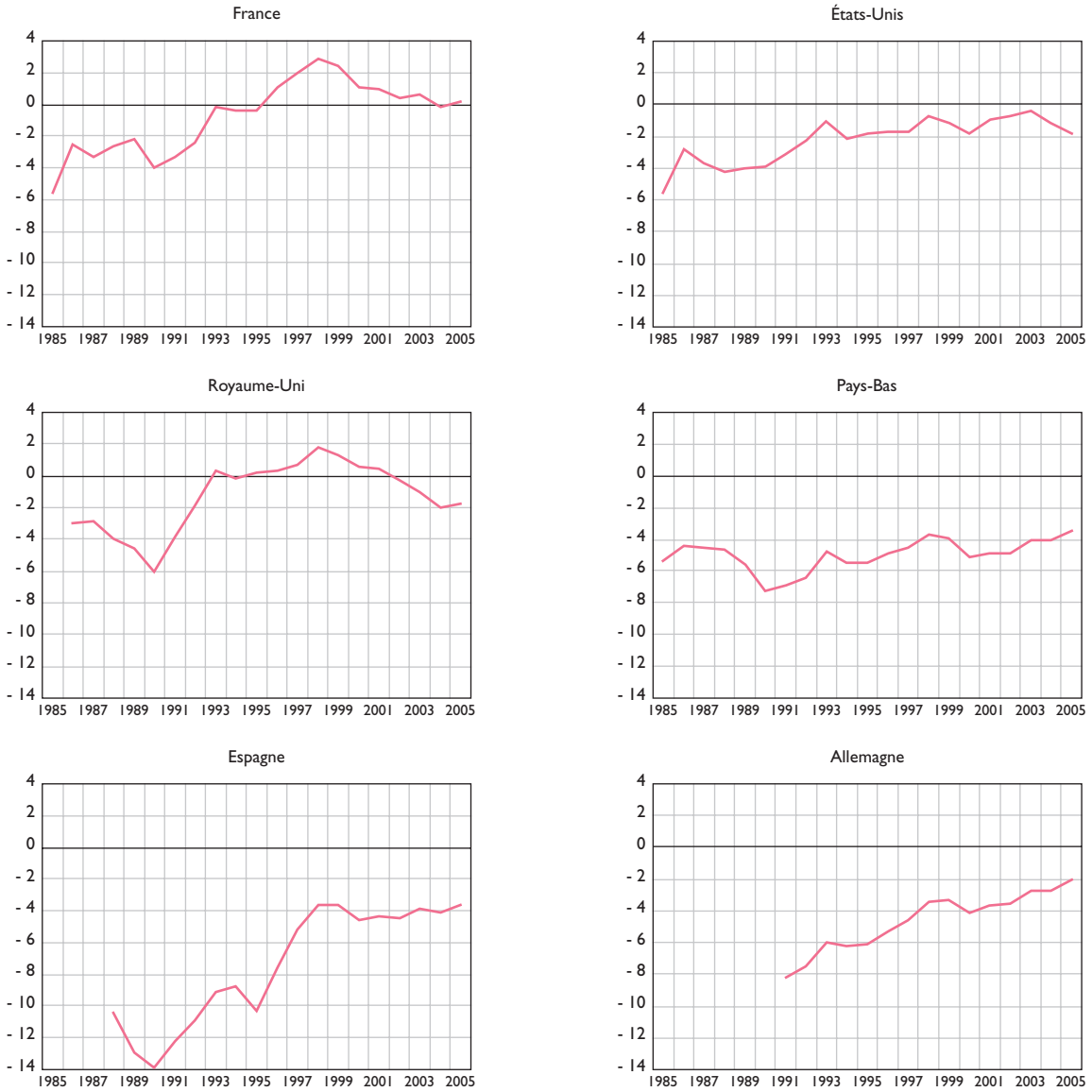
3|2 La plus-value anticipée par le marché locatif

Il est possible dans un second temps d'extraire du rendement relatif l'évolution des loyers anticipée par les investisseurs, égale à la différence entre ce rendement relatif et une prime de risque fixée à 2 %, qui paraît raisonnable au regard du rendement des principaux actifs financiers risqués (actions, obligations privées). La comparaison entre cette évolution anticipée des loyers et la tendance récente permet d'établir si les prix immobiliers, du point de vue des investisseurs, paraissent évalués de manière raisonnable ou si seule la croyance en une progression tendancielle très élevée permet d'expliquer le niveau actuel des prix.

En 2005, dans trois des quatre pays où, au moins jusqu'à récemment, la progression des prix immobiliers a été rapide (Espagne, États-Unis, Royaume-Uni) la hausse anticipée des loyers a été supérieure à la hausse tendancielle observée au cours des dix années précédentes (cf. graphique 7). À noter qu'aux États-Unis l'écart a toujours été extrêmement faible au cours des vingt dernières années. En revanche, en France et au Royaume-Uni, le marché locatif, sous l'angle du rendement relatif qu'il offrait, a semblé plutôt prudent jusqu'aux années les plus récentes. Les évolutions les plus récentes n'en sont que plus inquiétantes.

Graphique 6 Rendement relatif de l'investissement locatif, sans prise en compte de l'évolution future des loyers

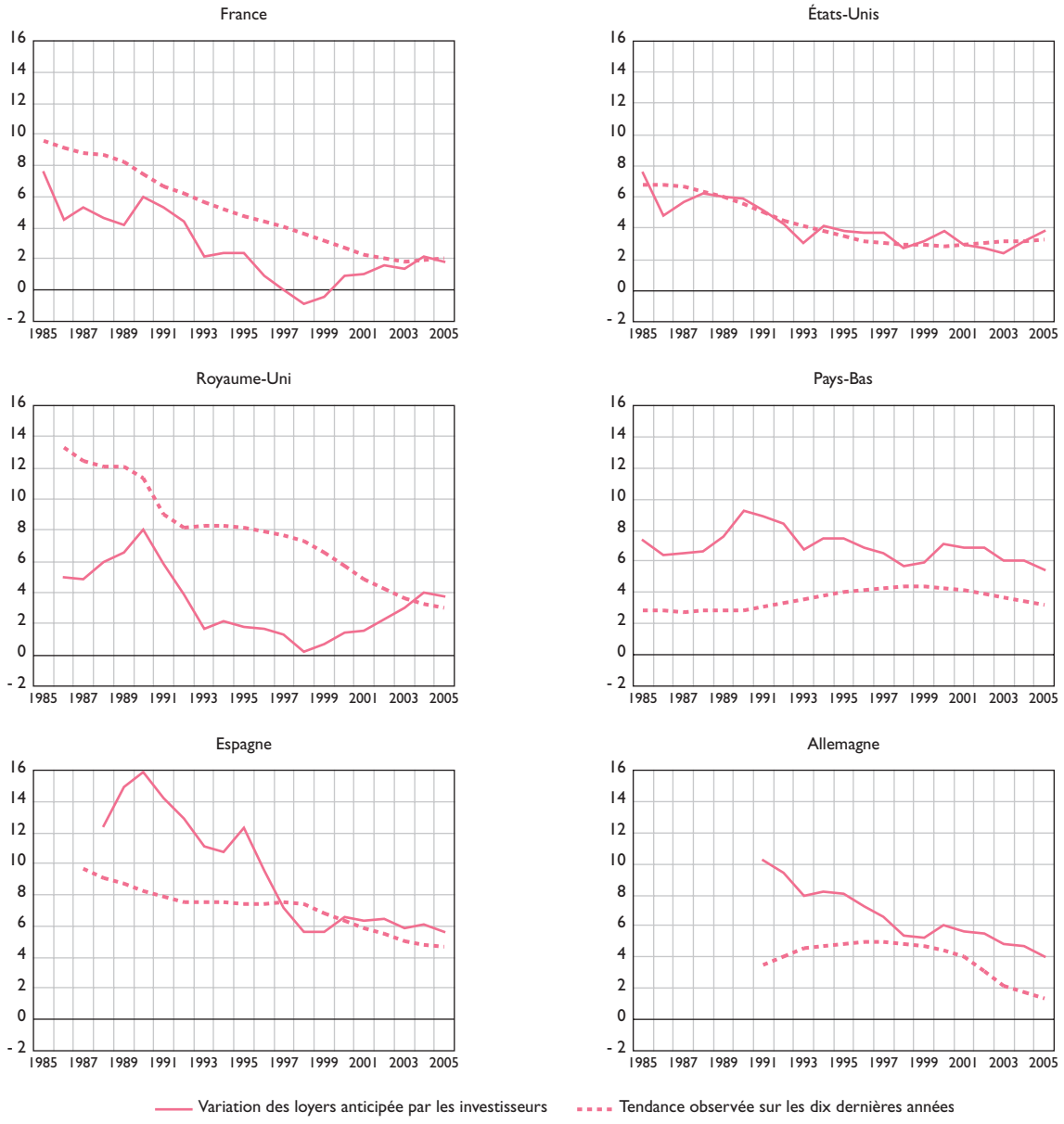
(en %)



Sources : nationales
Calculs : Banque de France

Graphique 7 Variation anticipée par les investisseurs des loyers et tendance observée

(en %)



Sources : nationales
Calculs : Banque de France

Tableau 4 Croissance anticipée des loyers extraite du rendement locatif relatif en 2005 et tendances observées

(par an, en %)

	Croissance anticipée	Évolution moyenne 1995-2005	Évolution moyenne 2000-2005
Allemagne	4,0	1,7	1,2
Espagne	5,6	4,7	4,6
États-Unis	3,8	3,2	2,6
France	1,8	2,0	1,9
Royaume-Uni	3,7	3,0	2,8
Pays-Bas	5,4	3,7	3,0

Toutefois, la France est le seul pays où le rendement relatif est encore (légèrement) inférieur à l'évolution tendancielle des loyers.

À noter que la hausse tendancielle des loyers nécessaire au maintien d'une attractivité suffisante pour l'investissement locatif est mécaniquement augmentée en cas de hausse de la rémunération de l'actif sans risque de référence. Ainsi, aux États-Unis, où la hausse tendancielle anticipée des loyers est de 3,8 %, celle-ci devrait atteindre 4,8 % en cas d'augmentation des taux d'intérêt à 10 ans de 100 points de base. Entre 1995 et 2005, la hausse moyenne des loyers a été de 3,2 % par an, et de 2,6 % par an entre 2000 et 2005.

La combinaison des différents indicateurs présentés ici peut amener au diagnostic suivant. En Espagne et en France, la détérioration de la capacité d'achat des ménages est préoccupante. La prise en compte de l'évolution des loyers nuance quelque peu ce jugement défavorable, en tout cas pour la France, l'étroitesse du marché locatif en Espagne rendant ce type d'analyses peu pertinent pour ce pays. Aux États-Unis, du fait d'une réaction forte et rapide de l'offre à l'augmentation des prix, la situation paraît plus saine. Toutefois, l'opportunité à accéder à la propriété pour les locataires s'est fortement dégradée, de même que le rendement relatif de l'investissement locatif. Au Royaume-Uni, le ralentissement des prix de 2005 n'a pas eu d'effet majeur sur les conditions de soutenabilité (la capacité d'achat ne s'est améliorée que de 0,8 m²). Enfin, d'une manière générale, seul le niveau historiquement bas des taux d'intérêt permet de maintenir les indicateurs utilisés au-dessus des niveaux ayant précédé immédiatement la correction précédente du marché immobilier. Pour résumer ce point, en 1992-1993, la soutenabilité des prix immobiliers s'est dégradée, en raison de la hausse des taux d'intérêt débiteurs. En 2005-2006, la soutenabilité est dégradée, même en l'absence de hausse des taux d'intérêt débiteurs.

Les indicateurs utilisés, à l'exception de celui relatif à la rentabilité relative de l'investissement locatif, sont fondés sur la forme de prêt immobilier la plus commune dans chaque pays considéré. Or, l'apparition de nouvelles formes d'endettement dans la plupart des pays développés a permis de masquer, dans une certaine mesure, le degré de tension existant sur le marché immobilier. L'augmentation de la durée des prêts dans les pays où elle était relativement faible, comme en France, permet de réduire le poids instantané du service de la dette. La mise en place de formes d'emprunt n'impliquant qu'un remboursement des intérêts, le capital restant intégralement dû à la fin du contrat, aux États-Unis notamment, est une autre réponse à la dégradation des capacités d'achat dans les formes habituelles. Cette créativité n'est toutefois pas sans limite, ni sans risque.

Annexe I

Description des données et calculs des indicateurs

Sources statistiques

	Prix d'achat moyen au m²	Loyer moyen au m²	RDB par ménage	Taux du crédit	Taux à long terme	Durée du prêt
France	FNAIM : prix d'achat moyen en 2000 BRI (série : Residential Property Prices – existing dwellings) pour rétropoler et extrapoler	Indicateur Bertrand : loyer moyen en 2005 INSEE : poste loyer de l'IPC pour rétropoler	OCDE PE : RDB BCE : nombre de ménages	Banque de France : taux du crédit immobilier	OCDE PE : Taux des obligations d'État à 10 ans	15 ans
Royaume-Uni	ODPM Housing statistics : prix d'achat moyen divisé par la taille moyenne des logements en 2003 (92,2 m², source : ODPM Housing Condition Survey 2003) supposée stable sur la période	RICS Residential Lettings Survey : loyer moyen à partir de 2003 Office for National Statistics : poste loyer du RPI pour rétropoler	id	Office for National Statistics : taux de base du crédit hypothécaire	id	25 ans
Allemagne	Bulwein	BCE : loyer moyen en 1998 Statistisches Bundesamt, Wiesbaden : poste loyer de l'IPC pour rétropoler et extrapoler	id	Taux des obligations d'État à 10 ans	id	15 ans
Espagne	Ministerio de Economia y hacienda	INE : loyer moyen en 2004 Ministerio de Economia y hacienda : poste loyer de l'IPC pour rétropoler et extrapoler	id	Ministerio de Economia y hacienda : moyenne des taux du crédit accordés par les banque privées et les organismes d'épargne	id	15 ans
Pays-Bas	BRI : prix d'achat moyen divisé par la taille moyenne des logements en 2000 (98 m², source : European Housing Statistics, 2004) supposée stable sur la période	Nederlandse Woonbond : loyer moyen en 2004 BRI : poste loyer de l'IPC pour rétropoler et extrapoler	id	BRI : taux de base du crédit hypothécaire	id	15 ans
États-Unis	Census Bureau, American Housing Survey : prix d'achat moyen et surface moyenne d'une maison à partir de 2001 OFHEO : indice des prix des maisons pour rétropoler	Census Bureau, American Housing Survey : loyer moyen	OCDE PE : RDB Census Bureau : nombre de ménages	Freddie Mac : taux du crédit hypothécaire à 30 ans	id	30 ans

Annexe 2

Mode de calcul et commentaire des indicateurs

Capacité d'achat

La mensualité est fixée à un tiers du revenu disponible brut (RDB) par ménage. La valeur maximale de l'endettement est égale à la valeur actuelle de cette mensualité investie au taux débiteur de référence sur la durée typique du prêt dans le pays considéré (15 ans en France, 30 ans aux États-Unis). La capacité d'achat s'obtient en divisant cette valeur maximale de l'endettement par le prix moyen du m². Elle s'exprime donc en m².

La durée d'emprunt est supposée constante, ce qui est une approximation puisque la durée d'endettement tend à s'accroître dans des pays comme la France. L'impossibilité de saisir cette déformation avec suffisamment de précision imposait l'hypothèse de constance. Par ailleurs, le taux débiteur de référence est celui qui est considéré comme le plus représentatif de l'état du marché. Il s'agit donc là aussi d'une approximation (c'est un taux fixe qui a été choisi pour la France, alors que la part des taux variables a récemment augmenté).

Opportunité d'acheter pour un locataire

Capacité d'achat/$\frac{1}{3}$ RDB/loyer moyen au m².

Richesse relative produite par l'acquisition du logement (voir encadré n°2)

Rendement relatif instantané de l'investissement locatif

Loyer moyen au m²/Prix d'achat moyen au m² – 2 % (dépréciation du capital) – Rendement d'un actif sans risque (obligations d'État à 10 ans).

Le choix d'un taux de dépréciation du capital de 2 % s'explique par l'hypothèse que la durée de vie d'un logement non entretenu est de 50 ans.

Évolution des prix immobiliers anticipée par les investisseurs locatifs

[Rendement d'un actif sans risque + 2 % (prime de risque)] – [loyer moyen au m²/Prix d'achat moyen – 2 % (dépréciation du capital)]

La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés

Angelika LAGERBLOM
Banque centrale européenne
Division Placements

Guy LEVY-RUEFF
Banque de France
Service d'Études sur les marchés et la stabilité financière

Compte tenu de l'accroissement spectaculaire des réserves de change ces dernières années, principalement dans les pays asiatiques, les banques centrales accordent une importance croissante au choix d'un cadre approprié pour la gestion de ces réserves. En dépit de données parfois insuffisamment précises ou mises à jour de façon tardive, certaines caractéristiques et conséquences intéressantes du mouvement d'accumulation massive de réserves de change peuvent être mises en lumière.

Au cours de ces dernières années, les banques centrales ont, en général, diversifié leurs avoirs, en termes à la fois de composition en devises et de types d'instruments achetés. Les cadres institutionnels de gestion des réserves de change sont également devenus plus variés. Toutefois, la diversification des instruments de réserve classiques se heurte à certaines limites. Aussi l'accélération de l'accumulation de réserves demeure-t-elle le phénomène majeur.

Ainsi, cette étude laisse à penser que la gestion des portefeuilles de réserves de change demeure en général soumise (en Asie comme dans d'autres parties du monde) à des contraintes nettement plus strictes que celles s'appliquant aux portefeuilles privés. Les décisions d'investissement concernant les réserves de change semblent également moins sensibles aux variations de prix des actifs financiers que celles prises par les gestionnaires de portefeuilles privés. Étant donné ces caractéristiques, l'incidence, sur certains marchés, des opérations d'investissement des réserves de change accumulées en Asie est probablement plus marquée que celles des portefeuilles privés. Il peut en résulter des distorsions de prix, en particulier sur le marché des valeurs du Trésor américain, même s'il est difficile de séparer l'impact, sur les taux d'intérêt de ce marché, des achats massifs effectués par les banques centrales asiatiques de celui de multiples autres facteurs.

Mots clés : réserves de change, banques centrales asiatiques, diversification, marchés obligataires, gestion de portefeuille

Codes JEL : E58, F33, G11, G12, G14

NB : Cet article est dérivé d'une partie des réflexions conduites dans le cadre d'un groupe de travail du Comité des relations internationales de l'Eurosystème, dont le rapport a été publié par la BCE en mars 2006 dans un Occasional Paper *intitulé* The accumulation of foreign reserves.

Les réserves de change mondiales ont plus que triplé entre début 1995 et fin 2005, pour atteindre le niveau de 4 000 milliards de dollars en septembre 2005 selon le Fonds monétaire international (FMI). Le rythme d'accroissement de ces réserves a de plus accéléré sur la période, essentiellement sous l'influence de l'Asie qui regroupe aujourd'hui huit des dix pays possédant le plus de réserves au monde (avec, en premier lieu, le Japon, la Chine et Taiwan). Ces dix pays ont compté pour environ 80 % de l'accumulation de réserves dans les années deux mille.

Compte tenu de cette évolution, les banques centrales accordent une importance croissante au choix d'un cadre approprié pour la gestion de ces réserves de change. Ce cadre doit :

• être cohérent avec les caractéristiques de la politique de change ;

• permettre la meilleure allocation possible des actifs selon un arbitrage rendement/risque ;

• éviter dans la mesure du possible les distorsions de marché.

Le présent article examine d'abord l'évolution de la composition des réserves de change en termes de devises et d'instruments dans les pays où elles ont beaucoup augmenté ces dernières années, principalement les pays asiatiques. Il analyse ensuite les différents cadres institutionnels de gestion de ces réserves de change. Puis, il compare les caractéristiques respectives des marchés obligataires américains et européens (notamment en termes de taille, de profondeur et de liquidité) susceptibles d'influencer les politiques de diversification des détenteurs de réserves de change. Enfin, il cherche à mettre en lumière certaines caractéristiques spécifiques de la gestion des réserves qui pourraient avoir une incidence sur les dynamiques de marché.

1| Évolution de la composition des réserves de change

Compte tenu de l'accumulation significative de réserves de change ces dernières années, on observe chez les gestionnaires de réserves une tendance à la diversification de leurs portefeuilles. Celle-ci revêt deux dimensions, l'une en termes de devises et l'autre en termes de catégories d'actifs.

1 | 1 Diversification de la composition en devises

Plusieurs principes sous-tendent cette diversification.

• La composition en devises des réserves de change d'un pays résulte en général du régime de change que celui-ci a adopté ; s'il ne s'agit pas d'un flottement libre, le choix de la monnaie ou du panier de monnaies d'ancrage est un élément crucial.

• De façon spécifique, de nombreuses monnaies asiatiques sont rattachées au sein d'une zone dollar *de facto* en Asie. Compte tenu des relations commerciales étroites dans la région, le poids du dollar dans la politique de change des pays asiatiques est alors plus élevé que le simple poids des États-Unis.

• Les réserves officielles, notamment dans les pays en développement ayant un accès limité aux marchés internationaux de capitaux, sont aussi considérées comme un volant de sécurité pour le règlement des importations et le service de la dette extérieure en devises étrangères. Par conséquent, la composition en devises des réserves est souvent liée à la structure des flux commerciaux et financiers.

• En outre, la gestion du rapport risque-rendement, à travers la recherche d'une allocation optimale d'actifs, semble prendre une importance croissante.

La combinaison de ces différents principes peut cependant être délicate [1]. Au final, selon Eichengreen (1998 et 2005), la taille, la profondeur et la stabilité des marchés de capitaux, ainsi que le volume des opérations internationales traitées, ont toujours joué un rôle décisif dans le choix des monnaies de réserve. À cet égard, la monnaie de réserve internationale dominante possède un avantage en termes d'externalités. C'est tout particulièrement le cas en Asie compte tenu du rôle *de facto* de la zone dollar [2]. En outre, les banques centrales essayent, en général, d'éviter de modifier brusquement la composition de leurs réserves de change, dans la mesure où cette démarche pourrait être source de perturbations sur les marchés.

1 *Les banques centrales tiennent également compte du « principe de neutralité du marché », tel que prescrit par le FMI, dans la mesure où il est compatible avec leurs autres objectifs.*
2 *À cet égard, cf. par exemple Genberg, McCauley, Park et Persaud (2005).*

Ainsi, les évolutions de la composition en devises des réserves de change sont le plus souvent très progressives.

L'analyse de ces évolutions est cependant compliquée par le fait que les informations disponibles sont généralement limitées et que, lorsqu'elles font l'objet d'une publication, ce n'est qu'avec un décalage important. Cela vaut particulièrement pour la plupart des pays asiatiques.

Les données du FMI sont, à cet égard, les statistiques à caractère public les plus pertinentes et elles font bien état d'une modification progressive de la composition en devises des réserves de change. La part des avoirs en dollars au niveau mondial a atteint un point haut en 1999 avec 71 %. Elle a ensuite diminué pour revenir à 65,9 % fin 2004 [3]. Pour les seuls pays en développement, la part du dollar semble être légèrement inférieure, soit 59,8 % à septembre 2005. S'agissant des avoirs en euros, leur part en termes agrégés est passée de 17,9 % en 1999 à presque 25 % selon les dernières données disponibles (avec une très grande similitude entre les évolutions mondiales et celles propres aux pays en développement) [4]. Ces informations ne sont toutefois calculées que pour le groupe de pays qui déclarent auprès du FMI la composition en devises de leurs réserves, qui ne représentent environ que 70 % des avoirs de réserve au niveau mondial.

L'utilisation croissante de l'euro dans les réserves de change internationales a été encouragée par le bon fonctionnement de la zone euro et par les mouvements périodiques d'appréciation de l'euro, ainsi que par l'avantage de la diversification en termes d'arbitrage rendement/risque. Selon une récente enquête sur les tendances en matière de gestion des réserves, menée à l'automne 2004 par Pringle et Carver (2005), 70 % des banques centrales interrogées font ainsi état d'une augmentation de leur exposition au risque euro. Sur la moitié de l'échantillon ayant fait part d'une réduction de son exposition au risque dollar, 93 % ont déclaré que leur exposition au risque euro avait augmenté. Certes, l'échantillon ayant répondu était principalement constitué de « petits » pays (en termes de réserves de change). Cependant, d'autres données, fournies par les quelques banques centrales dont la répartition en devises des réserves fait l'objet d'une publication, ainsi que certains éléments d'information informelle, permettent de préciser ces évolutions. Logiquement, la part de l'euro est à des niveaux assez élevés dans les réserves de change des pays voisins de l'Union européenne (UE), mais reste plus faible en Asie.

Au total, les divers éléments d'information disponibles montrent que, malgré la diversification récente, les stocks des dix principaux pays détenteurs de réserves restent majoritairement constitués d'actifs financiers libellés en dollars. Dans l'ensemble, la concentration des avoirs de réserve en dollars demeure frappante, notamment en Asie, particulièrement si l'on tient compte du fait que ces pays sont tout à fait conscients des avantages que présente la diversification en termes de réduction des risques financiers [5]. Cette situation résulte toujours, en premier lieu, de leur régime de change, qui se caractérise par un rattachement de fait au dollar, et de la structure de leur commerce extérieur, dominée par les relations avec les États-Unis et la zone dollar [6].

Néanmoins, on peut mettre en avant un autre facteur, moins classique : la volonté d'améliorer l'arbitrage rendement/risque par le biais d'une diversification mesurée, non pas seulement au niveau de la banque centrale, mais aussi à l'échelle globale du pays. En effet, la diversification peut présenter un avantage au niveau national lorsque la banque centrale place une partie de l'épargne nationale dans des actifs libellés en devises alors que cette épargne, ferait, sinon, l'objet d'un placement en monnaie nationale en raison de l'existence d'un biais national (*home bias*). Ce biais, même s'il tend à décroître, comme le montre les « Perspectives de l'économie mondiale » du FMI d'avril 2005, demeure significatif, notamment dans certains pays. Cette analyse du FMI ne couvre d'ailleurs pas la Chine et ce pays offre un

3 *Cf. « le Rapport annuel » 2005 du FMI, qui présente des données révisées concernant la composition en devises des réserves de change officielles ces dernières années. Il convient cependant de noter que, du propre aveu du FMI, ces données ne sont pas totalement fiables ; il faut aussi souligner que le FMI a introduit une nouvelle présentation concernant l'estimation de la composition en devises en 2005, d'où l'impossibilité de la comparer à l'ancienne présentation.*

4 *L'appréciation de l'euro a contribué à cette évolution à travers des effets de valorisation positifs ces dernières années. Une autre façon d'analyser la variation relative peut donc consister à observer le ratio des quantités pour l'ensemble des pays : en 1999, les avoirs en dollars étaient 3,9 fois plus élevés que ceux en euros, contre 2,6 fois fin 2003.*

5 *Le Premier ministre japonais, M. Koizumi, a ainsi, par exemple, reconnu que la diversification des réserves était, d'une manière générale, préférable, mais n'a pas fait allusion à une quelconque modification à venir de la répartition des réserves de change du Japon (remarques formulées devant le Parlement japonais, 10 mars 2005). Lors d'une entrevue avec 4CAST (21 avril 2005), un gestionnaire de placements du ministère des Finances a confirmé que les réserves japonaises servaient essentiellement à intervenir sur les marchés de change, d'où une nécessité de conserver une forte part en dollars sans se soucier réellement de sa valorisation, la stratégie d'intervention sur les marchés n'ayant pas pour objet principal d'engendrer des revenus.*

6 *Selon Genberg (H.)* et alii *(2005), par exemple, la part en dollars des réserves de change n'est ainsi pas démesurée par rapport à celle de la zone dollar dans le PIB mondial.*

exemple de biais extrême en raison des contraintes réglementaires qui y existent. Plus que dans d'autres pays, la banque centrale chinoise peut donc :

• estimer qu'il existe un avantage à accumuler des réserves de change pour le compte du reste de l'économie ;

• mais ne voir, à ce stade, qu'un avantage limité à opérer une diversification au détriment du dollar et au profit d'autres devises étrangères, dans la mesure où les placements en dollars pour le pays entier permettent déjà de bénéficier de l'essentiel de la diversification souhaitée. Si celle-ci s'opérait au profit d'autres devises, elle n'accroîtrait en effet que de façon marginale cet effet de premier ordre. Cela corrobore l'idée selon laquelle l'éventuelle diversification des réserves de change au détriment du dollar pourrait n'intervenir que lentement en Chine.

Il faut reconnaître que le simple fait d'arrêter d'acheter des dollars puis des valeurs du Trésor américain (sans même parler de cessions nettes) est cependant parfois perçu par les opérateurs de marché comme un risque significatif en termes de volatilité du dollar [7]. Les réactions des marchés à certains commentaires formulés par divers responsables de banques centrales confirment l'existence de ce phénomène [8]. Les banques centrales prennent bien entendu en compte ce risque.

1|2 Diversification des instruments d'investissement utilisés

Ces dix dernières années, les instruments dans lesquels les banques centrales placent la majeure partie de leurs réserves de change ont également partiellement changé. D'une part, la diminution de l'encours de valeurs du Trésor américain, à la fin des années quatre-vingt-dix et au début des années deux mille, a contraint, dans une certaine mesure, les gestionnaires de réserves à élargir l'éventail des catégories d'actifs susceptibles de composer leurs portefeuilles. De plus grandes compétences en matière de gestion des portefeuilles et la disponibilité d'outils de gestion des risques plus sophistiqués ont également contribué à promouvoir la diversification des avoirs de réserve au profit de nouvelles catégories d'instruments, compte tenu des avantages qu'ils présentent en termes d'amélioration du couple rendement/risque. Cependant, ces changements sont intervenus lentement et la plupart des activités de gestion des réserves de change semble encore conserver une spécificité par rapport aux activités de gestion des portefeuilles privés.

Comme le résument bien McCauley et Fung dans le « Rapport trimestriel » de la Banque des règlements internationaux (BRI) de mars 2003, le choix des instruments par les gestionnaires de réserves a connu trois tendances successives.

Au milieu des années soixante-dix, afin d'accroître le rendement de leurs portefeuilles, ils ont commencé à diversifier leurs avoirs à court terme en délaissant les valeurs du Trésor américain au profit d'instruments monétaires privés ou d'instruments émis par la BRI, ce qui revenait à accepter un risque de signature plus important.

Dans un deuxième temps, ils ont rallongé l'échéance de leurs avoirs de réserve, acceptant ainsi un risque de marché plus élevé. Des données détaillées concernant la structure par échéances des valeurs du Trésor présentes dans les réserves de change ne sont pas disponibles. Cependant, le sentiment d'autres intervenants de marché confirme les conclusions de McCauley et Fung. Outre le souhait d'une plus grande diversification, l'évolution du marché, caractérisée par une baisse des rendements dans les années quatre-vingt-dix, a contribué à cette incitation à accroître le rendement des portefeuilles par l'acquisition de valeurs du Trésor américain d'échéances plus longues. D'un point de vue plus structurel, de nombreuses études ont montré que, pour les investisseurs opérant sur des horizons à moyen et long termes, l'allongement de la durée des placements permettait, en moyenne, de dégager une prime de terme positive, au prix, bien évidemment, d'une plus grande volatilité des comptes de résultat.

Au cours de la dernière phase, qui a débuté à la fin des années quatre-vingt-dix, afin d'accroître de nouveau leurs rendements, les gestionnaires de réserves ont partiellement délaissé les obligations du Trésor à long terme au profit de titres assortis d'un risque de signature plus important. Par exemple, les titres émis par les agences fédérales de refinancement hypothécaire (*government sponsored enterprises* — GSE)

7 *Donc de pertes pour les banques centrales détenant un montant important d'avoirs de réserves en dollars*

8 *Par exemple, des rumeurs, en février 2005, concernant l'éventuelle diversification des réserves de la Banque de Corée ont entraîné une appréciation de 2 % du won par rapport au dollar, soit une diminution de 2 % en valeur (mesurée en wons) des avoirs de réserve de la banque centrale.*

ont, temporairement, permis aux gestionnaires de réserves, non seulement de pallier la contraction du marché des valeurs du Trésor américain, mais également d'accroître la rentabilité de leur portefeuille dans un contexte marqué par des rendements relativement faibles [9].

Plusieurs sources de données existent sur la composition par instruments des investissements officiels étrangers en actifs libellés en dollars. Outre le FMI et la BRI, le Trésor américain, le Système fédéral de réserve et le Bureau d'analyse économique (BEA) enregistrent également des informations à ce sujet. Toutefois, ces sources diffèrent en termes de :

- domaine couvert ;
- calendrier ;
- valorisation ;
- méthodologie concernant l'enregistrement des avoirs.

En outre, pour des raisons de confidentialité, la diffusion des informations collectées est soumise à des restrictions, ce qui ne permet pas de déterminer avec certitude le montant précis de chaque type d'actifs détenus par les investisseurs étrangers, privés ou officiels. Par conséquent, la prudence doit guider nos conclusions [10].

Au total, cependant, malgré l'importance qualitative de la diversification menée par de nombreuses banques centrales, les analyses menées par McCauley et Fung [11] (portant sur les placements effectués aux États-Unis, recensés par les Treasury International Capital (TIC), et sur les dépôts en dollars détenus par les banques non résidentes des États-Unis, tirés des statistiques bancaires internationales de la BRI) indiquent qu'au cours des dernières années les banques centrales ne se sont détournées que de façon modérée des valeurs du Trésor américain. Des éléments récents, mis en évidence dans l'enquête de Pringle et Carver (2005), tendent certes à indiquer que les banques centrales sont déterminées à poursuivre la diversification de leurs portefeuilles au profit d'instruments au rendement plus élevé et d'obligations titrisées. Cependant, la majorité de leurs actifs continuent d'être concentrés sur des instruments classiques tels que les dépôts bancaires, les instruments de la BRI et les valeurs du Trésor américain.

On peut en conclure que, si des changements sont intervenus en matière de gestion des réserves de change, pour l'instant, ils ne semblent pas aussi importants que l'ampleur de l'accumulation de ces réserves elle-même.

2| Diversité des cadres institutionnels de gestion des réserves de change

Les réserves de change d'un pays sont traditionnellement regroupées dans un portefeuille de devises, conservées par la banque centrale avec l'objectif de pouvoir intervenir à tous moments sur les marchés de change, ce qui entraîne des exigences extrêmement fortes en termes de liquidité et de sécurité.

Cependant, s'agissant des pays dont les avoirs de réserve dépassent largement la taille du volant de liquidités nécessaire à des interventions de change, il n'est pas indispensable que la totalité de ces réserves soit placée dans des titres souverains extrêmement liquides et sans risque. Par conséquent, une partie des réserves de change, et plus généralement une partie des avoirs en devises détenus par les entités publiques, peut être gérée différemment.

Une partie des avoirs de réserve a ainsi pu faire l'objet, à un moment donné, d'un transfert au profit d'autres institutions que la banque centrale. C'est par exemple le cas du Fonds d'investissement de l'État de Singapour (*Government of Singapore Investment Corporation* — GIC). Un fond du même type vient d'être mis en place en Corée [12]. Ces institutions peuvent, dans une certaine mesure, être considérées comme mandatées par les différentes banques centrales comme des gestionnaires externes, alors que les avoirs qu'elles gèrent demeurent au bilan de la banque centrale. La Banque de Corée, par exemple, conserve, en cas d'urgence, la possibilité de liquider les actifs confiés : ceux-ci demeurent donc des réserves de change pour la banque centrale tout en

9 *Selon les données de l'enquête TIC (*Treasury International Capital*) du Trésor américain* (http://www.treas.gov/tic/fpis.html), *les achats par les institutions officielles de titres émis par les GSE ont atteint leur pic en 2000, avec 41 milliards de dollars environ.*

10 *Notons aussi que, à défaut de données d'ensemble concernant les achats de titres libellés en euros, l'analyse doit souvent se limiter aux seuls avoirs de réserve en dollars.*

11 *BRI 2003a ; BRI 2005*

12 *Le Fonds d'investissement coréen (*Korea Investment Corporation — *KIC) a débuté ses activités le 1er juillet 2005.*

étant gérés par le Fonds d'investissement coréen (KIC). Cependant, dans le cas du Fonds d'investissement de l'État de Singapour, une partie des fonds proviennent des excédents budgétaires cumulés et des cotisations salariales au Fonds de prévoyance de Singapour (*Singapore Central Provident Fund* — CPF), le régime de retraite national : ces fonds ne correspondent alors pas uniquement à des réserves de change à la disposition de la banque centrale. Les relations existant entre ces actifs en devises gérés par des institutions publiques extérieures à la banque centrale et la politique de change menée par la banque centrale varient en fait dans chaque cas particulier et ne sont pas toujours totalement transparentes [13].

Globalement, le principal objectif de ces institutions consiste à accroître le revenu à long terme des actifs en devises afin de préserver la valeur de ces actifs pour les générations futures (d'où les termes de « fonds des générations futures ou fonds patrimoniaux » qui les désignent parfois). Ces institutions peuvent également avoir d'autres objectifs comme conforter ou promouvoir le développement de la place financière nationale. Ces autres objectifs tendent cependant à obscurcir la distinction entre la politique monétaire et de change menée par la banque centrale et les politiques macroéconomiques ou macrofinancières du gouvernement, avec des conséquences qui restent à mieux appréhender. Quoi qu'il en soit, sous l'influence de ces évolutions, le type de gestion des réserves de change pratiqué par certaines banques centrales asiatiques (ou par les entités indépendantes précédemment mentionnées) commence à ressembler, dans une certaine mesure, à celui des sociétés privées de gestion d'actifs [14].

Toutefois, ce processus se déroule relativement lentement pour l'instant, dans la mesure où la diversification au détriment des instruments de réserve classiques se heurte à certaines limites. En effet, en matière de réserves de change, la priorité de la banque centrale reste de disposer de tous les moyens nécessaires à sa politique de change et elle doit veiller à ne pas faire naître de conflits d'objectifs (qui sont susceptibles d'apparaître si la maximisation des profits devient prioritaire). De plus, l'élargissement des placements vers de nouvelles catégories d'actifs comporte des risques supplémentaires de marché, de crédit et de communication. Les avancées en matière de diversification doivent ainsi être communiquées aux marchés avec transparence, mais aussi avec prudence, afin d'éviter les réactions négatives, et une volatilité accrue de certains marchés, comme cela a pu être le cas récemment après l'information selon laquelle les banques centrales asiatiques commençaient à se détourner des actifs en dollars.

3| Influence des différences entre marchés obligataires américains et européens

La taille, la profondeur et la liquidité des marchés font partie des paramètres les plus importants pris en compte dans la politique d'allocation d'actifs de tout investisseur, particulièrement pour des portefeuilles de grande taille. C'est donc évidemment le cas pour les politiques d'investissement des réserves de change.

D'après le « Rapport sur la stabilité financière dans le monde » (*Global Financial Stability Review*) publié par le FMI en juin 2005, le marché obligataire américain représente un encours d'environ 20 500 milliards de dollars, contre 13 500 milliards pour celui de la zone euro. La dette publique s'élève à 5 000 milliards de dollars aux États-Unis, contre 5 500 milliards dans la zone euro (avec, toutefois, une certaine fragmentation, le marché italien de la dette publique représentant environ 1 500 milliards de dollars, ceux de la France et de l'Allemagne près de 1 000 milliards chacun et celui de l'Espagne environ 500 milliards, selon le « Rapport trimestriel » de la BRI de mars 2005). Les titres de dette privés (titres de dette émis par les entreprises, titres adossés à des actifs, etc.) représentent 15 500 milliards de dollars aux États-Unis, contre 8 000 milliards dans la zone euro.

13 *Par ailleurs, des fonds de stabilisation, liés à la gestion des ressources naturelles, ont souvent été mis en place, comme le Fonds pétrolier d'État norvégien et le Fonds de stabilisation russe. Ces fonds sont, en général, alimentés par une partie des recettes provenant de l'exportation des ressources naturelles. Néanmoins, leurs fonctionnements sont variés. Ainsi, le Fonds pétrolier d'État norvégien aide à une stabilisation budgétaire à court terme, qui est obtenue par le lissage de l'incidence de l'évolution des cours du pétrole, mais agit également comme mécanisme d'épargne au profit des générations futures. En revanche, le Fonds de stabilisation russe est presque uniquement destiné à satisfaire les besoins à court terme budgétaires. Quoi qu'il en soit, les actifs de ces fonds de stabilisation ne sont pas comptabilisés dans les avoirs de réserve du pays, dans la mesure où ils ne proviennent pas des interventions de change et ne sont pas non plus utilisés à des fins de politique de change, même s'ils peuvent, dans certains cas, apparaître au bilan de la banque centrale, dans une rubrique distincte, « avoirs étrangers ».*

14 *En Europe également, on observe une diversification des portefeuilles au détriment des titres d'État et au profit des obligations de sociétés privées et parfois des actions, et ce afin d'accroître les revenus et de mieux répartir les risques.*

ENCADRÉ

Principaux détenteurs de titres des deux côtés de l'Atlantique

Il existe diverses sources de données pour suivre les investissements institutionnels étrangers et les portefeuilles d'actifs en dollars. Toutefois, il n'y a pas de données comparables disponibles pour le marché de la zone euro dans son ensemble : seules des données limitées peuvent être obtenues auprès des agences nationales de la dette ou des banques centrales nationales, ce qui ne permet que des conclusions approximatives s'agissant de la détention de titres financiers de la zone euro.

TITRES AMÉRICAINS

Aux États-Unis, la part estimée détenue par les étrangers dans le total des titres à long terme (obligations et actions) est passée de 9,7 %, en mars 2000, à 14,3 % (soit 5 418 milliards de dollars) en juin 2004 [1]. Les titres à court terme détenus par les étrangers représentent environ 588 milliards de dollars. Aucune distinction n'est faite ici entre les avoirs étrangers officiels et privés. Toutefois, d'après le Trésor américain, la part des avoirs officiels dans le total des investissements de portefeuille effectués aux États-Unis par les étrangers est relativement élevée quoique variable dans le temps [2].

Le rapport confirme également que les investisseurs institutionnels étrangers investissent en premier lieu en titres de dette du Trésor américain, bien qu'ils aient accru leurs placements en titres des agences fédérales et des entreprises américaines. Ainsi, sur le marché spécifique de la dette du Trésor américain, 52 % de l'encours total étaient détenus par des étrangers en juin 2004, en hausse par rapport à mars 2000 (35 % à l'époque), la majorité de ces titres (63 % environ) étant détenus par des organismes officiels étrangers. Les investisseurs privés étrangers détiennent toujours la majeure partie de leurs placements aux États-Unis sous forme d'actions, la part de leurs investissements en valeurs du Trésor américain restant pratiquement inchangée depuis 2000.

S'agissant de la structure par échéances de la dette américaine détenue par des investisseurs institutionnels étrangers, le rapport du Trésor américain montre que, en juin 2004, plus de 73 % de l'encours étaient constitués de titres d'une échéance inférieure ou égale à cinq ans, avec une concentration sur les émissions assorties d'une échéance comprise entre un et trois ans. La situation est similaire si l'on considère uniquement les obligations du Trésor américain. Néanmoins, cette concentration sur les échéances à court et moyen termes, plutôt que sur le segment à plus long terme de la courbe, ne fait que correspondre à la structure par échéances de l'encours des titres émis par le Trésor américain car, en 2004, seulement 34 % de l'encours total de la dette publique négociable étaient répartis sur des échéances supérieures à cinq ans.

S'agissant uniquement des titres qu'il émet, le Trésor américain publie également, mensuellement, des données relatives aux principaux détenteurs étrangers. Il convient certes d'être prudent s'agissant des conclusions que l'on peut en tirer, le Trésor américain soulignant lui-même le caractère imparfait de ces données [3]. Celles-ci sont cependant utiles car ventilées :

- *par pays ;*
- *entre avoirs étrangers officiels et non officiels.*

Japon

D'après ces données, les avoirs du Japon en valeurs du Trésor américain sont trois fois supérieurs à ceux du deuxième détenteur le plus important (la Chine continentale). Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2004, le Japon était à l'origine de plus de la moitié du total des achats de valeurs du Trésor américain par les non-résidents, même si, pour l'essentiel, ces acquisitions sont intervenues au cours du premier semestre de 2004. Le fait que le Japon ait été en permanence un acheteur important de titres du Trésor

1 *Cf. US Treasury (2005),* Report on foreign portfolio holdings of US securities as of 30 June 2004, *Département du Trésor, Banque fédérale de réserve de New York, juin 2005*

2 *Près de 40 % en moyenne, sur la période de 1974 à 1984, et 24 % environ (ou 1 320 milliards de dollars) d'après les données publiées en juin 2005 : ce recul, malgré une reprise récente, s'expliquant par le fait que l'augmentation des avoirs étrangers privés a été encore plus rapide que celle des avoirs officiels.*

3 *Par exemple, le biais lié à la conservation des titres contribue aux encours significatifs enregistrés dans certains centres financiers importants, y compris la Belgique, les Caraïbes, le Luxembourg, la Suisse et le Royaume-Uni, certains détenteurs étrangers confiant la conservation de leurs titres à des établissements qui ne se situent ni aux États-unis ni dans le pays de résidence du détenteur. Les portefeuilles du Royaume-Uni et des Caraïbes en valeurs du Trésor américain sont particulièrement difficiles à analyser, les investissements recensés pouvant être aussi bien liés aux activités de banques centrales ou au flux de pétrodollars qu'aux activités globales de fonds spéculatifs (*hedge funds*).*

américain était lié à ses interventions sur les marchés de change afin d'empêcher l'appréciation du yen, sachant que les autorités monétaires japonaises ne procèdent pas à un ajustement dynamique de la composition en devises de leurs réserves en fonction d'un benchmark *devise préétabli. Si l'on compare les données de* Treasury International Capital *avec celles fournies par le ministère des Finances japonais, on s'aperçoit que, sur un montant de 839 milliards de dollars, 85 % sont investis en titres étrangers, dont la majeure partie en valeurs du Trésor américain. Les autorités monétaires japonaises détiennent, par conséquent, un montant particulièrement important de ces valeurs par rapport aux autres institutions étrangères.*

Chine

De même que pour le Japon, la demande chinoise pour des actifs américains résulte d'interventions sur les marchés de change et, jusqu'à une période récente, les achats de devises de la Chine avaient un caractère plus automatique que ceux du Japon, en raison de son taux de change fixe par rapport au dollar. Par conséquent, l'une des hypothèses les plus communes est que la Chine a également investi une part très importante de ses réserves de change en valeurs du Trésor américain. Toutefois, les données de Treasury International Capital *ne confirment pas cette hypothèse, probablement en raison du « biais lié à la conservation des titres » (cf. note de bas de page n° 3), qui aboutit à une sous-estimation probable des avoirs réels de la Chine continentale en valeurs du Trésor américain. En outre, les données de TIC ne font apparaître que partiellement l'exposition de la Chine en dollars car, à la différence du ministère des Finances japonais, la banque centrale de Chine investit dans des actifs plus diversifiés. Enfin, il conviendra de suivre les conséquences de l'inflexion du régime de change intervenu en 2005. Pour l'instant, le renminbi demeure* de facto *étroitement arrimé au dollar. Néanmoins, les autorités chinoises disposent à présent d'une plus grande liberté pour :*

- *laisser flotter le renminbi au cours du temps, et donc pour acheter moins de devises ;*
- *modifier la composition en devises de leurs achats afin de diminuer l'importance du dollar ;*
- *modifier de façon plus globale le cadre de la gestion de leurs réserves de change.*

TITRES ZONE EURO

*Pour la zone euro, l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (*Coordinated Portfolio Investment Survey*) réalisée par le FMI, à fin 2002, indique que les États-Unis détenaient le plus important portefeuille de créances sur la zone euro, suivis par le Royaume-Uni, le Japon et la Suisse. Les États-Unis détenaient essentiellement des actions, alors que les portefeuilles du Royaume-Uni et du Japon étaient composés principalement de titres de dette. Toutefois, ces données ne fournissent pas de ventilation géographique au niveau des titres détenus comme avoirs de réserve ou par les organisations internationales.*

Le FMI réalise par conséquent deux enquêtes complémentaires afin d'établir une ventilation géographique des titres détenus comme avoirs de réserve. Il apparaît qu'en 2003, 55 % des titres détenus comme avoirs de réserve ou dans les portefeuilles d'investissement des organisations internationales étaient émis par des résidents des États-Unis et seulement 28 % par des résidents de la zone euro et ce, même si les actifs émis par les résidents américains ont, depuis 1997, reculé au profit de ceux émis par des résidents de la zone [4]. Pour les actifs américains, la répartition entre dette à long terme et dette à court terme s'établissait respectivement à 70 % et 30 %, tandis que les actifs de la zone euro étaient constitués à 80 % par des dettes à long terme, les 20 % restant étant des dettes à court terme. Dans la zone euro, plus spécifiquement, la majorité des actifs (plus de 78 %) détenus par des institutions officielles sont émis par l'Allemagne et la France. Si l'on peut établir que les portefeuilles officiels d'avoirs de réserve de change libellés en euros, qui représentent environ 740 milliards de dollars, sont, en grande partie, détenus sous forme de titres à long terme allemands et français, aucune conclusion ne peut cependant être formulée s'agissant de la ventilation géographique des banques centrales et des organisations internationales détenant ces avoirs.

En dépit des insuffisances de données [5], on peut conclure que, par rapport au marché américain des valeurs du Trésor détenues pour une part importante dans les réserves de change de pays tiers, seule une part mineure des titres d'État de la zone euro est actuellement détenue comme avoirs de réserve, la majeure partie étant détenue par des investisseurs résidents de la zone (sociétés d'assurance, OPCVM et autres institutions financières).

4 *Ceci est bien conforme à l'évolution de la composition en devises des portefeuilles de réserve décrite plus haut.*

5 *Il convient en effet de noter qu'aucune autre source de données fiables n'a été trouvée présentant une décomposition des principaux détenteurs de titres d'État italiens/allemands/français. Aucun des pays analysés ne publie actuellement de ventilation entre les détenteurs non-résidents officiels et privés de titres de dette souveraine et il est par conséquent difficile de parvenir pour la zone euro à une vision aussi claire que pour le marché des valeurs du Trésor américain.*

Il faut aussi noter que le marché secondaire européen demeure plus étroit que son équivalent américain. Les personnes interrogées dans le cadre d'une étude réalisée par BearingPoint [15] ont ainsi estimé que le volume moyen d'activité quotidienne sur le marché secondaire des titres à revenu fixe dans la zone euro s'établissait entre 60 milliards et 65 milliards d'euros. Plus de 70 % de ce volume (environ 44 à 50 milliards d'euros) concernent le marché des obligations d'État allemandes, italiennes et françaises. Ces montants représentent seulement un quart du volume moyen d'activité quotidienne estimé par la Banque fédérale de réserve de New York pour les États-Unis (environ 250 milliards de dollars). Le marché des titres des seules agences fédérales américaines est quasiment équivalent, en termes de volume d'activité quotidienne (45 milliards de dollars environ), au marché européen des obligations d'État. Par ailleurs, d'après une enquête informelle que nous avons réalisée auprès d'environ une douzaine des principaux teneurs de marché sur les marchés obligataires des États-Unis et de la zone euro, le marché américain demeure légèrement plus liquide en termes d'écarts entre prix vendeurs et prix acheteurs et de volume standard des transactions, même si les différences ne sont pas si marquées et ne sont pas les mêmes pour tous les types d'obligations [16].

En raison de ces différences de taille, de profondeur et de liquidité entre les marchés, les investisseurs disposant d'importantes liquidités à placer ont donc une certaine propension à privilégier le marché obligataire américain par rapport à celui de la zone euro. Les différences, que l'ont vient d'évoquer, tendent en fait souvent à attirer certains investisseurs d'abord vers le marché obligataire américain avant qu'ils se diversifient sur les marchés de la zone euro. La zone euro voit en effet son importance et son attractivité croître, mais c'est un processus lent (cf. l'enquête sur les banques centrales réalisée à l'automne 2004 par Pringle et Carver). Plus de la moitié des participants à l'enquête ont en effet déclaré que les marchés de la zone euro sont à présent aussi attractifs pour les placements que ceux des États-Unis. Ceci montre qu'il ne faut pas accorder une importance excessive à certaines imperfections du marché obligataire de la zone euro et que les améliorations en cours en augmentent progressivement l'attractivité.

L'utilisation croissante des produits dérivés, par exemple les contrats à terme ou les *swaps* de taux d'intérêt, diminue également l'importance du degré de liquidité des instruments de placement, le recours à ces produits dérivés permettant de dissocier les prises de position de la gestion de la liquidité. Or, la profondeur et la liquidité des marchés de produits dérivés sont généralement très satisfaisantes, aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro. Par conséquent, les différences en termes de taille et de structure entre les marchés américains et ceux de la zone euro ne doivent pas être surestimées dans l'explication de l'allocation d'actifs sur les portefeuilles de réserves de change.

4| Incidences sur les dynamiques de marché

Cette étude indique que, dans l'ensemble, la gestion des portefeuilles de réserves de change semble toujours soumise (en Asie comme dans d'autres parties du monde) à des contraintes plus fortes que celles s'appliquant aux portefeuilles privés. Les décisions d'investissement concernant les réserves de change paraissent également moins sensibles aux variations de prix des actifs financiers que celles prises par les gestionnaires de portefeuilles privés. Les différences en matière de gestion entre les deux catégories de portefeuille peuvent expliquer leurs différences d'impact sur le marché. Les canaux par lesquels les investissements de réserves de change influencent les marchés sont multiples. Cela rend difficile les tentatives de quantification (dont les résultats sont parfois contradictoires). Cependant, sous un angle qualitatif et de façon non exhaustive, on peut mentionner les canaux suivants.

• Compte tenu de la conjonction d'opérations d'investissement d'une ampleur particulière, de leur concentration sur le marché des valeurs du Trésor américain et de leur relative insensibilité aux

15 *Cf. BearingPoint,* The electronic bond market 2005, *Study Documentation, Francfort, 2005*

16 *La différence semble, par exemple, la plus importante sur le marché monétaire, où l'écart entre prix acheteurs et prix vendeurs pour les bons du Trésor américains à 6 mois est annoncé entre 0,25 et 1 point de base, tandis que, pour des instruments comparables dans la zone euro, il s'établit entre 1 et 2 points de base (ou même 4 points de base pour une contrepartie). Pour les emprunts publics à dix ans de référence,* on-the-run, *plusieurs contreparties présentent des* spreads *similaires sur les marchés américains et sur ceux de la zone euro (ou même des écarts plus réduits dans la zone euro, mais la dispersion semble alors plus importante, avec plusieurs contreparties affichant aussi des* spreads *nettement plus larges que sur les marchés américains).*

variations de taux, les opérations relatives à la gestion des réserves de change asiatiques ont pu avoir une incidence spécifique sur les marchés obligataires et entraîner une baisse des taux d'intérêt à moyen et long termes aux États-Unis. Certains fonds privés peuvent certes gérer des portefeuilles de taille comparable à celle des différents portefeuilles de réserves de change asiatiques, mais cela est rare. En outre, ces portefeuilles privés sont beaucoup plus diversifiés avec, en général, une subdivision en plusieurs portefeuilles investis sur des types d'actifs distincts, ce qui entraîne un impact plus faible de leurs opérations sur les marchés. Ainsi, l'incidence sur les marchés des opérations liées aux réserves de change asiatiques reste probablement nettement plus marquée que celle des portefeuilles privés. En cas de modification de l'accumulation de réserves de change, ou de la façon dont ces réserves sont placées, il ne peut donc être exclu que cela contribue à des corrections sur les prix de certains types d'actifs.

• Le comportement habituel des banques d'investissement, en réaction aux actions des banques centrales elles-mêmes, peut aussi contribuer à un impact sur les dynamiques de marché. Premièrement, si l'on retient que les flux financiers peuvent parfois avoir une incidence plus forte que les fondamentaux économiques, en théorie comme en pratique, on peut penser que les teneurs de marché cherchent à tirer profit de leurs informations sur les achats assez systématiques de valeurs du Trésor américain par certaines banques centrales. Deuxièmement, les opérateurs de marché ont souvent le sentiment que la stratégie des banques centrales asiatiques en matière de gestion des réserves de change contient des informations spécifiques (notamment dans les cas où la gestion des réserves de change manque de transparence). Leurs réactions peuvent alors déclencher des variations particulières des prix de marché ou amplifier leur volatilité.

Cependant, toute incidence sur le marché dépend largement du contexte dans lequel les opérations concernées se déroulent. Or, ces dernières années, les achats massifs de valeurs du Trésor américain par les banques centrales asiatiques ont coïncidé avec une demande croissante des fonds de pension et des sociétés d'assurance-vie. En outre, aux États-Unis, tant l'orientation de la politique monétaire que celle de la politique budgétaire ont fortement fluctué et ont sensiblement influencé les marchés pendant cette période (avec, notamment, la diminution de l'offre de valeurs du Trésor américain, compte tenu des excédents budgétaires enregistrés à la fin des années quatre-vingt-dix et les craintes de déflation en 2002-2003). Par conséquent, il est difficile de dissocier clairement tous les facteurs qui ont contribué à l'évolution des taux d'intérêt à long terme et à leur bas niveau actuel.

À l'avenir, l'incidence des variations dans l'accumulation de réserves de change par les banques centrales asiatiques (et spécifiquement dans leurs achats de valeurs du Trésor américain) dépendra des modalités de remplacement par des flux d'investissement privés ou semi-privés des mêmes pays ou d'autres parties du monde.

Dans ce contexte, une problématique d'actualité concerne le rôle que pourraient jouer les pétrodollars et on peut, à ce sujet, noter quelques différences avec l'accumulation de réserves par les pays asiatiques. D'une part, l'accumulation accrue d'avoirs en devises par les pays exportateurs de pétrole contribue à une plus grande diversification de flux de capitaux vers les marchés américains : ces nouveaux flux d'investissement aux États-Unis diversifient les flux provenant des banques centrales asiatiques, en y ajoutant ceux provenant de pays aux besoins et objectifs différents et variés (Moyen-Orient, Russie, Norvège, etc.) ; ils semblent investis dans des classes d'actifs plus variées ; ils paraissent plus sensibles aux variations de prix d'actifs dans leurs politiques d'investissement.En revanche, il pourrait en résulter une augmentation de la volatilité de certains marchés, car cette plus grande diversification paraît s'accompagner d'un plus grand appétit pour le risque, que traduisent des achats d'actifs plus risqués et des politiques d'investissement moins stables et moins transparentes. Il restera à voir, à l'avenir, comment ces différents types d'impact sur les dynamiques de marché se conjugueront.

Bibliographie

Banque centrale européenne (2005)
"*Review of the international role of the euro*", janvier

Banque des règlements internationaux (2003a)
"*Choosing instruments in managing dollar foreign exchange reserves*", R. N. McCauley, B. S. C. Fung, *Quarterly Review*, Bâle, mars

Banque des règlements internationaux (2003b)
"*Reaching for yield: Selected issues for reserve managers*", E. M. Remolona, M. A. Schrijvers, *Quarterly Review*, Bâle, septembre

Banque des règlements internationaux (2005)
"*Overview: Low yields in robust economies*", F. Packer, P. D. Woolridge, *Quarterly Review*, Bâle mars

Banque fédérale de réserve de New York (1998)
"*Foreign Ownership of U.S. Treasury Securities: What the Data Show and Do Not Show*", Current issues in Economics and Finance, mai

Bernanke (B.S.), Reinhart (V. R.) et Sack (B.P.) (2005)
"*Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*", Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C

Deutsche Bank (2005)
"*The Bond Puzzle*", mars

Eichengreen (B.) (1998)
"*The Euro as a reserve currency*", Journal of the Japanese and International Economies

Eichengreen (B.) (2005)
"*Sterling's past, dollar future: Historical perspectives on reserve currency composition*", NBER Working No 11336

Evans (M.) and Lyons (R.) (2002)
"*Order flow and exchange rate dynamics*", *Journal of Political Economy*, vol 110 n°1

Fond monétaire international (2004)
"*Guidelines for foreign exchange reserve management*", Washington DC

Fond monétaire international (2005)
"*Norway: Selected issues*", IMF country report n° 05/197, Washington DC, avril

Frey (L.) et Moec (G.) (2005)
« Taux long américains et interventions des banques centrales étrangères », *Bulletin de la Banque de France*, juin

Genberg (H.), McCauley (R.), Park (Y.C.) et Persaud (A.) (2005)
"*Official reserves and currency management in Asia: Myth, reality and the future*", ICMB, CEPR, 28 avril (draft)

Goldman Sachs (2004)
"*How much is Asian buying worth?*", *Global Markets Research Daily*, 9 décembre

Goldman Sachs (2005)
"*Asian Central Bank Buying – the Beginning of the End?*" & "*Exuberant Reserve Accumulation*", *Global Viewpoints*, avril

Higgins (M.) and Klitgaard (T.) (2004)
"*Reserves accumulation: Implications for global capital flows and financial markets*", Current issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, septembre

JP Morgan (2004)
"*The Asian currency-policy link to US interest rates*", US fixed income markets weekly, 6 février

Merrill Lynch (2005)
"*The Changing Role of Central Bank Reserves (Part I and II)*", Emerging Markets Daily, février

Morgan Stanley (2005)
"*Reserves diversification by the Asian central banks*" & "*Are central banks really diversifying?*", février

Pouvelle (C.) (2006)
« Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », *Bulletin de la Banque de France*, mars

Pringle (R.) et Carver (N.) eds (2003)
"*How countries manage reserve assets*", Central Banking Publications, Londres

Pringle (R.) et Carver (N.) eds (2005)

"*Trends in reserve management – survey results*", RBS Reserve Management Trends 2005, Central Banking Publications, Londres

Pritsker (M.) (2002)

"*Large investors and liquidity: A review of the literature*", Third central bank research conference on risk measurement and systemic risk, Bâle, mars

Pritsker (M.) (2002)

"*Large investors: Implications for equilibrium assets returns, shock absorption and liquidity*", Board of Governors of the Federal Reserve System, (draft)

The Bond Market Association (2005)

"*Research Quarterly*", New York, février

US Treasury (2005)

"*Annual survey of foreign holdings of US securities*", juin

La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce

Mireille BARDOS
Direction des entreprises
Observatoire des entreprises

Djamel STILI
Contrat CIFRE
à l'Observatoire des entreprises

Parmi les nombreux canaux de transmission du risque de défaillance des entreprises, le crédit interentreprises a souvent été cité. Cet article présente certains des résultats de la thèse de Djamel Stili obtenus par une étude empirique sur la Centrale des incidents de paiement sur effets de commerce (CIPE).

Cette base de données a d'abord permis d'identifier les interdépendances entre secteurs via les impayés sur effets de commerce. Ensuite, le rapprochement de la CIPE avec la base comptable FIBEN a mis en évidence le lien entre le risque d'impayés et le solde du crédit interentreprises, les firmes en position emprunteuses apparaissant plus risquées que celles en position prêteuse qui sélectionnent davantage leur clientèle. Enfin, l'étude de la contagion du risque, par une technique d'appareillement d'échantillons, a montré que la transmission du risque ne s'exerce que si les montants en jeu sont importants pour la firme qui les subit.

Mots clés : contagion, diffusion du risque, estimateur par appareillement, taux de défaut, probabilité de défaut, impayés, incidents de paiement, effets de commerce, crédit interentreprises, solde commercial

Codes JEL : C44, C51, C53, C61, G33

1| Le crédit interentreprises, le cycle d'activité de l'entreprise et la surveillance de la stabilité financière

Le crédit interentreprises [1] tire son origine de la pratique commerciale, plus précisément des facilités de paiement consenties par les fournisseurs à leurs clients. Le crédit client correspond aux créances provenant du décalage temporel entre l'instant où le client prend possession d'un bien ou d'un service et le moment où il paye effectivement son fournisseur. Le crédit dont le paiement est fixé à une date déterminée d'échéance prend le plus souvent la forme d'un effet de commerce. Pour le fournisseur (le tireur), la lettre de change ou le billet à ordre est un effet à recevoir. Pour le client (le tiré), c'est un effet à payer.

Au cours du cycle productif de l'entreprise, les dettes fournisseurs contribuent au financement des créances clients et des stocks. Le plus souvent, elles ne les couvrent pas en totalité et il en résulte des besoins en fonds de roulement [2]. Certaines entreprises et certains secteurs spécifiques peuvent toutefois bénéficier de ressources en fonds de roulement. C'est notamment le cas pour le négoce de détail et pour quelques activités à cycle long où les avances et acomptes clients sont importants et viennent financer les stocks de produits en cours.

L'ajustement des paiements commerciaux, synthétisé par le solde du crédit interentreprises [3], joue un rôle déterminant dans l'équilibre financier de l'entreprise. Un allongement du délai fournisseurs peut procurer de la trésorerie, bénéfique à l'entreprise. Une telle évolution peut aussi être le signe de difficultés que l'on cherche à reporter. Une augmentation prolongée des délais fournisseurs est ainsi souvent un clignotant du risque d'insolvabilité comme l'ont montré les travaux sur la détection précoce des défaillances d'entreprises [4].

Les créances commerciales nettes des avances et acomptes reçus ont représenté selon l'INSEE 389,3 milliards d'euros en 2000 et 413,4 en 2003. Aux mêmes dates, les dettes fournisseurs, nettes des avances, étaient de 338,5 et 399,4 milliards d'euros. Le solde du crédit interentreprises a ainsi fléchi de 50,8 à 14 millions d'euros, tendance confirmée par les études réalisées à partir des données comptables individuelles [5]. Si les dettes fournisseurs équilibrent en bonne partie ces créances commerciales, il n'en demeure pas moins que l'importance de ces créances et dettes est considérable et qu'elles font apparaître un besoin de financement net pour les entreprises. Comparativement, les crédits de trésorerie accordés aux entreprises par les établissements de crédit s'élevaient en 2000 et 2003 à 164,1 et 144,5 milliards d'euros. En structure du bilan, les chiffres ne sont pas moins éloquents. Par exemple, en 2003, dans l'industrie, les dettes fournisseurs ont représenté 103 % de l'endettement financier [6] et 219 % de l'endettement bancaire.

Le suivi des incidents de paiement sur effets de commerce constitue dès lors un instrument de surveillance du risque de défaut particulièrement utile, en particulier du fait des effets de contagion susceptibles de se produire lorsqu'un client important de l'entreprise n'honore pas son règlement.

La Banque de France collecte cette information auprès des banques et l'utilise pour la cotation des entreprises. L'enregistrement d'impayés sur effets de commerce, hormis les cas où ils sont dus à un litige, est en effet fréquemment annonciateur d'une défaillance.

Les entreprises cotées 8 ou 9 par la Banque de France, c'est-à-dire celles qui ont des impayés importants, présentent des taux de défaillance à l'horizon d'un an supérieurs à 11 %, tandis que les entreprises cotées 6 [7], qui n'ont souvent que peu de fonds propres mais sont encore en mesure de respecter les échéances commerciales, ont des taux de défaillance à l'horizon d'un an inférieurs à 5 % [8].

1 *Bardes (B.) (2005), Stili (D.) (2004), Dietsch-Kremp (1996 et 1998)*
2 *Besoins en fonds de roulement d'exploitation = stocks + créances clients – dettes fournisseurs – avances et acomptes reçus + avances et acomptes versés*
3 *Solde du crédit commercial = créances clients – dettes fournisseurs*
4 *Bardos (M.), Foulcher (S.), Bataille (É.) (2004)*
5 *Bardes (B.), Nivelais (M.) (2005)*
6 *Endettement financier = obligations + endettement bancaire + autres emprunts*
7 *Notation la plus péjorative pour des entreprises n'ayant connu ni procédure judiciaire ni impayés sur effets de commerce importants.*
8 *Cf. internet :* www.banque-france.fr/Organisation et activités/Services rendus/Information sur les entreprises non financières/la cotation de la Banque de France

ENCADRÉ 1

La cotation : une appréciation synthétique

La « cotation Banque de France » est composée de deux éléments :

- *une cote d'activité, déterminée par le niveau du chiffre d'affaires ;*
- *une cote de crédit, qui reflète l'appréciation de la BDF sur la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements financiers à un horizon de trois ans :*

3++ : excellente
3+ : très forte
3 : forte
4+ : assez forte
4 : acceptable
5+ : assez faible
5 : faible
6 : très faible
7 : nécessitant une attention spécifique
8 : menacée, compte tenu des incidents de paiement déclarés
9 : compromise, les incidents déclarés dénotant une trésorerie très obérée
P : entreprise en procédure judiciaire (redressement ou liquidation)
0 : aucune information défavorable et absence de documentation comptable

2| Les incidents de paiement sur effets de commerce et le risque de défaut

L'étude du risque de crédit aux entreprises a longtemps porté sur l'étude des défaillances au sens de l'ouverture d'une procédure judiciaire. Avant d'en arriver à cette extrémité, les entreprises en difficulté retardent souvent leur paiement vis-à-vis de leurs partenaires (fournisseurs, État et organismes sociaux, banquiers, apporteurs de capitaux *via* les obligations et autres financements de marché, salariés).

Les incidents de paiement sur effets de commerce sont enregistrés dans le Fichier central d'incidents de paiement sur effets (CIPE) de la Banque de France lors de la première présentation, mais aussi éventuellement lors des présentations suivantes. Un même effet de commerce peut ainsi être enregistré plusieurs fois dans le fichier CIPE.

Les données enregistrées dans le fichier portent sur l'identification du débiteur (numéro SIREN, dénomination de l'entreprise ou de l'entité économique [9] et secteur d'activité), les caractéristiques de l'effet de commerce (date d'échéance, montant, motif de non-paiement, date du rejet) et, depuis 1998, l'identité du tireur.

Les motifs de non-paiement peuvent être regroupés en trois grandes catégories :

- des motifs techniques : relevé d'identité bancaire inexploitable, destinataire non reconnu, créance non identifiable… ;

- des motifs qui reflètent une incapacité de payer : prorogation, provision insuffisante, décision judiciaire, dépôt de bilan… ;

- des motifs de contestation de la créance : reçu à tort, déjà réglé, montant ou date d'échéance contesté…

Une même entreprise peut avoir plusieurs impayés vis-à-vis de différents partenaires (ou le même). En les retenant tous, mais en excluant les répétitions d'un même impayé, le nombre d'impayés enregistrés s'établit à 745 810 en 2001. En se limitant au motif « incapacité de payer », ce nombre tombe à 435 455 pour un montant global de 1 033 millions d'euros, soit une moyenne par impayé de 2 373 euros.

9 *Par la suite, seul le terme « entreprise » sera employé, bien qu'il puisse s'agir d'une entité économique telle que, par exemple, une administration ou une collectivité locale répertoriée dans le secteur ER de la nomenclature INSEE en NES 16.*

105 411 entreprises débitrices et 58 266 entreprises créancières sont concernées. Le montant moyen d'impayés par entreprise débitrice est de 9 800 euros, avec une médiane à 2 662 euros et un troisième quartile à 7 841 euros, ce qui révèle une assez grande dispersion avec quelques impayés de montant élevé.

Une même entreprise peut, à la fois, être cliente et fournisseur. En temps que cliente, elle est débitrice vis-à-vis de ses fournisseurs, et éventuellement leur inflige des impayés. En temps que fournisseur, elle est en position de créancière et peut subir des impayés de la part de ses clients.

Les impayés peuvent être agrégés en croisant secteurs débiteurs et secteurs créanciers. L'interdépendance entre secteurs, *via* les incidents de paiement sur effets de commerce, peut alors être mise en évidence (cf. paragraphe 3).

De la description par impayé, on peut passer à la description par entreprise, en cumulant à chaque date ses impayés, rendant ainsi possible l'analyse du risque de l'entreprise en tant que cliente. Parallèlement, l'identification de l'entreprise qui subit l'impayé permet une analyse du point de vue du fournisseur.

Cependant, en fonction du solde commercial (créances-dettes) qu'elle enregistre, l'entreprise se situe dans la chaîne du crédit interentreprises dans une position de prêteur (solde positif) ou d'emprunteur (solde négatif). Sa vulnérabilité aux impayés peut alors dépendre de cette position. L'étude en est abordée au paragraphe 4.

Enfin, le phénomène de contagion du risque de défaillance *via* les impayés sur effets de commerce est étudié au paragraphe 5.

3| L'interdépendance entre secteurs *via* les incidents de paiements sur effets de commerce

Les informations issues de la CIPE permettent de décrire l'interdépendance entre secteurs. En effet, dans chaque secteur, il y a des entreprises (débitrices) qui ne paient pas leurs fournisseurs à l'échéance et des entreprises (créancières) qui subissent des impayés de la part de leurs clients. Certaines entreprises peuvent avoir les deux positions.

Pour analyser les positions relatives entre secteurs, deux calculs peuvent être menés : soit les impayés sont cumulés selon les secteurs auxquels appartiennent les entreprises débitrices responsables des incidents de paiement, soit les impayés sont cumulés selon les secteurs auxquels appartiennent les fournisseurs subissant les retards de paiement.

L'étude de ces montants conduit à deux tableaux :

- la présentation par secteur client de la ventilation des dettes fournisseurs impayées ;

- la présentation par secteur fournisseur de la ventilation des créances clients impayées.

L'interdépendance financière *via* les impayés entre les secteurs apparaît alors explicitement. Ce canal sectoriel de transmission des risques doit être surveillé avec soin. Car si un retard de paiement d'un fournisseur peut être un moyen pour une entreprise de pallier des difficultés temporaires en obtenant une aisance de trésorerie, la prolongation d'une telle situation révèle des difficultés plus avérées de la part du débiteur qui risquent d'obérer la situation du créancier.

La multiplication de ces scénarios peut impacter le contexte économique de tout un secteur et le risque peut se contaminer progressivement à un champ plus étendu de l'économie.

C'est pourquoi la contagion des risques *via* le crédit interentreprises, son importance et sa vitesse de propagation doivent être étudiées.

Une telle connaissance aide à anticiper le cycle économique et ses effets sur d'autres acteurs économiques, articulant défauts sur effets de commerce, défauts sur dettes bancaires, défauts sur financement de marché et enfin procédures judiciaires.

Des tableaux sur l'année 2001 tels qu'ils ont été réalisés dans l'étude Stili (2004) fournissent un instrument de surveillance de la stabilité financière.

Ainsi, selon cette étude, en 2001, sur un total d'impayés [10] de 1 033 millions d'euros, les principaux secteurs

10 Pour impossibilité de payer et sans doublons

productifs [11] sont responsables d'impayés, en tant que clients, pour un montant de 956 millions d'euros, tandis qu'ils subissent eux-mêmes, en tant que fournisseurs, 928 millions d'euros d'impayés. Ces impayés ne représentent, toutefois, qu'une très faible part des dettes fournisseurs (371 427 millions d'euros) et des créances clients (435 564 millions d'euros).

Les impayés subis par les fournisseurs se répartissent différemment selon les secteurs. L'industrie en subit 245 millions d'euros, le commerce 500 millions d'euros et la construction 57 millions d'euros, comparativement à des créances clients qui s'établissent respectivement à 177 902 millions d'euros, 103 774 millions d'euros et 32 248 millions d'euros.

Les secteurs clients responsables de ces impayés varient considérablement d'un secteur fournisseur à l'autre. Par exemple, les impayés subis par l'industrie des biens intermédiaires (101 millions d'euros) sont dus principalement à d'autres entreprises du même secteur (16 % des impayés), à des entreprises de la construction (20 %), du commerce de gros (16 %) et de l'industrie des biens de consommation courante (16 %). Concernant le secteur automobile qui a subi en 2001 pour 77 millions d'euros d'impayés, ceux-ci proviennent essentiellement du secteur du commerce et réparation automobile (42 %), de l'industrie automobile elle-même (11 %), des biens intermédiaires (8 %), des services aux particuliers (7 %).

Dans le commerce, c'est surtout le commerce de gros qui subit des impayés (397 millions d'euros, soit 80 % des impayés subis) en provenance du commerce de détail (29 %), de la construction (27 %), du commerce de gros (14 %).

Les matrices établies sur la CIPE révèlent où se situent les principaux canaux de transmission de contagion du risque *via* le crédit interentreprises. Leur construction annuelle permet d'étudier l'évolution de ces interdépendances et les intensifications des corrélations de risque qu'ils peuvent révéler.

4| L'analyse du risque des positions débitrice et créancière dans le crédit interentreprises

Le solde du crédit interentreprises de chaque firme peut être calculé à partir de son bilan s'il est disponible dans FIBEN. Il s'obtient comme la différence entre les créances clients et les dettes fournisseurs. Un solde positif place l'entreprise en position de prêteur, un solde négatif en position d'emprunteur.

Une entreprise en position de prêteur dans la relation du crédit interentreprises joue un rôle d'intermédiaire financier. Cette position de prêteur induit pour elle une charge financière.

En rapprochant le solde du crédit interentreprises calculé grâce à FIBEN des données de la CIPE, il est possible d'étudier le risque client en apportant un éclairage sur l'asymétrie d'information entre client et fournisseur. En effet, les entreprises qui prêtent cherchent, comme les banques, à évaluer le risque de leurs clients. Elles devraient accorder des crédits plus importants aux clients dont le risque est faible et, à l'inverse, se prémunir du risque d'impayés en sélectionnant attentivement leur clientèle ou en réclamant des avances importantes aux clients qu'elles estiment risqués.

Dans un contexte économique stable, ce comportement devrait induire un moindre risque pour les entreprises qui accordent des délais importants à leurs clients, dans la mesure où ceux-ci auront été préalablement sélectionnés.

Afin d'étudier statistiquement la liaison entre le risque de défaut de paiement et le solde du crédit commercial, les firmes dont le bilan est disponible dans FIBEN ont été réparties par tailles d'effectifs salariés (cf. tableau 1) et par classes de solde du crédit interentreprises (CIE) (cf. tableau 2).

Tableau 1 Définition et importance relative des tailles d'entreprises

(en %)

	TPE moins de 20 salariés	PME de 21 à 399 salariés	GE plus de 400 salariés
Nombre	58,3	40,2	1,5
Chiffre d'affaires	14,0	44,0	42,0
Montant d'impayés	14,0	46,0	40,0

Source : Banque de France – FIBEN

11 Industrie, énergie, construction, transport, commerce, services

Tableau 2 Répartition des 147 103 entreprises par tailles et classes de solde CIE

	Position emprunteuse				Position prêteuse				Ensemble	%
	s < -120	-120 ≤ s <- 30	-30 ≤ s < -10	-10 ≤ s < 0	0 ≤ s < 10	10 ≤ s < 30	30 ≤ s < 120	120 ≤ s		
TPE	629	11 579	15 175	9 764	9 173	14 768	22 721	1 922	85 731	58,3
PME	196	4 746	8 753	4 806	4 992	10 816	23 438	1 400	59 147	40,2
GE	3	166	283	177	198	421	918	59	2 225	1,5
Total	**828**	**16 491**	**24 211**	**14 747**	**14 363**	**26 005**	**47 077**	**3 381**	**147 103**	**100,0**
%	0,6	11,2	16,4	10,0	9,8	17,7	32,0	2,3	100,0	

Source : Banque de France – FIBEN

Ces classes sont définies à partir du ratio s = 360 x solde CIE / chiffre d'affaires (en jours), réparti en 8 intervalles. Si s est négatif, l'entreprise est emprunteuse, si s est positif, l'entreprise est prêteuse.

Deux mesures du risque subi sont proposées pour chaque taille et classe :

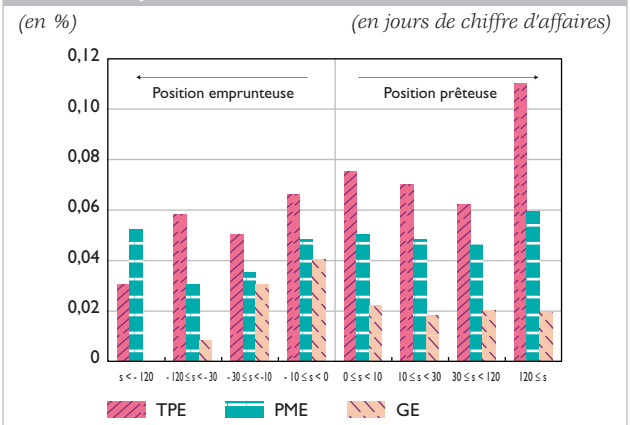
- le montant non remboursé à l'échéance rapporté au chiffre d'affaires du fournisseur (graphique 1) ;
- le montant non remboursé à l'échéance rapporté aux créances clients du fournisseur (graphique 2).

Le risque, exprimé en montants non remboursés comparativement au chiffre d'affaires, montre que la part des montants concernés est d'autant plus importante que la taille de l'entreprise est petite. Ainsi, le risque semble mieux maîtrisé au fur et à mesure que la taille augmente : si les grandes subissent plus fréquemment des impayés, du fait qu'elles ont beaucoup de partenaires commerciaux, en revanche, le montant du préjudice est proportionnellement moindre.

Le lien entre préjudice subi et importance de la position « emprunteuse » ou « prêteuse » dépend de la taille de l'entreprise et se trouve probablement brouillé par l'effet secteur qui détermine l'importance du crédit interentreprises. Il n'en demeure pas moins que les grandes entreprises en position prêteuse semblent bien contrôler leur risque client puisque la part des montants non remboursés à l'échéance n'augmente pas avec le fait d'être davantage prêteuse.

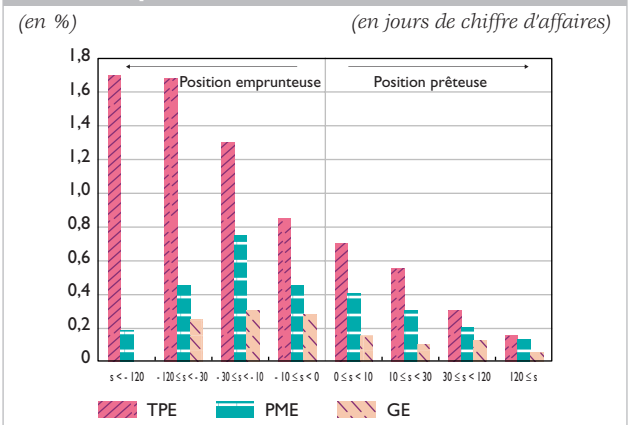
On apporte un autre éclairage en rapportant le montant d'impayés subis par le fournisseur au montant de ses créances clients.

Graphique 1 Montants non remboursés à l'échéance / chiffre d'affaires du fournisseur selon l'importance du ratio s



Note : s = 360 x solde du crédit interentreprises / chiffre d'affaires par tailles d'entreprise
Source : Banque de France – FIBEN et CIPE

Graphique 2 Montants non remboursés à l'échéance / créances clients du fournisseur selon l'importance du ratio s



Note : s = 360 x solde du crédit interentreprises / chiffre d'affaires par tailles d'entreprise
Source : Banque de France – FIBEN et CIPE

Tableau 3 Répartition des entreprises industrielles dans les classes de risque
Répartition de leurs dettes bancaires et de leurs dettes fournisseurs

(en %)

		Classes de risque				
		Très risqué 1 et 2	Risqué 3 et 4	Neutre 5 et 6	Favorable 7 et 8	Très favorable 9 et 10
Nombre d'entreprises	1998	5,24	13,41	14,69	39,40	27,26
	1999	5,09	12,16	14,16	40,10	28,48
	2000	4,72	11,33	13,74	40,73	29,48
	2001	4,67	11,17	12,85	40,25	31,06
	2002	5,63	11,27	12,21	38,91	31,98
	2003	5,53	11,70	11,70	38,44	32,64
Dettes bancaires	1998	5,82	14,68	17,40	45,22	16,88
	1999	5,07	11,26	16,36	49,27	18,05
	2000	7,16	12,19	18,70	44,15	17,80
	2001	5,52	15,79	21,63	37,90	19,16
	2002	7,76	14,11	16,40	42,23	19,50
	2003	6,96	12,19	16,75	42,67	21,43
Dettes fournisseurs	1998	3,61	15,62	9,99	47,69	23,09
	1999	4,09	9,12	9,94	53,07	23,78
	2000	2,52	9,11	10,78	48,31	29,28
	2001	5,25	11,97	15,87	37,31	29,60
	2002	5,93	8,29	9,77	45,81	30,20
	2003	5,81	9,59	10,07	41,63	32,91

Source : Banque de France – FIBEN

L'effet taille joue dans le même sens que précédemment, mais les écarts entre les tailles s'atténuent très fortement chez les prêteuses. Comparativement à leurs créances clients, plus les firmes sont prêteuses, moindre est le montant d'impayés. À l'inverse, les emprunteuses connaissent des montants d'impayés plus importants, relativement à leurs créances clients.

Ainsi, une plus grande vigilance serait exercée par les firmes structurellement prêteuses quant à la qualité de leurs débiteurs.

Ces résultats semblent confirmés dans d'autres travaux sur l'analyse du risque de crédit. En particulier, sur les données comptables de FIBEN, les dettes bancaires, d'une part, et les dettes fournisseurs, d'autre part, ont été réparties en fonction du risque de défaillance des entreprises appréhendé par les classes de risque liées au score BDFI2 (cf. tableau 4). Il apparaît que, dans les classes risquées, la part des dettes fournisseurs est plus faible que la part des dettes bancaires, et cela quelle que soit la phase du cycle (favorable en début de période, défavorable en fin de période). Les fournisseurs sélectionneraient mieux leurs clients que les banques.

Ceci pourrait s'expliquer par une moindre asymétrie d'information entre entreprises qu'entre l'entreprise et ses banquiers. Toutefois, cela doit aussi être relativisé, car il est possible que la faculté de délaisser des clients trop risqués soit plus aisée pour une entreprise que pour un banquier.

Tableau 4 Score BDFI2 : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 7,65 %

Limites des intervalles de score	– 1,8	– 0,3	0,4	1,6	
Classe de risque	1 + 2	3 + 4	5 + 6	7 + 8	9 + 10
Probabilité de défaillance (en %)	39,96	20,73	10,21	3,30	0,64

NB : Les dix classes habituellement présentées sont ici regroupées deux à deux pour simplifier la présentation.
Note : BDFI2 : score mis au point à la Banque de France sur le secteur Industrie, divisions NAF : 13 à 22 et 24 à 37. Les classes de risque sont définies par des intervalles de score où le risque de défaillance est assez homogène pour permettre le calcul de probabilité de défaillance à l'horizon de trois ans.
Source : Banque de France

Les entreprises qui prêtent plus qu'elles n'empruntent dans le cadre du crédit interentreprises se prémuniraient mieux contre les risques de non-remboursement. Les firmes en position prêteuse ont généralement des structures financières solides et sont de plus grande taille que les emprunteuses (Dietsch, 1990). Elles ont des facilités de financement qui leur permettent de jouer le rôle d'intermédiaire financier entre le marché du crédit bancaire et celui du crédit commercial (Nielsen, 2002). Ce rôle est d'autant plus renforcé que les échanges fréquents avec les clients procurent une rente informationnelle qui les rend plus efficaces que les banques dans l'évaluation du risque de défaut (Smith, 1987). Certaines positions emprunteuses peuvent refléter, au contraire, l'existence de difficultés financières qui rendent l'accès au crédit bancaire moins aisé.

Il conviendrait toutefois, pour mesurer l'impact des difficultés sur le solde du crédit interentreprises, de réaliser une analyse sectorielle plus précise. La position emprunteuse de l'entreprise s'explique, en effet, en premier lieu par son activité, notamment si elle se trouve en aval de la chaîne de production-distribution comme c'est le cas des firmes du commerce. Une entreprise dont le cycle d'exploitation est long reçoit de même des avances et acomptes clients importants destinés à financer les travaux en cours qui s'ajoutent à ses dettes fournisseurs. Il arrive alors qu'elle soit en position débitrice. Un examen de la dispersion du solde du crédit interentreprises au sein d'un même secteur pourrait ainsi permettre d'établir un lien éventuel avec le risque de l'entreprise.

5| La contagion du risque à travers les incidents de paiements sur effets de commerce

L'idée selon laquelle un phénomène de faillite en chaîne existe et serait assez important est assez répandue.

Si, parmi les causes de défaillance, le non-paiement ou la défaillance [12] d'un client apparaît dans 10 % à 20 % des cas, le phénomène de contagion du risque n'a jamais été étudié concrètement faute d'informations.

La confrontation des données de la CIPE pour les impayés et des données FIBEN pour la défaillance permet cette étude.

En particulier, comment les impayés liés à une incapacité de paiement influencent-ils le risque de défaillance des firmes qui les subissent ? Pour mesurer plus précisément l'impact, il convient de raisonner toutes choses égales par ailleurs. En effet, il se pourrait qu'une firme ayant subi un impayé et qui défaille ait défailli même si elle n'avait pas subi d'impayé, la cause principale de sa défaillance se situant ailleurs.

Ainsi, l'évaluation de l'impact des impayés sur effets de commerce sur la défaillance d'entreprises ne peut se limiter à l'examen de la différence entre les taux de défaillance des firmes ayant des impayés et de celles qui n'en n'ont pas. On va successivement expliciter les biais qui résulteraient d'une telle simplification (cf. paragraphe 5|1) puis présenter les solutions amenant à la réduction de ce biais (cf. paragraphe 5|2), enfin évaluer l'impact des incidents de paiement sur la défaillance des entreprises du fichier FIBEN (cf. paragraphe 5|3).

5|1 L'analyse de l'influence des impayés des clients sur la défaillance de l'entreprise

Il est classique de modéliser le risque de défaillance d'une entreprise à partir d'une variable aléatoire dichotomique Y égale à 1 si l'entreprise est défaillante et 0 sinon. De là, différentes classes de modèles permettent d'estimer la probabilité de défaillance. Le modèle le plus simple consiste à utiliser l'espérance de Y comme mesure du risque. Un modèle plus complexe sera de lier Y à d'autres variables dites explicatives et d'obtenir à partir de techniques statistiques plus sophistiquées la probabilité de défaillance compte tenu des variables explicatives.

Pour comprendre l'impact du défaut de paiement d'un client sur l'entreprise, il ne suffit pas en effet de comparer le taux de défaillance moyen des entreprises ayant subi au moins un impayé (population I1) au taux des entreprises qui n'en ont pas subi (population I0). Une part des firmes défaillantes de la population I1 aurait peut-être défailli, même sans subir un impayé, car d'autres facteurs les fragilisaient.

12 *Blazy et Combier (1998)*
Longueville (1992) : Lettre de conjoncture de la BNP, *juillet – août*
Rapport du Crédit d'équipement des PME *(CEPME) (1986)*

La liaison entre impayés et situation de l'entreprise peut être complexe. Par exemple, si les entreprises plus sensibles aux impayés se protègent en sélectionnant mieux leurs clients, elles subissent peut-être en moyenne moins d'impayés que celles qui ne font pas cette sélection.

Ainsi, un biais existe dès lors que le risque de défaillance relève de plusieurs facteurs dont le rôle peut être plus ou moins déterminant par rapport à celui des impayés. Pour connaître l'effet véritable des impayés, il faut lever ce biais.

La méthode des estimateurs par appareillement paraît appropriée pour effectuer ce travail.

5|2 La méthode des estimateurs par appareillement

Les méthodes d'estimation par appareillement ont initialement été élaborées par les bio-statisticiens dans le cadre de l'évaluation de l'efficacité d'un traitement médical sur des individus. Le modèle canonique a été proposé par Roy (1951) et repris par Rubin (1974). Chaque individu est caractérisé par le couple des variables potentielles de résultat (Y_0, Y_1) où Y_0 correspond à la variable d'intérêt de l'individu non traité (ici l'entreprise « qui n'a pas subi de défaut ») et Y_1 à la variable d'intérêt de l'individu traité (ici l'entreprise « qui a subi un défaut »). Comme l'individu est soit traité, soit non traité, seule l'une de ces deux variables est observée. La méthode d'estimation par appareillement proposée par Rubin consiste, pour un individu *i* traité pour lequel Y_{1i} est observé, à rechercher, dans la population des individus non traités, l'individu *j* dont les caractéristiques sont les plus proches de celle de *i* et de prendre comme estimation de la variable non observée Y_{0i} la variable observée pour l'individu *j*, c'est-à-dire Y_{0j} (cf. encadré 2).

L'estimation peut s'avérer très complexe. Si les caractéristiques sont trop nombreuses, Rosenbaum et Rubin (1983) ont montré qu'on pouvait la ramener à une seule dimension en considérant non plus

ENCADRÉ 2

Méthode des estimateurs par appareillement

Pour une entreprise i, sont définies :

Y_{1i} : *variable indicatrice de la défaillance de l'entreprise si son client fait défaut*

Y_{oi} : *variable indicatrice de la défaillance de l'entreprise si son client ne fait pas défaut*

T_i : *variable indicatrice du défaut du client de l'entreprise i.*

La variable $Y_i = T_i Y_{1i} + (1 - T_i) Y_{oi}$ *relie le risque de défaillance de l'entreprise à la fois à son risque de défaillance lorsque son client fait défaut et à son risque de défaillance lorsque son client paie sa dette.*

Première approche de l'estimation par appareillement (Rubin, 1974)

Y_{1i} *est observé. Dans la population des entreprises ne subissant pas de défaut* (I_o)*, on cherche l'entreprise j dont les caractéristiques* (Z_j) *sont les plus proches de celles de i* (Z_i)*. On obtient l'estimation :* $Y^*_{0i} = Y_{0j}$*, avec j vérifiant* $j = \underset{k \in I_0}{\text{Arg min}} (d(Z_i, Z_k))$

Deuxième approche de l'estimation par appareillement (Rosenhamm et Rubin, 1983)

La dimension du vecteur des caractéristiques Z_i *pouvant être très importante, il est possible de se ramener à une seule dimension en construisant le « score de propension » qui fournit* $p_{1i} = P(T_i = 1 / Z_i)$ *et* $p_{0j} = P(T_j = 0 / Z_j)$*. La mesure de proximité est alors* $d(p_{1i}, p_{0j})$.

Mise au point de l'estimation par appareillement (Heckman, Ichimura et Todd, 1998)

L'estimateur par appareillement proposé par Rubin, puis Rosenbaum et Rubin a pour inconvénient de ne dépendre que d'une seule variable. Il n'est donc pas possible d'évaluer les propriétés asymptotiques de cet estimateur et en particulier sa loi asymptotique. Pour remédier à cet inconvénient, Heckman, Ichimura et Todd (1998) ont proposé de remplacer la variable d'intérêt de l'individu non traité le plus proche par une somme pondérée des variables d'intérêt de tous les individus non traités, la pondération étant d'autant plus importante que l'individu est proche en termes de score de propension. Pour obtenir les propriétés asymptotiques classiques (normalité, convergence), Heckman, Ichimura et Todd utilisent une fonction noyau comme pondération.

.../...

L'estimateur de Y_{0i} *est alors :* $Y^*_{0i} = \frac{1}{N_0}\sum_j a_{ij} Y_{0j}$

où N_0 *est le nombre d'individus* j *de la population des non traités et* a_{ij} *la pondération par noyau d'autant plus grande que les scores de propension* p_i *et* p_j *sont proches.*

Où $a_{ij} = \frac{K((p_i - p_j)/h)}{\sum_k K((p_i - p_k)/h)}$ *et le noyau est* $K(t) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}}\exp(-\frac{t^2}{2})$ *et la fenêtre du noyau est* h.

Extension au cas de situations multiples

*La théorie des estimateurs par appareillement dans le cadre d'un seul évènement (*T = 1 *si un défaut est subi,* 0 *sinon) a été étendue par Imbens (2000) et Lechner (2000) au cas de situations multiples (défauts de plus ou moins grande importance caractérisés par* $T \in \{1,2,...,K\}$ *sinon* T = 0*). Dans ce cas, le score de propension à utiliser est donné par* $b^i_{(k,k')} = \frac{P^k_{Z_i}}{P^k_{Z_i} + P^{k'}_{Z_i}}$ *où* $P^k_{Z_i} = P(T_i = k|Z_i)$ *et* $P^{k'}_{Z_i} = P(T_i = k'|Z_i)$ *peuvent être obtenus à partir d'un modèle polythomique.*

L'estimateur de la variable d'intérêt d'un individu qui a subi le traitement k *dans la situation où il aurait subi le traitement* k'

est alors : $Y^{i*}_{(k,k')} = \frac{1}{N_0}\sum_j a_{ij} Y_{0j}$*, où* aij *est la nouvelle pondération par noyau.*

où $a_{ij} = \frac{K(b^i_{(k,k')} - b^j_{(k,k')})/h)}{\sum_k K((b^i_{(k,k')} - b^j_{(k,k')})/h)}$ *et le noyau* k *est gaussien comme précédemment et la fenêtre du noyau est* h.

Cet individu est classiquement appelé « contrefactuel de l'individu i *dans la situation* k' *».*

L'effet causal moyen d'un traitement k' *sur la population des individus qui ont subi le traitement* k *est donné par la différence entre l'espérance mathématique des individus de la population* k *et l'espérance mathématique de leur contrefactuel.*

les caractéristiques de l'individu *i* mais le score de propension, défini comme la probabilité que l'individu soit traité étant donné ses caractéristiques.

La méthode a été transformée par Heckman, Ichimura et Todd (1998) en recherchant non pas l'individu le plus proche, mais en prenant une somme pondérée des variables d'intérêt de tous les individus non traités, la pondération étant d'autant plus forte que l'individu est plus proche en termes de score de propension. On construit ainsi un « contrefactuel de l'individu *i* ». Une extension au cas de situations multiples (défauts gradués en fonction de leur intensité) a été fourni par Imbens et Lechner (2000).

Une telle méthode, fondée sur les données observables, est radicalement différente de l'estimation par variables instrumentales où l'aléa est supposé provenir de variables résiduelles inobservables. Pour l'analyse de cette différence on peut se reporter à Brodaty, Crepon, Fougère (2001).

5|3 Les résultats

Mise en œuvre de l'estimation

Quatre niveaux relatifs de montants d'impayés sont considérés, codés par $T \in \{0,1,2,3\}$. Pour tenir compte de l'effet taille, les montants sont rapportés au chiffre d'affaires. Le ratio $M = \frac{\text{Montant des impayés}}{\text{Chiffre d'affaires}}$ permet de définir l'« importance des impayés ». La population des entreprises impayées est découpée en trois populations égales en nombre et qui se différencient par l'ampleur relative du montant d'impayés subis.

Tableau 5 Définition des classes d'importance d'impayés

T = 0	M = 0
T = 1	0 < M ≤ 33e percentile
T = 2	33e percentile < M ≤ 66e percentile
T = 3	66e percentile < M

Pour calculer le score de propension $b^{i}_{(k,k')} = \dfrac{P^{k}_{Z_i}}{P^{k}_{Z_i} + P^{k'}_{Z_i}}$ k et k' $\in \{0,1,2,3\}$, un modèle polythomique ordonné classique est utilisé. Il s'écrit :

$$T=3 \text{ si } Z\beta + u \le \alpha_3 \quad \Leftrightarrow P^3_Z = P(T=3) = P(u \le \alpha_3 - Z\beta)$$

$$T=2 \text{ si } \alpha_3 < Z\beta + u \le \alpha_2 \Leftrightarrow P^2_Z = P(T=2) = P(u \le \alpha_2 - Z\beta) - P(u \le \alpha_3 - Z\beta)$$

$$T=1 \text{ si } \alpha_2 < Z\beta + u \le \alpha_1 \Leftrightarrow P^1_Z = P(T=1) = P(u \le \alpha_1 - Z\beta) - P(u \le \alpha_2 - Z\beta)$$

$$T=0 \text{ si } \alpha_1 < Z\beta + u \quad \Leftrightarrow P^0_Z = P(T=0) = 1 - P(u \le \alpha_1 - Z\beta)$$

où *u* est un terme d'erreur aléatoire de loi normale d'espérance nulle et α_1, α_2, α_3, β des paramètres estimés, à une constante multiplicative près [13], par le maximum de vraisemblance.

L'estimation de la situation contrefactuelle est alors obtenue simplement en appliquant la formule de l'estimateur par noyau proposé par Heckman, Ichimura et Todd [14].

L'influence des impayés sur le risque de défaillance a été étudiée par sous-populations. Parmi les nombreuses estimations réalisées par Stili (2003), sont présentés ci-dessous trois exemples : un sur le secteur des industries des biens de consommation courante, puis un sur la population des firmes en position emprunteuse, enfin un sur les firmes en position prêteuse.

L'estimation par secteurs

Sur les 8 414 entreprises du secteur des biens de consommation courante étudiées, les taux de défaillance constatés sont similaires entre les firmes ne subissant pas d'impayés et celles qui en subissent d'importance faible, voire d'importance moyenne [15]. Par contre, les firmes qui subissent les impayés les plus importants comparativement à leur chiffre d'affaires (M > 0,3 %) présentent un taux de défaillance observé de 13,5 %, significativement [16] plus élevé que celui des firmes subissant des impayés d'importance moyenne.

La situation de référence où le taux de défaillance a été constaté est comparée à différentes situations contrefactuelles dans le tableau 6. L'écart entre la probabilité estimée de défaillance dans la situation contrefactuelle et le taux constaté de défaillance dans la situation de référence est calculé. Si le risque de défaillance augmente avec le montant d'impayés, les signes doivent être positifs au-dessus de la diagonale (où la situation contrefactuelle correspond à des montants plus élevés que la situation de référence) et négatifs en dessous.

Tableau 6 Taux de défaillance constaté selon l'importance des impayés subis dans le secteur des industries des biens de consommation

(taux en pourcentage)

	Nul M = 0 $T_i = 0$	Faible 0 < M ≤ 0,08 $T_i = 1$	Moyen 0,08 < M ≤ 0,3 $T_i = 2$	Élevé M > 0,3 $T_i = 3$
Nombre de firmes	6 011	793	793	817
Taux de défaillances	6,9	6,7	7,9	13,5 *

** Écart significativement différent de 0 au risque d'erreur de 1 %*
Source : Banque de France

C'est bien ce qui apparaît sur le tableau. Toutefois, les différences ne sont significatives que dans un nombre limité de cas. Plus précisément, une lecture en ligne permet les constats suivants :

• *Les firmes n'ayant pas subi d'impayés,* au cas où elles auraient subi des impayés faibles ou moyens n'auraient pas eu un risque de défaillance accru significativement ; si elles avaient subi un montant d'impayés élevé, elles auraient eu, par contre, un risque de défaillance significativement plus fort (de 9,27 points en plus), la probabilité de défaillance de cette situation contrefactuelle atteignant alors 16,17 % (6,9 % + 9,27 %).

• *Les firmes ayant subi un montant d'impayés faible* n'auraient eu un risque de défaillance accru que dans le cas où elles auraient subi un montant d'impayés fort, la probabilité de défaillance atteignant alors 12,50 % (6,7 % + 5,8 %).

• *Les firmes ayant subi un montant d'impayés moyen* n'auraient eu un risque de défaillance accru que dans le cas où elles auraient subi un montant d'impayés fort, la probabilité de défaillance atteignant alors 12,81 % (7,9 % + 4,91 %).

13 Par conséquent, seul le signe est interprétable.
14 Le noyau que nous avons choisi est un noyau gaussien et la fenêtre de Silverman est donnée par $h_{Nk} = \hat{\sigma}_k N_k^{-1/5}$ *où* $\hat{\sigma}$ *est l'écart-type estimé de* $X_i\hat{\beta}$ *pour les entreprises (cf. Brodaty, Crepon, Fougère, 1999).*
15 La différence entre 7,9 % et 6,7 % n'est pas assez forte pour être statistiquement significative.
16 Test d'égalité des proportions significatif au seuil 1 %.

Tableau 7 Écart estimé : probabilité contrefactuelle – taux constaté

(en %)

Référence	Taux constaté	Situation contrefactuelle : montant d'impayés			
		Nul	Faible	Moyen	Élevé
Nul	6,9	–	- 0,21 (0,40)	0,77 (0,43)	9,27* (0,00)
Faible	6,7	- 0,33 (0,45)	–	0,54 (0,39)	5,80* (0,00)
Moyen	7,9	- 1,24 (0,29)	- 1,00 (0,27)	–	4,91* (0,00)
Élevé	13,5	- 6,34* (0,00)	- 5,70* (0,00)	- 5,34* (0,00)	–

** Écart significativement différent de 0 au risque d'erreur de 1 %*
( ) : p-value
Source : Banque de France

Tableau 8 Probabilité de défaillance estimée dans la situation contrefactuelle

(en %)

Référence	Situation contrefactuelle : montant d'impayés			
	Nul	Faible	Moyen	Élevé
Nul	**6,9**	6,69	7,67	16,17*
Faible	6,37	**6,7**	7,24	12,50*
Moyen	6,66	6,9	**7,9**	12,81*
Élevé	7,16*	7,80*	8,16*	**13,5**

** Écart avec le taux constaté significativement différent au risque d'erreur de 1 %*
En gras sur la diagonale : le taux de défaillance constaté dans la situation de référence
Source : Banque de France

• *Les firmes ayant subi un montant d'impayés élevé,* ont un taux de défaillance constaté de 13,5 %, elles auraient eu une probabilité de défaillance significativement moindre si elles avaient subi des impayés de montant moyen ou faible, voire pas d'impayés du tout, les probabilités de défaillance s'établissant respectivement à 8,16 %, 7,8 % et 7,16 %.

Ainsi, dans le secteur des industries de biens de consommation courante, les impayés peuvent contribuer à augmenter fortement le risque de défaillance de l'entreprise, à condition d'être d'un montant significatif.

L'estimation selon la position prêteuse ou emprunteuse

Le rôle de la position prêteuse ou emprunteuse dans le crédit interentreprises semble assez déterminant sur le risque. L'estimation a donc été faite sur chacune de ces populations.

Tout d'abord, il apparaît que le taux de défaillance constaté sur les emprunteuses croît avec l'importance du montant d'impayés. Ce constat est sensiblement différent pour les prêteuses. Dans cette population, les entreprises qui ont subi un impayé de montant relativement faible ont un taux de défaillance constaté significativement plus faible que celles qui n'ont pas subi d'impayé. Le taux de défaillance constaté est ensuite croissant avec l'importance du montant d'impayé.

Enfin, la comparaison des entreprises emprunteuses et prêteuses suggère que les emprunteuses ayant des impayés sont plus risquées que les prêteuses ayant des montants d'impayés d'importance similaire.

Dans les tableaux suivants, est présentée l'estimation de l'écart entre la probabilité dans la situation contrefactuelle et le taux constaté dans la situation de référence.

Pour les firmes *emprunteuses*, les écarts significativement différents de 0 sont bien dans le même sens que précédemment : positifs au-dessus de la diagonale, négatifs en dessous. Le risque augmente donc avec l'importance des impayés subis.

Pour les firmes *prêteuses*, les écarts sont bien dans le sens attendu pour les firmes subissant des montants d'impayés élevés : pour celles-ci, si elles avaient été en situations contrefactuelles avec moins d'impayés ou pas du tout, le risque serait significativement moindre. Toutefois, l'écart est d'ampleur modérée (moins de 3 points).

Tableau 9 Taux de défaillance constaté selon l'importance de l'impayé et la position de l'entreprise

(taux en %)

Position		Nul $M = 0$ $T_i = 0$	Faible $0 < M \leq 0{,}06$ $T_i = 1$	Moyen $0{,}06 < M \leq 0{,}26$ $T_i = 2$	Élevé $M > 0{,}26$ $T_i = 3$
Emprunteuse	Nombre de firmes	46 915	2 482	2 481	2 556
	Taux de défaillances	3,30	3,91	5,36**	6,89**
Prêteuse	Nombre de firmes	73 834	5 683	5 682	5 854
	Taux de défaillances	3,46	2,50*	3,15**	5,45*

*** Différence significative à 5 % avec la situation inférieure voisine*
** Différence significative à 1 % avec la situation inférieure voisine*
Source : Banque de France

Tableau 10 Écart estimé : probabilité contrefactuelle – taux constaté

(en %)

Référence	Entreprises en position emprunteuse			
	Nul	Faible	Moyen	Élevé
Nul	–	1,10* (0,01)	1,66* (0,01)	4,74* (0,00)
Faible	0,41 (0,18)	–	1,75* (0,01)	6,53* (0,00)
Moyen	0,66 (0,12)	- 2,03* (0,01)	–	1,61* (0,00)
Élevé	- 0,60 (0,25)	- 3,68* (0,00)	- 1,32** (0,04)	–

Référence	Entreprises en position prêteuse			
	Nul	Faible	Moyen	Élevé
Nul	–	- 1,18* (0,00)	- 0,36** (0,04)	2,58* (0,00)
Faible	0,98* (0,00)	–	0,24 (0,17)	2,61* (0,00)
Moyen	0,84* (0,00)	- 0,44 (0,24)	–	2,11* (0,00)
Élevé	- 1,12* (0,00)	- 2,67* (0,00)	- 2,41* (0,00)	–

** *Différence significative à 5 % avec la situation inférieure voisine*
* *Différence significative à 1 % avec la situation inférieure voisine*

Par contre, dans les autres situations de référence, la situation contrefactuelle ne répond pas toujours de la même façon. Ainsi, celles ne subissant pas d'impayés auraient un risque moindre en cas d'impayés faibles ou moyens (écart négatif) et un risque seulement un peu plus fort en cas d'impayés importants. Celles subissant des impayés faibles ou moyens auraient un risque un peu plus élevé en cas d'absence d'impayés. Ce résultat reste cependant cohérent avec le constat précédent selon lequel les entreprises qui ont subi un impayé de montant faible sont moins risquées que celles qui n'ont pas subi d'impayé.

Un tel constat semble étayer l'hypothèse, déjà mentionnée au paragraphe 3, d'une plus grande sensibilité des emprunteuses aux impayés. En effet, l'existence d'impayés accroît systématiquement le risque de défaillance de ces dernières, et cela d'autant plus que le montant en est important. Tandis que chez les prêteuses, les écarts provoqués par l'existence d'impayés sont de moindre ampleur, et s'ils sont parfois *a contrario* ils sont alors plus faibles. Ces firmes seraient donc moins sensibles à l'influence des impayés, étant probablement plus sélectives dans le choix de leur clientèle ; par ce comportement elles parviendraient à limiter la contagion.

6| Perspectives et développements pour la surveillance de la stabilité financière

Pour que le risque de défaillance puisse se propager à travers le canal du crédit commercial, il faut que les entreprises soient sensibles au défaut de paiement sur effets de commerce. Si les difficultés de paiement d'un client ne touchent pas un fournisseur, le risque ne se propagera pas. Si, au contraire, le fournisseur est sensible aux difficultés de ses clients, il pourrait lui-même se trouver dans l'incapacité de rembourser ses partenaires commerciaux et transmettre ses difficultés à ses propres fournisseurs. Il est donc nécessaire d'évaluer l'impact des difficultés de paiement du client sur la défaillance de l'entreprise fournisseur.

Les statistiques descriptives sur la position prêteuse ou emprunteuse de l'entreprise dans le crédit interentreprises montrent que les prêteurs sont moins vulnérables au défaut de leurs clients que les emprunteurs. Certaines entreprises exercent une sélection de leur clientèle et devraient avoir un portefeuille clients moins risqué, donc subir moins d'impayés. Ainsi, les impayés ne sont pas distribués aléatoirement dans l'ensemble de la population. C'est pourquoi la mesure simple qui consisterait à comparer les taux de défaillance des entreprises qui ont subi un impayé à celui des entreprises qui n'en ont pas eu serait biaisée. Cette comparaison ne permet plus alors d'évaluer, de manière satisfaisante, l'impact des impayés sur le risque de défaillance puisque ces impayés touchent davantage certaines populations d'entreprises.

Ce biais est levé en utilisant la méthode des estimateurs par appareillement.

L'estimation faite par secteur montre qu'en général [17] les impayés de montant élevé comparativement au chiffre d'affaires (supérieur à 0,3 % du chiffre d'affaires) augmentent le risque de défaillance des entreprises qui les subissent. Par contre, les autres niveaux d'impayés n'influencent pas le risque de défaillance. Le montant à partir duquel le risque de contagion apparaît doit être calibré en fonction du secteur et de la position emprunteuse ou prêteuse.

Au vu de ces résultats, il semble qu'une politique de surveillance des risques de contagion de la défaillance doit d'abord identifier les seuils de montants d'impayés à partir desquels il y a risque de contagion.

Les firmes en position emprunteuse semblent, par ailleurs, plus vulnérables aux risques de leurs clients que les firmes en position prêteuse, la différence résidant apparemment dans le suivi plus ou moins strict exercé sur la qualité des clients.

Ceci montre que la contagion du risque ne s'exerce pas seulement *via* les défaillances d'entreprises. Les défauts de paiement peuvent aussi entraîner l'entreprise à avoir elle-même des défauts de paiements.

La question de la longueur de la chaîne des défauts se pose immédiatement après. Un seul maillon de la chaîne a été considéré et le report ou non des difficultés de paiement des clients d'une entreprise sur ses propres fournisseurs reste à examiner. Ceci pourra être étudié par les méthodes d'appareillement sélectif. La variable d'intérêt ne serait plus dichotomique (défaillante vs non défaillante) mais « censurée » (montant des impayés pour les entreprises qui en ont subi et 0 pour les autres).

Enfin, l'étude de l'interdépendance entre secteurs *via* les impayés sur effets devra être systématisée. Par exemple, le négoce, notamment le négoce de gros, paraît en première analyse sensible à la situation des autres secteurs et à même de répercuter ses propres difficultés. L'amplification de certaines dépendances vis-à-vis de secteurs risqués peut révéler des risques de contagion et ainsi mieux permettre d'anticiper la survenance de défauts en cas de conjoncture dégradée.

17 Mis à part les secteurs des transports et du commerce de détail selon Stili (2003).

Bibliographie

Bardes (B.), Nivelais (M.) (2005)
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1995 à 2004 en nomenclature NAF », Collection entreprises, Observatoire des entreprises, 832-0501, Banque de France

Bardes (B.) (2006)
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 145, janvier

Bardos (M.), Foulcher (S.) et Bataille (É.) (2004)
« Les scores de la Banque de France, méthode, résultats, applications », Observatoire des entreprises, Banque de France

Bardos (M.) (2005)
« Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », *Bulletin de la Banque de France*, n° 144, pp. 63-74

Blazy (R.) et Combier (J.) (1998)
La défaillance d'entreprise, causes économiques, traitement judiciaire et impact financier, Que sais-je ?

Brodaty (T.B.), Crépon (B.) et Fougère (D.) (2001)
Les méthodes microéconométriques : développements récents, application aux politiques actives et l'emploi, document de travail du CREST.

Comité français d'organisation et de normalisation bancaires
LCR-BOR traitement et échange automatisés, AFB Diffusion

Dietsch (M.) (1990)
« Le crédit interentreprises : coûts et avantages, *Économie et statistique* », n° 236

Dietsch (M.) et Kremp (É.) (1996)
« Délais de paiement et mesure du risque client », *Revue d'économie financière*, n° 36

Dietsch (M.) et Kremp (É.) (1998)
« Le crédit interentreprises bénéficie plus aux grandes entreprises », *Économie et statistique*,n° 314

Heckman (J.J.), Ichimura (H.) et Todd (P.) (1998)
"Matching as an econometric evaluation estimation", *Review of Economic Studies,* n° 65

Hiyotaki (N.) et Moore (J.) (1997)
Credit Chaine, Mimeo, London School of Economics

Nielsen (J.H.) (2002)
"Trade Credit and the Bank Lending Chanel", *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 34

Smith (J.K.) (1987)
Trade Credit and Informational Asymmetry, *Journal of Finance*, n° 4

Stili (D.) (2003)
Détection précoce des défaillances d'entreprises et contagion du risque, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris I

Stili (D.) (2004)
« Les incidents de paiement sur effets de commerce », Banque de France, *Cahiers d'étude et recherche de l'Observatoire des entreprises*, disponible sur *www.banque-france.fr / publications / travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises*

Wilmen (B.) (2000)
"The exploitation of relationships in financial distress. The case of trade credit", *Journal of Finance*, n° 55

Le coût du crédit aux entreprises

Frédérique EDMOND
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires

L'enquête trimestrielle sur le coût du crédit aux entreprises est réalisée auprès d'un échantillon de guichets et de sièges d'établissements bancaires ayant leur activité en métropole.

L'enquête prend en compte les crédits nouveaux accordés au cours du premier mois du trimestre aux sociétés non financières ainsi qu'aux entrepreneurs individuels lorsque l'usage du prêt est professionnel. Par exception, le recensement des autorisations contractuelles de découvert et des ouvertures de crédit permanent est restreint aux opérations des six premiers jours ouvrés du mois.

On entend par « crédits nouveaux », outre l'ensemble des contrats financiers, termes ou conditions qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt d'un crédit, toutes les renégociations des crédits existants. Lorsqu'un établissement bancaire ne finance qu'une partie d'un crédit, son concours est reclassé dans la tranche de montants 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 des crédits correspondants.

L'enquête menée au titre du premier trimestre de 2006 exploite 19 722 déclarations relatives aux crédits consentis au mois de janvier.

Outre la synthèse de ses principaux résultats, le présent article propose une brève analyse de la relation entre le montant unitaire des crédits et la taille des entreprises bénéficiaires. Celle-ci tend à montrer que, pour diverses raisons, le premier ne se recoupe pas toujours avec la seconde. De surcroît, l'analyse confirme l'existence d'une liaison inverse entre coût et montant unitaire du crédit, de même qu'entre le taux du crédit et la taille de l'entreprise emprunteuse.

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

1| Résultats de l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit

Entre octobre 2005 et janvier 2006, le coût du crédit aux entreprises s'est renchéri pour toutes les catégories de concours, et, au sein de chacune d'elles, pour toutes les tranches de montants.

La plus forte hausse a été enregistrée pour le coût moyen des découverts (42 points de base). La remontée des taux a été un peu plus prononcée pour les tranches de montants compris entre 15 245 euros et 76 225 euros. Par rapport à janvier 2005, le taux moyen des découverts a augmenté de 57 points de base.

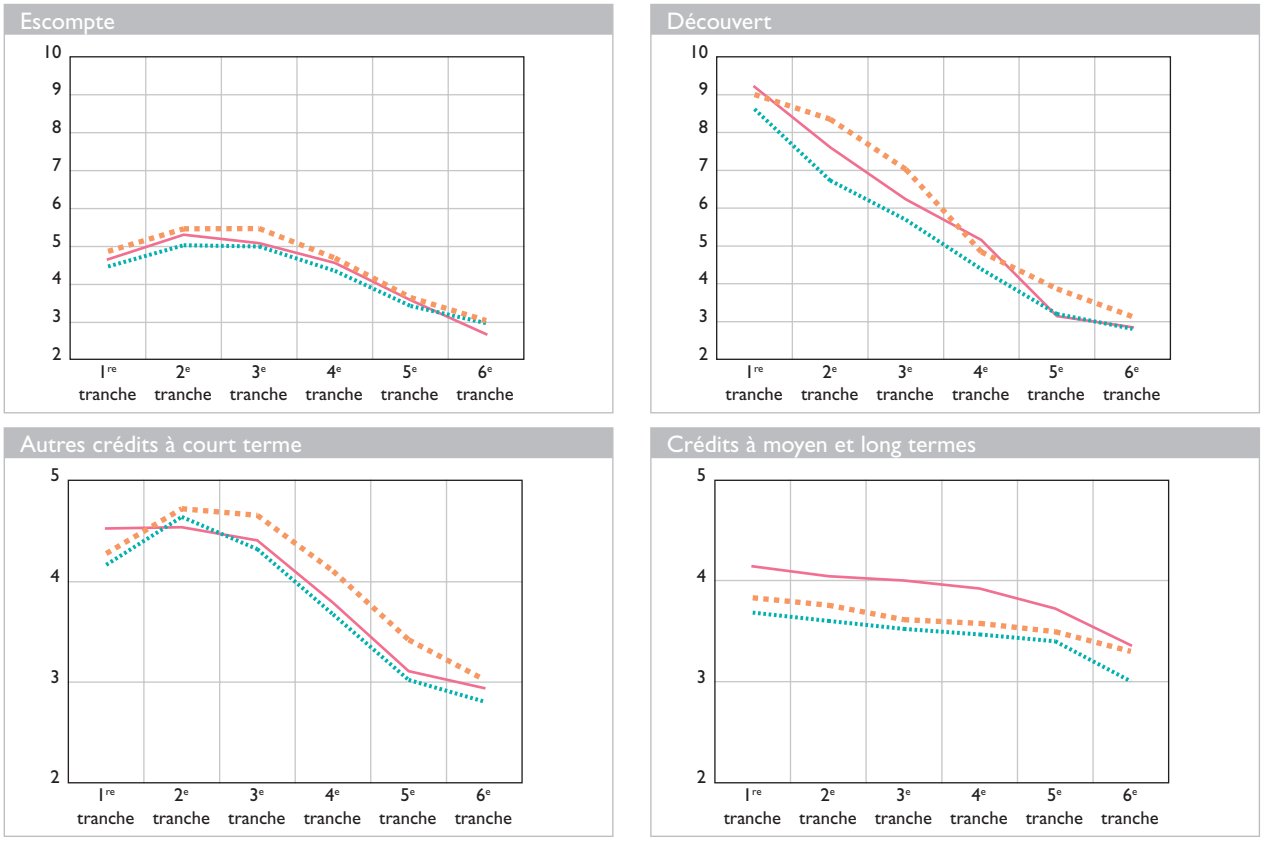
Le coût moyen de l'escompte a crû de 21 points de base par rapport à octobre 2005. La hausse des conditions débitrices a été un peu plus accentuée pour les tranches de montants inférieurs à 76 225 euros. Le taux moyen de l'escompte calculé pour janvier 2006 dépasse de 3 points de base son niveau de janvier 2005.

Le coût moyen des autres crédits à court terme a augmenté de 23 points de base par rapport à octobre 2005. Les plus fortes hausses ont été enregistrées pour les tranches de montants compris entre 76 225 euros et 1 524 490 euros. Par rapport à janvier 2005, le taux moyen des autres crédits à court terme a augmenté de 12 points de base.

Enfin, le taux moyen des crédits à moyen et long termes s'est accru de 28 points de base par rapport à octobre 2005. La hausse la plus prononcée a concerné la tranche la plus élevée (montants supérieurs à 1 524 490 euros). Le taux moyen des crédits à moyen et long termes calculé pour janvier 2006 reste inférieur de 8 points de base à son niveau de janvier 2005.

Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)



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

Taux moyen débiteur en fonction de la nature et de la tranche de montants du crédit accordé

(montants en euros, taux en %)

	Montant du crédit						
Catégories de crédit	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	Taux moyen
Escompte							
2005 Premier trimestre	4,66	5,31	5,09	4,57	3,59	(2,69)	3,98
Deuxième trimestre	4,72	5,33	5,43	4,49	3,91	(4,13)	4,37
Toisième trimestre	4,72	5,44	5,48	4,26	3,44	(2,72)	3,85
Quatrième trimestre	4,47	5,03	5,00	4,36	3,43	(2,98)	3,79
2006 Premier trimestre	**4,87**	**5,47**	**5,47**	**4,69**	**3,66**	**(3,05)**	**4,01**
dont :Trimestre/Trimestre – 1	*0,40*	*0,43*	*0,47*	*0,34*	*0,22*	*0,07*	*0,21*
Écart- type	*1,49*	*1,94*	*2,17*	*1,63*	*0,77*	*0,29*	*–*
1er décile	*3,36*	*3,26*	*3,13*	*3,18*	*2,95*	*2,67*	*–*
9e décile	*7,50*	*8,60*	*8,80*	*7,60*	*4,50*	*3,60*	*–*
Découvert							
2005 Premier trimestre	9,21	7,61	6,23	5,16	3,15	2,85	3,42
Deuxième trimestre	9,24	7,43	6,60	5,01	3,94	4,08	4,16
Toisième trimestre	8,68	7,26	5,47	4,38	3,47	(3,69)	3,78
Quatrième trimestre	8,62	6,73	5,69	4,39	3,20	2,81	3,57
2006 Premier trimestre	**9,01**	**8,35**	**7,03**	**4,85**	**3,87**	**(3,13)**	**3,99**
dont :Trimestre/Trimestre – 1	*0,39*	*1,62*	*1,33*	*0,46*	*0,66*	*0,32*	*0,42*
Écart- type	*3,40*	*2,37*	*2,65*	*1,85*	*0,76*	*0,77*	*–*
1er décile	*4,49*	*4,76*	*3,70*	*3,21*	*2,91*	*2,52*	*–*
9e décile	*12,35*	*11,55*	*10,65*	*8,35*	*4,99*	*4,59*	*–*
Autres crédits à court terme							
2005 Premier trimestre	4,53	4,54	4,41	3,79	3,11	2,94	2,96
Deuxième trimestre	4,26	4,45	4,15	3,74	3,18	3,01	3,03
Toisième trimestre	4,31	4,79	4,37	4,05	3,19	2,98	3,02
Quatrième trimestre	4,17	4,64	4,32	3,67	3,02	2,81	2,85
2006 Premier trimestre	**4,28**	**4,73**	**4,66**	**4,10**	**3,42**	**3,03**	**3,08**
dont :Trimestre/Trimestre – 1	*0,11*	*0,08*	*0,34*	*0,43*	*0,40*	*0,22*	*0,23*
Écart- type	*1,03*	*1,48*	*1,49*	*0,98*	*0,73*	*0,63*	*–*
1er décile	*3,25*	*3,30*	*3,20*	*3,07*	*2,55*	*2,33*	*–*
9e décile	*5,51*	*6,73*	*6,59*	*5,32*	*4,54*	*4,01*	*–*
Crédits à moyen et long termes							
2005 Premier trimestre	4,14	4,04	4,00	3,92	3,72	3,36	3,39
Deuxième trimestre	3,99	3,89	3,80	3,78	3,58	3,29	3,31
Toisième trimestre	3,83	3,71	3,61	3,61	3,47	3,02	3,05
Quatrième trimestre	3,68	3,60	3,52	3,47	3,40	3,00	3,03
2006 Premier trimestre	**3,83**	**3,75**	**3,61**	**3,58**	**3,49**	**3,30**	**3,31**
dont :Trimestre/Trimestre – 1	*0,15*	*0,16*	*0,09*	*0,11*	*0,10*	*0,30*	*0,28*
Écart- type	*0,52*	*0,54*	*0,44*	*0,42*	*0,47*	*0,64*	*–*
1er décile	*3,15*	*3,07*	*3,00*	*3,00*	*2,89*	*2,60*	*–*
9e décile	*4,59*	*4,51*	*4,20*	*4,10*	*4,10*	*4,30*	*–*

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

2| Analyse : montant unitaire des crédits et taille des entreprises bénéficiaires

L'enquête trimestrielle sur le coût du crédit aux entreprises met en évidence la relation coût-montant unitaire des crédits en ventilant ces derniers entre six tranches de montants. De même, les statistiques harmonisées de taux d'intérêt du SEBC distinguent deux catégories de taille des crédits nouveaux aux sociétés non financières, avec un seuil fixé à un million d'euros. Il est dès lors naturel de se demander dans quelle mesure la taille des crédits se recoupe avec la taille des entreprises qui en bénéficient afin, notamment, d'apprécier si les taux observés dans une même tranche de montants correspondent à une population relativement homogène d'emprunteurs ou si leur dispersion reflète des différences de pouvoir de négociation des emprunteurs selon leur taille.

À cet égard, le rapprochement des résultats de l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit effectuée sur un échantillon de contrats individuels avec les informations de la base de données sur les entreprises de la Banque de France (FIBEN) permet d'analyser la relation entre le montant unitaire des crédits et la taille des entreprises bénéficiaires.

Les développements ci-après s'appuient sur l'analyse des données des enquêtes trimestrielles réalisées entre octobre 2004 et juin 2005. À partir d'un échantillon de plus de 100 000 dossiers de crédits consentis à environ 60 000 entreprises, il a été possible d'identifier dans la base FIBEN environ 20 000 d'entre elles. Celles-ci ont bénéficié d'environ 75 % des montants octroyés au titre des contrats nouveaux de crédit recensés [1].

2|1 Relation taille d'entreprise et taille du crédit

La corrélation entre le montant des contrats nouveaux déclarés et le chiffre d'affaires des entreprises bénéficiaires recensées dans la base FIBEN apparaît très faible (coefficient de 0,06 pour l'ensemble de la période).

L'examen de la répartition croisée des crédits par tranches de montants unitaires et par tranches de chiffres d'affaires du bénéficiaire permet d'affiner l'interprétation de ce résultat (cf. tableau ci-dessous). Les dossiers déclarés sont répartis en quatre tranches de montants permettant, notamment, d'isoler les concours supérieurs au seuil de 1 million d'euros retenu dans les statistiques de taux d'intérêt du SEBC. En regard, les seuils de chiffre d'affaires retenus sont ceux généralement employés pour définir les très petites, moyennes et grandes entreprises.

En rapprochant les catégories de crédits et d'entreprises ainsi constituées, on constate que, dans chaque tranche de montant de contrats nouveaux, se trouvent des bénéficiaires de taille très variable. Ainsi des proportions significatives de petits crédits (montant inférieur à 0,25 million d'euros ou 1 million) sont octroyées à des sociétés de taille moyenne ou importante (chiffre d'affaires supérieur à 10 millions d'euros ou 50 millions). À l'inverse, de très petites entreprises au regard de l'indicateur retenu (moins de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires) bénéficient dans le même temps de concours de très gros montants (supérieurs à 20 millions d'euros). Correspondant le plus souvent à des têtes de groupe ou à des véhicules de financement, ces « petites » entreprises sont parmi les principales bénéficiaires des prêts nouveaux d'un montant supérieur à 20 millions d'euros.

Répartition des crédits en nombre de dossiers

(chiffre d'affaires et montants des crédits en millions d'euros, répartition en %)

Taille de l'entreprise bénéficiaire	Montant unitaire du crédit				
	x ≤ 0,25	0,25 < x ≤ 1	1 < x ≤ 20	20 < x	Total
CA ≤ 2	12,8	11,0	14,0	33,2	12,8
2 < CA ≤ 10	18,6	19,4	10,8	8,6	18,3
10 < CA ≤ 50	8,8	22,4	19,2	10,8	10,3
50 < CA	3,2	15,2	33,9	38,8	5,5
Siren sans cotation Banque de France	56,6	32,0	22,1	8,6	53,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

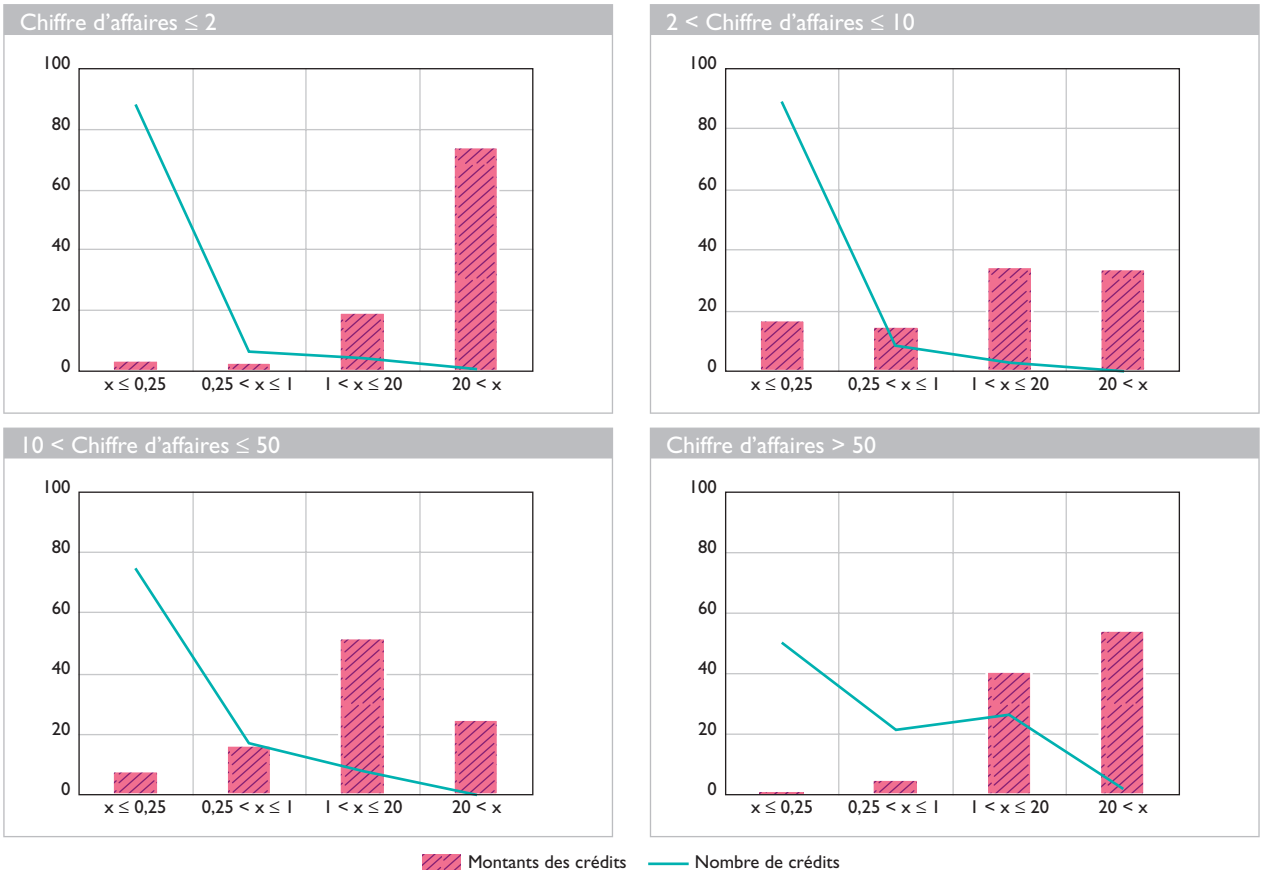
1 *Pour un nombre élevé des autres dossiers, l'identifiant Siren du bénéficiaire correspond à une entreprise ne répondant pas aux critères d'attribution d'une cotation significative dans FIBEN : société en création, de très petite taille, dont les risques sont inférieurs au seuil de centralisation ou encore sans historique d'incidents de paiement. Par ailleurs, l'analyse des déclarations concernant des entreprises non cotées dans la base de données FIBEN révèle la présence de nombreuses sociétés civiles immobilières (SCI) bénéficiaires de crédits à l'habitat et à l'équipement (cf. tableau sur la répartition des crédits, ligne « Siren sans cotation Banque de France »).*

La répartition des crédits par tranches de montants est naturellement assez contrastée selon la taille des bénéficiaires (cf. graphiques ci-après). Ainsi près de 80 % du nombre des crédits octroyés aux petites et moyennes entreprises (chiffre d'affaires compris entre 2 millions d'euros et 50 millions) sont de très petits montants (inférieurs à 250 000 euros), alors que la part de ces crédits ne représente que 50 % pour les grandes entreprises (chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros). Par ailleurs, s'agissant des très petites entreprises, si près de 90 % du nombre des crédits dont elles bénéficient sont de montant unitaire inférieur à 250 000 euros, on observe une très forte concentration du montant global des concours qui leur sont consentis sur la tranche des crédits supérieurs à 20 millions d'euros. Toutefois, ceci reflète sans doute pour une bonne part la présence dans cette catégorie de divers *holdings* et véhicules de financement (cf. *supra*).

En outre, la ventilation des concours par types de crédits et tailles d'entreprises bénéficiaires (cf. tableau ci-après) permet d'éclairer certains traits de comportement en matière de recours au financement bancaire.

Concours accordés aux entreprises
Répartition en fonction de leur taille et de l'importance du crédit

(tranches de chiffre d'affaires en millions d'euros, répartition en %)



Montants des crédits octroyés
Répartition par types de concours et tailles d'entreprises bénéficiaires

(Chiffre d'affaires en millions d'euros, montant moyen et médiane en euros, répartition en %)

Type de crédit	Taille de l'entreprise bénéficiaire							
	CA ≤ 2	2 < CA ≤ 10	10 < CA ≤ 50	50 < CA	Siren sans cotation Banque de France	Total	Montant moyen	Médiane
Crédit-bail	1,9	11,7	6,8	1,8	10,1	4,7	56 575	19 500
Équipement	10,9	22,4	22,6	11,0	31,2	15,9	304 917	33 500
Habitat	1,4	7,9	8,0	4,2	18,5	6,7	392 751	130 000
Trésorerie	85,8	58,0	62,8	83,0	40,2	72,7	1 356 356	30 000
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	484 818	26 000
Montant moyen tous crédits confondus	1 053 623	268 030	545 380	2 697 048	140 438	484 818		
Médiane des montants tous crédits confondus	28 000	32 000	60 990	250 000	19 000	26 000		

Ainsi, les petites et moyennes entreprises recourent davantage au crédit-bail, aux crédits à l'équipement et au crédit à l'habitat, tandis que les grandes entreprises, de même que les très petites entreprises, semblent recourir de manière beaucoup plus prépondérante aux crédits de trésorerie.

Par ailleurs, quelles que soient les catégories de concours, les crédits semblent marqués par une forte concentration en termes de montants ainsi qu'en témoigne l'écart généralement substantiel entre leur valeur médiane et leur montant moyen. Particulièrement forte s'agissant des crédits de trésorerie, cette concentration est moindre pour le crédit-bail, le crédit à l'équipement et le crédit à l'habitat. Cela pourrait s'expliquer, notamment, par l'affectation de ces financements à un objet précis, dont le montant est lié à l'investissement réalisé.

2|2 Liaison coût du crédit/taille d'entreprise

Ainsi que l'illustre le tableau ci-après portant sur quatre collectes consécutives, la relation inverse entre coût et montant unitaire du crédit, régulièrement mise en lumière par les enquêtes sur le coût du crédit, va de pair au sein de chaque tranche de montants, avec une liaison également inverse entre coût du crédit et taille des entreprises. Ainsi, à titre d'exemple, sur la tranche des crédits d'un montant inférieur à 250 000 euros, l'écart de taux entre les crédits consentis aux entreprises réalisant moins de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires et ceux accordés aux entreprises réalisant plus de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires varie de 100 points de base à 120 points sur les quatre échéances considérées.

Taux appliqués aux crédits nouveaux d'un montant inférieur à 250 000 euros

(en moyenne mensuelle, chiffre d'affaires en millions d'euros, nombre de crédits en unités, taux en %)

Taille de l'entreprise bénéficiaire	Juillet 2004		Octobre 2004		Janvier 2005		Avril 2005	
	Nombre de crédits	Taux	Nombre de crédits	Taux	Nombre de crédits	Taux	Nombre de crédits	Taux
CA ≤ 2	2 664	4,8	2 587	4,8	2 355	4,8	2 664	4,8
2 < CA ≤ 10	3 807	4,4	3 738	4,4	3 375	4,3	4 019	4,3
10 < CA ≤ 50	1 780	4,0	1 685	4,0	1 592	3,9	1 981	3,8
50 > CA	735	3,8	645	3,7	678	3,6	495	3,8
Siren sans cotation Banque de France	14 224	4,9	12 352	5,0	10 996	4,8	16 575	4,8
Total	23 210	–	21 007	–	18 996	–	25 734	–

STATISTIQUES

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'obligations et d'actions cotées 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

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 18 avril.

Figure 1
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France

(données cvs)

	2005				2006		
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**23**	**-9**	**17**	**5**	**14**	**7**	**20**
Biens intermédiaires	21	-7	14	1	11	8	15
Biens d'équipement	21	2	17	19	12	11	24
Industrie automobile	43	-40	37	-12	28	-9	21
Biens de consommation	16	-8	18	11	17	7	20
Industries agricoles et alimentaires	13	0	15	4	7	13	11
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**15**	**16**	**9**	**14**	**11**	**16**	**12**
Biens intermédiaires	16	12	9	14	7	11	12
Biens d'équipement	16	15	20	22	20	27	24
Industrie automobile	16	7	-19	14	1	14	-7
Biens de consommation	16	25	18	18	12	14	16
Industries agricoles et alimentaires	10	14	4	2	15	10	7
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**23**	**-6**	**15**	**5**	**10**	**11**	**27**
Étrangères	15	1	18	5	11	11	26
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**8**	**7**	**8**	**9**	**14**	**17**	**21**
Biens intermédiaires	4	0	8	5	9	6	11
Biens d'équipement	33	34	38	44	43	45	53
Biens de consommation	11	11	12	10	13	19	21
Industries agricoles et alimentaires	-2	-7	-3	-6	2	4	4
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**5**	**5**	**4**	**4**	**5**	**4**	**7**
Biens intermédiaires	2	5	2	2	2	0	1
Biens d'équipement	5	8	5	8	3	4	4
Industrie automobile	12	5	4	2	10	12	28
Biens de consommation	2	2	2	1	10	6	10
Industries agricoles et alimentaires	6	7	6	8	9	5	8
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**83,4**	**83,3**	**83,8**	**82,5**	**84,2**	**84,1**	**84,7**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	0	-4	-1	-2	-2	-4	-1
Au cours des prochains mois	-6	-6	-6	-5	-8	-6	-7
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	100	**102**	**105**	**101**	**105**	**103**	**108**

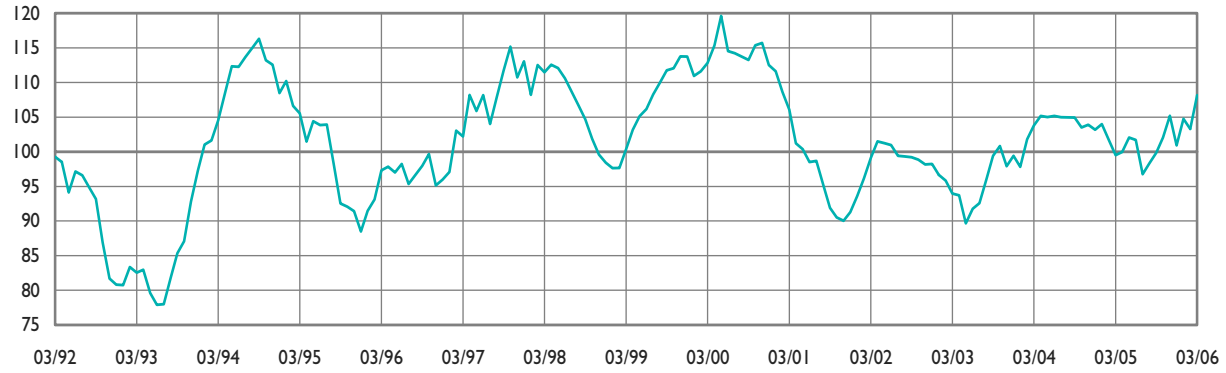
(a) Données exprimées en solde des opinions
(b) Données exprimées en pourcentage
(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en 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 14 avril 2006*

Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)

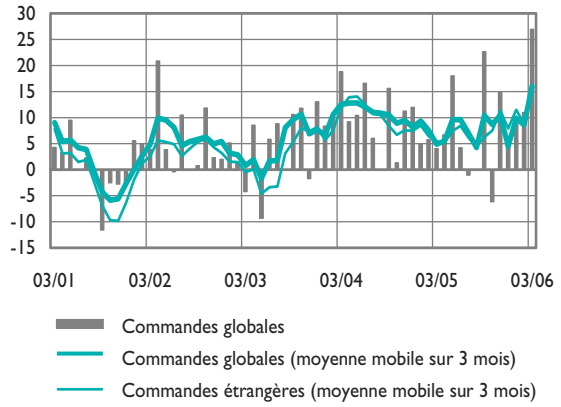
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



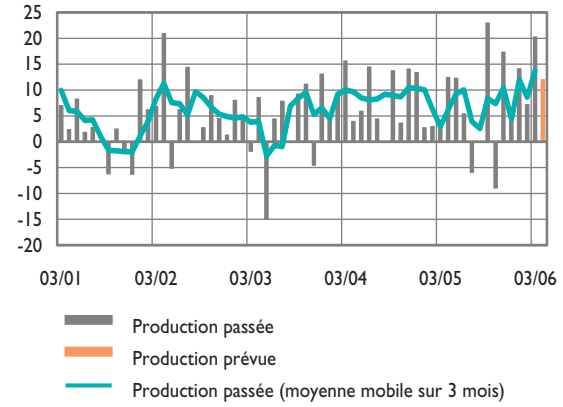
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



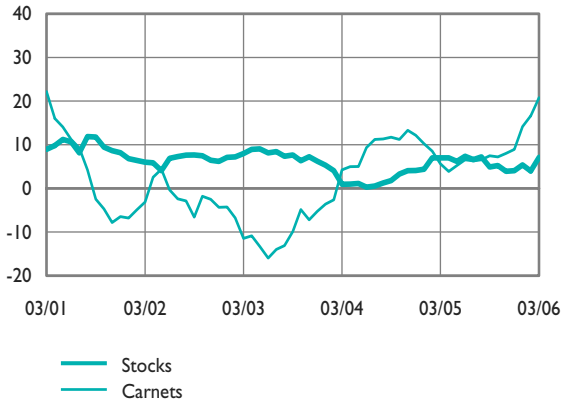
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



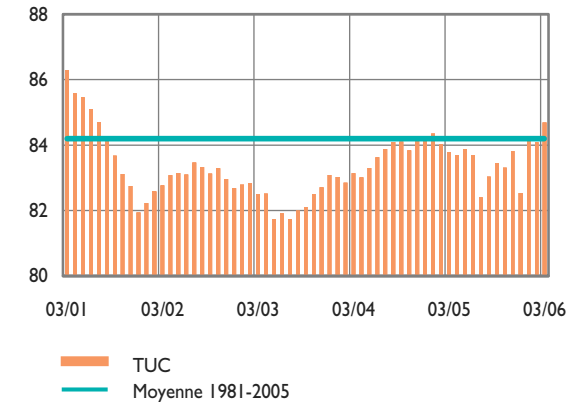
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

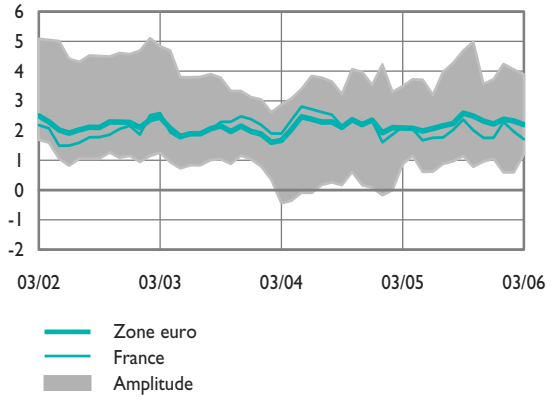
	2005						2006		
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
France	1,8	2,0	2,4	2,0	1,8	1,8	2,3	2,0	1,7
Allemagne	1,8	1,9	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	1,9
Italie	2,1	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2	2,2	2,2
Zone euro	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2
Royaume-Uni	2,4	2,3	2,4	2,3	2,1	1,9	1,9	2,1	nd
Union européenne	2,1	2,2	2,5	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	nd
États-Unis	3,2	3,6	4,7	4,3	3,5	3,4	4,0	3,6	nd
Japon	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-0,1	0,5	0,4	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2003	2004	2005	2005				2006	
				sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
France	2,2	2,3	1,9	0,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,2
Allemagne	1,0	1,8	1,9	0,6	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2
Italie	2,8	2,3	2,2	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3
Zone euro	2,1	2,1	2,2	0,4	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	nd
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,3	2,7	3,4	1,2	0,3	-0,7	-0,1	0,7	0,1
Japon	-0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,4	-0,1

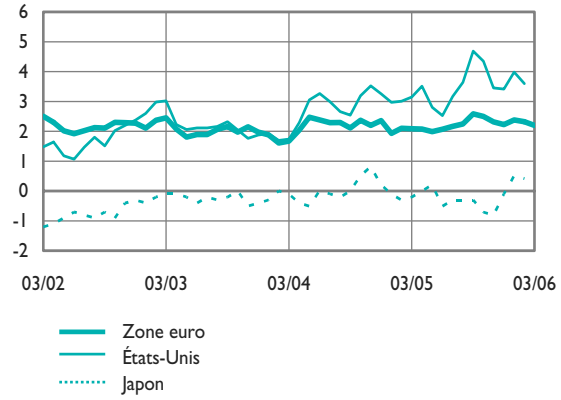
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)



Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

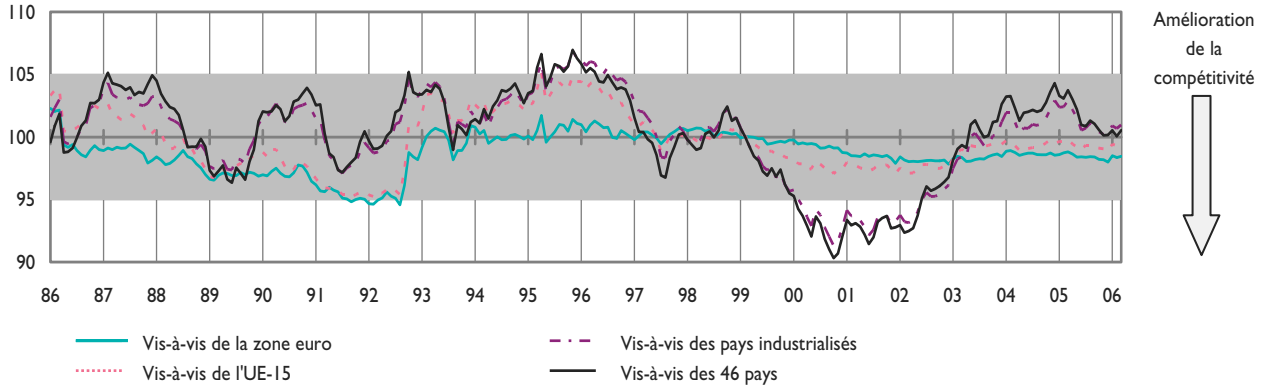
Sources : nationales, Eurostat

Réalisé le 14 avril 2006

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

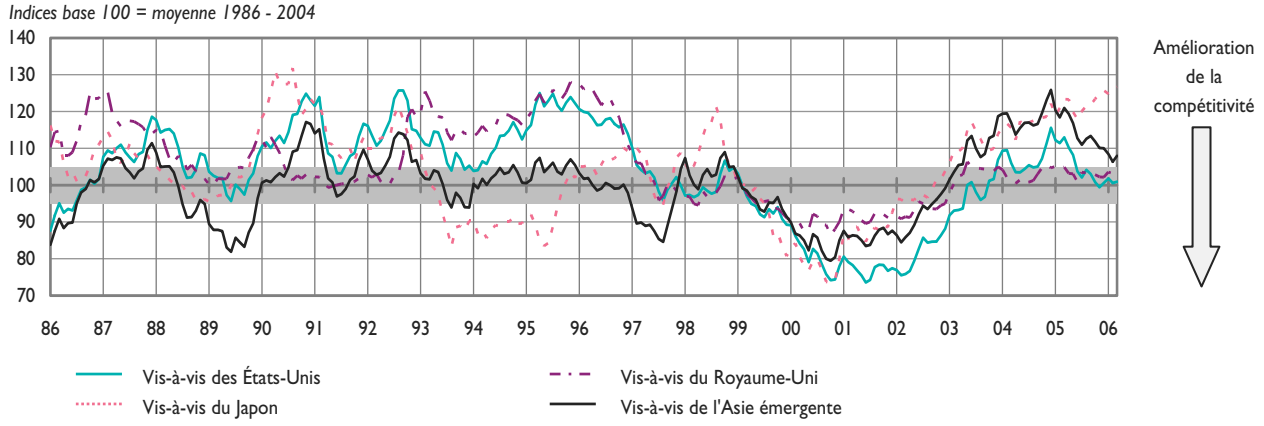
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



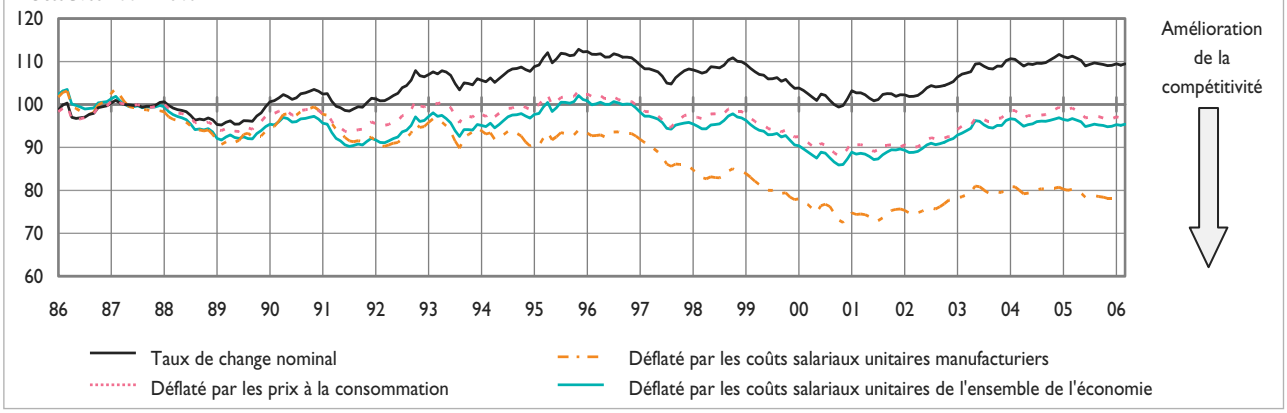
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

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 Datatstream
Calculs : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

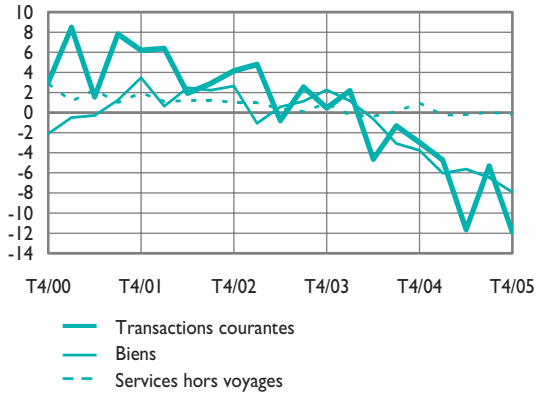
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2004	2005			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte de transactions courantes	**-6 753**	**-33 558**	**-2 985**	**-4 709**	**-11 635**	**-5 325**	**-11 889**
Biens	-6 315	-26 022	-3 767	-6 034	-5 623	-6 457	-7 908
Services hors voyages	456	-590	936	-243	-211	52	-188
Voyages	9 813	8 911	2 717	989	2 698	2 666	2 558
Revenus	6 858	6 246	1 764	3 785	-2 981	4 734	708
Transferts courants	-17 565	-22 103	-4 635	-3 206	-5 518	-6 320	-7 059
Compte de capital	**1 741**	**525**	**403**	**135**	**386**	**377**	**-373**
Compte financier	**323**	**-1 405**	**-911**	**-1 589**	**5 340**	**15 046**	**-20 202**
Investissements directs	-18 913	-39 815	-2 824	-7 411	3 385	-6 629	-29 160
Français à l'étranger	*-38 498*	*-79 853*	*-8 330*	*-18 166*	*-5 838*	*-16 203*	*-39 646*
Étrangers en France	*19 585*	*40 038*	*5 506*	*10 755*	*9 223*	*9 574*	*10 486*
Investissements de portefeuille	-46 322	-9 931	-16 049	-12 599	-808	21 449	-17 973
Avoirs	*-179 964*	*-183 869*	*-48 899*	*-52 424*	*-45 088*	*-25 794*	*-60 563*
Engagements	*133 642*	*173 938*	*32 850*	*39 825*	*44 280*	*47 243*	*42 590*
Produits financiers dérivés	5 100	5 518	-207	-4 109	9 589	242	-204
Autres investissements	63 967	35 768	19 384	21 365	-7 882	-1 823	24 108
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	-1 215	1 165	1 056	1 807	3 027
Erreurs et omissions nettes	**4 689**	**34 438**	**3 493**	**6 163**	**5 909**	**-10 098**	**32 464**

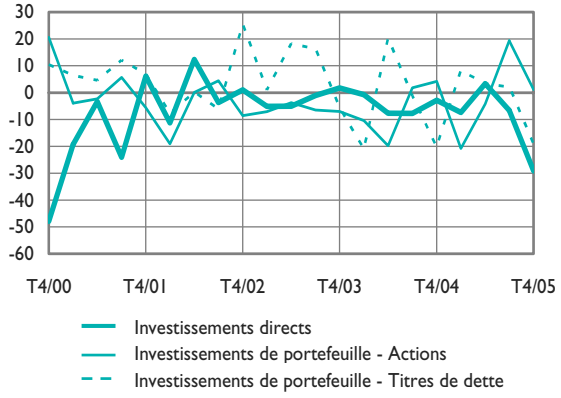
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



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

Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 6
Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2004	2005			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte de transactions courantes	**-6 753**	**-33 558**	**-2 985**	**-4 709**	**-11 635**	**-5 325**	**-11 889**
Biens	**-6 315**	**-26 022**	**-3 767**	**-6 034**	**-5 623**	**-6 457**	**-7 908**
Exportations	*338 689*	*354 230*	*89 099*	*86 034*	*90 326*	*84 230*	*93 640*
Importations	*345 004*	*380 252*	*92 866*	*92 068*	*95 949*	*90 687*	*101 548*
Marchandises générales	-5 761	-24 318	-3 407	-5 749	-5 231	-5 961	-7 377
Avitaillement	-470	-983	-166	-134	-227	-265	-357
Travail à façon et réparations	-84	-721	-194	-151	-165	-231	-174
Services hors voyages	**456**	**-590**	**936**	**-243**	**-211**	**52**	**-188**
Exportations	*55 985*	*58 570*	*14 975*	*13 739*	*14 471*	*14 792*	*15 568*
Importations	*55 529*	*59 160*	*14 039*	*13 982*	*14 682*	*14 740*	*15 756*
Transports	-504	-884	-131	-178	-221	-61	-424
Services de communication	925	1 090	250	258	249	341	242
Services de construction	1 196	1 639	338	439	312	397	491
Services d'assurances	-544	-948	-158	-347	-213	-298	-90
Services financiers	-846	-781	-156	-102	-168	-240	-271
Services d'informatique et d'information	34	-86	-21	-19	-28	-32	-7
Redevances et droits de licence	1 539	2 207	755	536	371	691	609
Autres services aux entreprises	-881	-2 213	221	-767	-353	-605	-488
Services personnels, culturels et récréatifs	-253	-517	-95	-38	-152	-115	-212
Services des administrations publiques	-210	-97	-67	-25	-8	-26	-38
Voyages	**9 813**	**8 911**	**2 717**	**989**	**2 698**	**2 666**	**2 558**
Recettes	*32 834*	*33 981*	*7 662*	*6 343*	*9 306*	*10 578*	*7 754*
Dépenses	*23 021*	*25 070*	*4 945*	*5 354*	*6 608*	*7 912*	*5 196*
Revenus	**6 858**	**6 246**	**1 764**	**3 785**	**-2 981**	**4 734**	**708**
Rémunérations des salariés	8 409	8 471	2 111	2 115	2 123	2 129	2 104
Revenus des investissements	-1 551	-2 225	-347	1 670	-5 104	2 605	-1 396
Directs	*12 573*	*11 128*	*4 519*	*2 267*	*2 620*	*2 024*	*4 217*
De portefeuille	*-11 658*	*-9 589*	*-4 142*	*509*	*-6 260*	*1 445*	*-5 283*
Autres	*-2 466*	*-3 764*	*-724*	*-1 106*	*-1 464*	*-864*	*-330*
Transferts courants	**-17 565**	**-22 103**	**-4 635**	**-3 206**	**-5 518**	**-6 320**	**-7 059**
Transferts courants du secteur des APU	-10 947	-14 878	-2 955	-1 185	-3 839	-4 299	-5 555
Transferts courants des autres secteurs	-6 618	-7 225	-1 680	-2 021	-1 679	-2 021	-1 504
dont envois de fonds des travailleurs	*-2 135*	*-2 087*	*-506*	*-476*	*-510*	*-606*	*-495*
Compte de capital	**1 741**	**525**	**403**	**135**	**386**	**377**	**-373**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

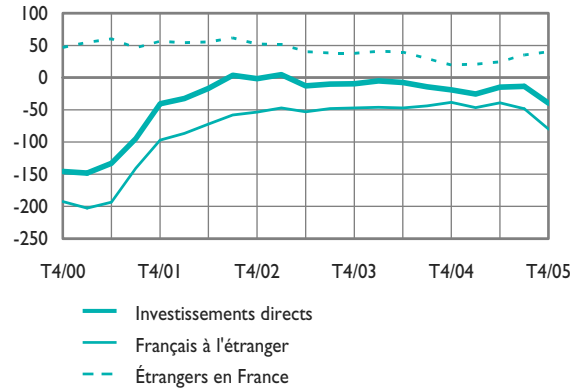
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2004	2005			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte financier	**323**	**-1 405**	**-911**	**-1 589**	**5 340**	**15 046**	**-20 202**
Investissements directs	-18 913	-39 815	-2 824	-7 411	3 385	-6 629	-29 160
Français à l'étranger	-38 498	-79 853	-8 330	-18 166	-5 838	-16 203	-39 646
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-26 664*	*-34 153*	*-7 393*	*-8 643*	*2 140*	*-8 159*	*-19 491*
Étrangers en France	19 585	40 038	5 506	10 755	9 223	9 574	10 486
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*5 551*	*17 165*	*1 925*	*5 817*	*2 438*	*3 171*	*5 739*
Investissements de portefeuille	-46 322	-9 931	-16 049	-12 599	-808	21 449	-17 973
Avoirs	-179 964	-183 869	-48 899	-52 424	-45 088	-25 794	-60 563
Actions	*-49 120*	*-47 015*	*-12 151*	*-26 525*	*-821*	*42*	*-19 711*
Obligations	*-119 388*	*-130 100*	*-24 775*	*-34 971*	*-42 145*	*-17 703*	*-35 281*
Instruments du marché monétaire	*-11 456*	*-6 754*	*-11 973*	*9 072*	*-2 122*	*-8 133*	*-5 571*
Engagements	133 642	173 938	32 850	39 825	44 280	47 243	42 590
Actions	*25 016*	*42 533*	*16 375*	*5 754*	*-3 345*	*19 261*	*20 863*
Obligations	*94 450*	*105 091*	*31 634*	*23 110*	*35 227*	*19 492*	*27 262*
Instruments du marché monétaire	*14 176*	*26 314*	*-15 159*	*10 961*	*12 398*	*8 490*	*-5 535*
Produits financiers dérivés	5 100	5 518	-207	-4 109	9 589	242	-204
Autres investissements	63 967	35 768	19 384	21 365	-7 882	-1 823	24 108
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*40 659*	*12 199*	*15 067*	*8 940*	*-8 415*	*6 355*	*5 319*
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	-1 215	1 165	1 056	1 807	3 027
Erreurs et omissions nettes	**4 689**	**34 438**	**3 493**	**6 163**	**5 909**	**-10 098**	**32 464**

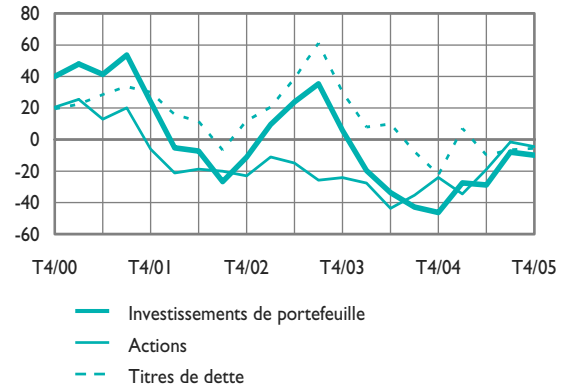
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



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

Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 8
Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	4ème trimestre 2005					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
Compte de transactions courantes	**-15 059**	**-2 957**	**963**	**3 583**	**690**	**492**
Recettes	*66 257*	*19 741*	*4 799*	*13 909*	*2 629*	*5 527*
Dépenses	*81 316*	*22 698*	*3 836*	*10 326*	*1 939*	*5 035*
Biens	-11 641	1 767	450	1 734	-31	309
Recettes	*46 298*	*9 921*	*3 703*	*6 562*	*1 478*	*2 664*
Dépenses	*57 939*	*8 154*	*3 253*	*4 828*	*1 509*	*2 355*
Services	-1 442	645	457	1 020	374	-59
Recettes	*6 629*	*3 582*	*941*	*3 524*	*679*	*1 153*
Dépenses	*8 071*	*2 937*	*484*	*2 504*	*305*	*1 212*
Revenus	-838	-1 516	40	995	348	514
Recettes	*12 008*	*4 956*	*106*	*3 556*	*456*	*1 313*
Dépenses	*12 846*	*6 472*	*66*	*2 561*	*108*	*799*
Transferts courants	-1 137	-3 855	16	-167	-1	-272
Compte financier	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Investissements directs	-15 337	-8 759	400	-1 255	-1 195	-2 083
Français à l'étranger	*-20 155*	*-10 216*	*288*	*-3 388*	*-1 060*	*-2 956*
Étrangers en France	*4 818*	*1 457*	*112*	*2 133*	*-135*	*873*
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-27 483	-6 571	-665	-3 260	-6 496	-3 030
Actions	*-3 640*	*-8 154*	*-316*	*-3 175*	*-1 512*	*-2 543*
Obligations	*-14 674*	*-1 495*	*-364*	*-5 533*	*-3 988*	*67*
Instruments du marché monétaire	*-9 169*	*3 078*	*15*	*5 448*	*-997*	*-554*
Autres investissements	-9 150	12 298	-1 457	16 939	173	-2 380
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-10 887	2 942	-1 958	12 533	57	-2 167

(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.

Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2005	2006		Cumul 12 mois	
					2005	2006
	fév. (a)	déc. (a)	janv. (b)	fév. (b)	fév. (a)	fév. (b)
Compte de transactions courantes	**-466**	**-1 115**	**-4 509**	**505**	**-12 227**	**-34 198**
Biens	-1 405	-2 494	-3 884	-1 763	-10 521	-27 906
Services hors voyages	-51	161	-447	-603	433	-1 281
Voyages	137	867	301	83	9 529	8 783
Revenus	2 843	3 323	669	2 022	6 870	7 425
Transferts courants	-1 990	-2 972	-1 148	766	-18 538	-21 219
Compte de capital	**153**	**-14**	**180**	**26**	**1 684**	**620**
Compte financier	**-40**	**-20 277**	**5 716**	**8 931**	**16 601**	**6 869**
Investissements directs	-2 966	-14 627	110	1 126	-23 377	-31 302
Français à l'étranger	*-2 824*	*-19 933*	*-3 414*	*-3 328*	*-38 053*	*-78 191*
Capital social	*-1 219*	*-16 114*	*-964*	*-491*	*-25 636*	*-25 472*
Bénéfices réinvestis	*-404*	*-404*	*-404*	*-1 165*	*-4 032*	*-5 609*
Autres opérations	*-1 201*	*-3 415*	*-2 046*	*-1 672*	*-8 385*	*-47 110*
Étrangers en France	*-142*	*5 306*	*3 524*	*4 454*	*14 676*	*46 889*
Capital social	*298*	*2 541*	*1 389*	*2 139*	*4 874*	*15 721*
Bénéfices réinvestis	*153*	*153*	*153*	*459*	*1 196*	*2 142*
Autres opérations	*-593*	*2 612*	*1 982*	*1 856*	*8 606*	*29 026*
Investissements de portefeuille	1 282	876	-29 091	-6 633	-42 812	-17 535
Avoirs	*-15 551*	*-14 446*	*-37 124*	*-26 583*	*-175 975*	*-192 915*
Actions	*-16 843*	*-8 175*	*-4 788*	*-16 945*	*-63 549*	*-44 282*
Obligations	*-12 807*	*-13 908*	*-30 143*	*-17 155*	*-125 660*	*-140 906*
Instruments du marché monétaire	*14 099*	*7 637*	*-2 193*	*7 517*	*13 234*	*-7 727*
Engagements	*16 833*	*15 322*	*8 033*	*19 950*	*133 163*	*175 380*
Actions	*1 629*	*19 427*	*2 794*	*6 017*	*30 683*	*45 855*
Obligations	*16 406*	*5 846*	*-2 199*	*11 829*	*86 811*	*102 505*
Instruments du marché monétaire	*-1 202*	*-9 951*	*7 438*	*2 104*	*15 669*	*27 020*
Produits financiers dérivés	-127	-683	506	539	2 564	7 141
Autres investissements	-339	-7 901	34 981	14 094	84 123	42 410
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-3 707*	*230*	*33 293*	*11 097*	*52 458*	*26 486*
Avoirs de réserve	2 110	2 058	-790	-195	-3 897	6 155
Erreurs et omissions nettes	**353**	**21 406**	**-1 387**	**-9 462**	**-6 058**	**26 709**

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

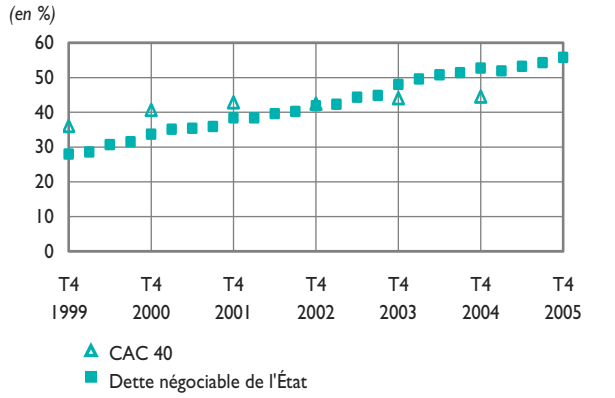
Source : Banque de France *Réalisé le 21 mars 2006*

Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

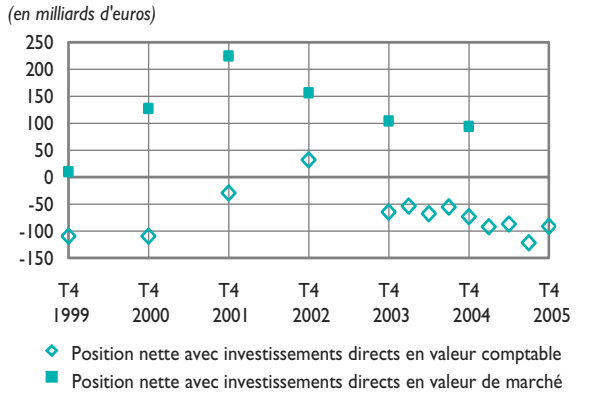
(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
Créances	**2 011,3**	**2 327,6**	**2 347,0**	**2 518,1**	**2 831,2**	**3 539,0**
Investissements directs français à l'étranger	478,3	577,4	559,1	570,2	599,7	700,9
Capitaux propres	*353,1*	*409,6*	*390,2*	*376,7*	*396,7*	*447,1*
Autres opérations	*125,2*	*167,8*	*168,9*	*193,5*	*203,0*	*253,8*
Investissements de portefeuille	713,3	826,6	888,6	1 084,4	1 290,9	1 552,7
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*274,4*	*301,8*	*390,5*	*480,3*	*575,2*	*676,4*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*438,9*	*524,8*	*498,1*	*604,1*	*715,7*	*876,3*
Produits financiers dérivés	102,1	124,6	103,1	100,8	102,0	187,0
Autres investissements	649,2	732,3	737,4	706,7	781,8	1 035,3
IFM	*461,8*	*514,2*	*516,4*	*492,0*	*577,3*	*825,7*
Non IFM	*187,4*	*218,1*	*221,0*	*214,7*	*204,6*	*209,6*
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0
Engagements	**-2 120,7**	**-2 356,9**	**-2 315,0**	**-2 582,9**	**-2 904,4**	**-3 630,3**
Investissements directs étrangers en France	-279,2	-335,1	-367,3	-411,9	-430,4	-473,5
Capitaux propres	*-195,3*	*-212,2*	*-232,3*	*-261,6*	*-267,1*	*-284,3*
Autres opérations	*-83,9*	*-122,9*	*-135,1*	*-150,3*	*-163,2*	*-189,3*
Investissements de portefeuille	-1 020,1	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 466,9	-1 757,8
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-182,9*	*-251,1*	*-242,9*	*-287,6*	*-320,1*	*-390,2*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-837,3*	*-866,9*	*-811,5*	*-1 000,2*	*-1 146,8*	*-1 367,6*
Produits financiers dérivés	-105,6	-118,9	-107,1	-109,9	-109,9	-205,8
Autres investissements	-715,8	-784,8	-786,1	-773,2	-897,2	-1 193,1
IFM	*-569,9*	*-622,1*	*-632,1*	*-624,2*	*-741,0*	*-1 011,1*
Non IFM	*-145,9*	*-162,7*	*-154,0*	*-149,1*	*-156,1*	*-182,0*
Position nette	**-109,4**	**-29,3**	**32,1**	**-64,7**	**-73,2**	**-91,3**

Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État



Position extérieure de la France



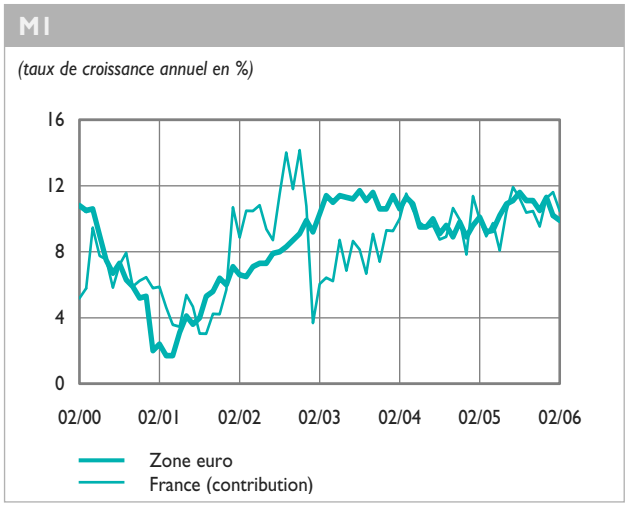
Source : Banque de France

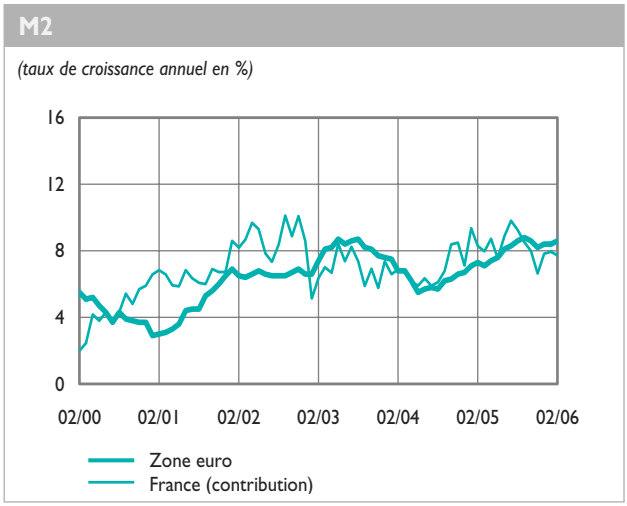
Réalisé le 14 avril 2006

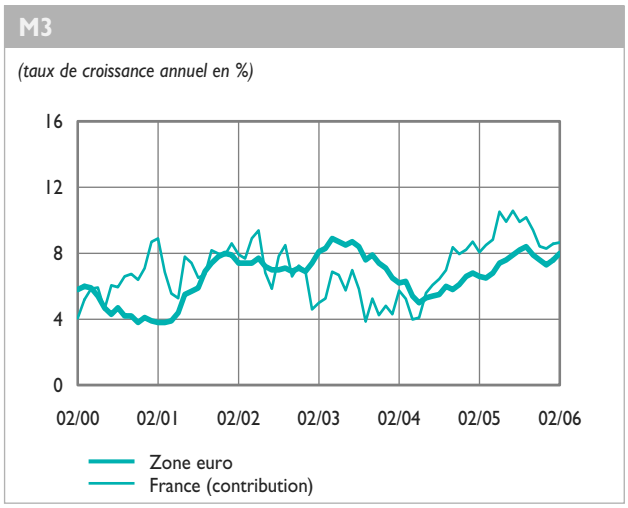
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

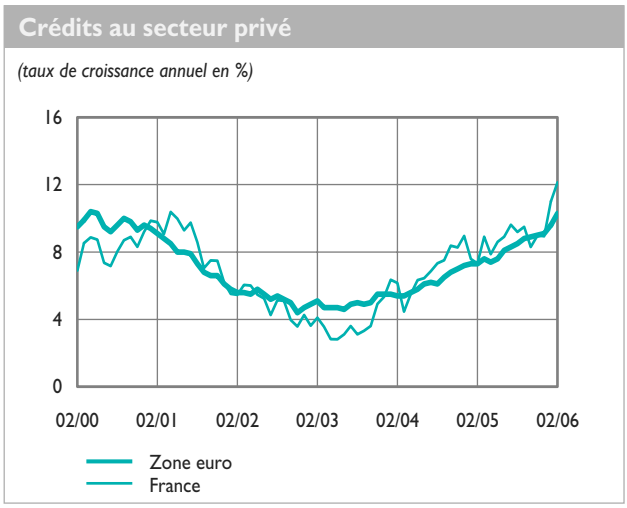
(taux de croissance annuel en %, données corrigées des effets saisonniers de calendrier)

	2003	2004	2005	2005	2005					2006	
	déc.	déc.	déc.	fév.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
M1											
Zone euro	10,6	8,9	11,3	10,1	11,6	11,1	11,1	10,5	11,3	10,2	9,9
France (contribution)	9,3	7,8	11,2	9,9	11,2	10,4	10,5	9,5	11,2	11,6	10,5
M2											
Zone euro	7,6	6,7	8,4	7,3	8,6	8,8	8,6	8,2	8,4	8,4	8,6
France (contribution)	7,4	7,1	7,8	8,3	9,3	8,5	8,0	6,6	7,8	7,9	7,7
M3											
Zone euro	7,1	6,6	7,3	6,6	8,2	8,4	7,9	7,6	7,3	7,6	8,0
France (contribution)	4,8	8,2	8,3	8,1	9,9	10,2	9,4	8,4	8,3	8,6	8,6
Crédits au secteur privé											
Zone euro	5,5	7,2	9,1	7,3	8,5	8,8	8,9	9,0	9,1	9,6	10,3
France	5,3	9,0	8,9	7,3	9,2	9,5	8,3	9,0	8,9	11,0	12,1









Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 avril 2006

Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2003	2004	2005	2005	2005		2006	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Actif								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	27,6	41,3	34,2	31,8	34,3
Crédits	11,5	17,7	27,4	21,7	34,1	27,4	24,3	26,8
IFM	*11,1*	*17,3*	*27,1*	*21,3*	*33,8*	*27,1*	*24,0*	*26,5*
Administration centrale	*0,2*	*0,2*	*0,1*	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Secteur privé	*0,3*	*0,3*	*0,2*	*0,3*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres autres que des actions	4,9	5,5	6,8	5,9	7,2	6,8	7,5	7,6
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Administration centrale	*4,9*	*5,5*	*6,8*	*5,9*	*7,2*	*6,8*	*7,5*	*7,6*
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	32,5	23,9	20,4	13,3	9,1	20,4	19,0	16,9
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	25,0	23,6	22,8	25,2	26,2
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	31,5	38,4	39,5	42,6	42,3
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	72,1	86,3	93,1	90,8	90,9
Total	**158,9**	**174,9**	**210,0**	**169,4**	**198,7**	**210,0**	**209,4**	**210,6**
Passif								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	27,9	27,4	29,6	31,5	32,5
IFM	27,8	28,7	28,6	27,1	26,5	28,6	30,6	31,7
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	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	3,8	7,3	8,2	6,5	8,7	8,2	9,8	10,0
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	135,0	161,4	172,2	168,2	168,1
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	95,5	105,6	110,2	106,7	107,5
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	35,5	32,9	45,7	32,8	41,9	45,7	46,6	46,6
Autres	5,8	7,4	16,3	6,7	13,9	16,3	14,9	14,0
Total	**158,9**	**174,9**	**210,0**	**169,4**	**198,7**	**210,0**	**209,4**	**210,6**

(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.

Source : Banque de France *Réalisé le 18 avril 2006*

Figure 13
Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France

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

	2003	2004	2005	2005	2005		2006	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Actif								
Territoire national	2 999,4	3 200,9	3 291,2	3 243,2	3 380,1	3 291,2	3 312,1	3 356,5
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 518,8	2 424,3	2 578,0	2 518,8	2 525,7	2 551,6
IFM	*947,8*	*1 013,1*	*996,3*	*1 017,2*	*1 082,2*	*996,3*	*985,9*	*990,3*
APU	*142,0*	*139,5*	*150,9*	*132,9*	*134,8*	*150,9*	*142,8*	*143,2*
Secteur privé	*1 175,9*	*1 263,8*	*1 371,6*	*1 274,2*	*1 361,0*	*1 371,6*	*1 397,0*	*1 418,0*
Titres autres que des actions	431,2	460,8	456,2	487,9	479,4	456,2	469,8	484,4
IFM ≤ 2 ans	*129,8*	*162,6*	*139,2*	*160,4*	*146,9*	*139,2*	*149,1*	*157,8*
IFM > 2 ans	*49,8*	*53,3*	*56,3*	*53,9*	*56,0*	*56,3*	*57,2*	*58,4*
APU	*157,5*	*155,8*	*170,0*	*172,5*	*179,2*	*170,0*	*169,1*	*175,0*
Secteur privé	*94,2*	*89,2*	*90,7*	*101,1*	*97,3*	*90,7*	*94,3*	*93,2*
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	79,9	71,0	81,3	79,9	81,4	80,6
Actions et autres participations	238,8	255,9	236,3	260,1	241,4	236,3	235,3	239,8
Autres États de la zone euro	465,9	553,9	734,3	580,4	739,3	734,3	784,7	798,0
Reste du monde	502,8	608,3	835,3	673,0	885,0	835,3	881,7	889,3
Non ventilés par zones géographiques	379,1	417,0	575,6	455,7	598,6	575,6	629,9	703,3
Total	**4 347,1**	**4 780,2**	**5 436,3**	**4 952,4**	**5 603,1**	**5 436,3**	**5 608,4**	**5 747,2**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 246,4	2 193,2	2 289,8	2 246,4	2 205,8	2 203,4
IFM	933,2	1 006,6	1 018,8	1 027,4	1 106,2	1 018,8	989,4	987,1
Administration centrale	39,0	43,9	45,9	34,6	28,8	45,9	33,8	49,1
Autres secteurs	1 075,5	1 129,6	1 181,7	1 131,2	1 154,8	1 181,7	1 182,7	1 167,1
Dépôts à vue	*344,1*	*357,1*	*393,9*	*348,3*	*372,0*	*393,9*	*390,3*	*378,1*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*49,6*	*45,5*	*53,1*	*46,8*	*52,5*	*53,1*	*52,2*	*54,6*
Dépôts à terme > 2 ans	*299,3*	*306,4*	*306,8*	*307,1*	*302,9*	*306,8*	*304,4*	*299,7*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*351,8*	*377,5*	*391,4*	*383,1*	*385,2*	*391,4*	*398,7*	*399,6*
Pensions	*30,7*	*43,2*	*36,5*	*45,9*	*42,4*	*36,5*	*37,1*	*35,1*
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	267,9	244,5	286,7	267,9	286,0	293,1
IFM	173,6	201,5	223,5	207,2	243,2	223,5	238,4	247,1
Autres secteurs	28,2	37,1	44,4	37,3	43,5	44,4	47,6	46,0
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	750,6	567,0	790,7	750,6	801,5	817,1
Non ventilés par zones géographiques	1 667,8	1 849,6	2 171,3	1 947,6	2 235,9	2 171,3	2 315,1	2 433,6
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*218,3*	*259,4*	*271,8*	*268,1*	*286,8*	*271,8*	*292,8*	*312,5*
Titres de créance émis > 2 ans	*375,2*	*404,8*	*458,6*	*412,7*	*456,7*	*458,6*	*460,2*	*467,6*
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	369,2	399,8	387,8	399,1	403,4
Capital et réserves	294,9	310,2	311,6	309,1	312,3	311,6	314,7	314,8
Autres	451,6	521,1	741,5	588,6	780,2	741,5	848,3	935,3
Total	**4 347,1**	**4 780,2**	**5 436,3**	**4 952,4**	**5 603,1**	**5 436,3**	**5 608,4**	**5 747,2**

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 ».

Source : Banque de France *Réalisé le 18 avril 2006*

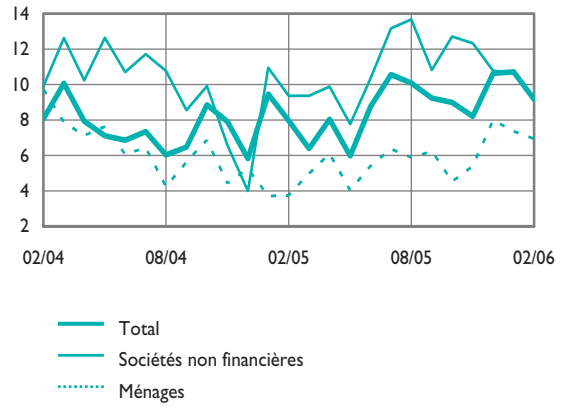
Figure 14
Dépôts – France

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

	2003	2004	2005	2005	2005		2006	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,0	373,2	394,1	425,0	410,4	405,5
Ménages et assimilés	*202,4*	*212,9*	*230,1*	*206,8*	*217,2*	*230,1*	*225,5*	*221,3*
Sociétés non financières	*120,0*	*124,2*	*139,2*	*118,9*	*132,4*	*139,2*	*132,4*	*131,5*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*39,2*	*47,8*	*55,7*	*47,5*	*44,4*	*55,7*	*52,5*	*52,8*
Autres agents	19,2	17,5	21,8	18,3	20,6	21,8	30,3	23,4
Total – Encours	**380,9**	**402,4**	**446,8**	**391,5**	**414,7**	**446,8**	**440,7**	**428,9**
Total – Taux de croissance	**6,6**	**5,8**	**10,6**	**8,0**	**8,2**	**10,6**	**10,7**	**9,2**
Comptes sur livret								
Livrets A	112,2	113,5	111,3	114,0	110,0	111,3	113,0	112,7
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,5	16,5	16,9	17,1	17,2
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	39,1	38,5	39,1	39,3	39,1
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,6	46,0	47,0	48,1	48,3
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,5	56,3	55,8	56,5	56,1	56,4
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,2	6,3	6,4	6,3	6,3
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,3	104,4	112,0	114,3	118,7	119,6
Total – Encours	**351,8**	**377,5**	**391,4**	**383,1**	**385,2**	**391,4**	**398,7**	**399,6**
Total – Taux de croissance	**10,0**	**7,3**	**3,7**	**7,4**	**4,4**	**3,7**	**4,1**	**4,3**

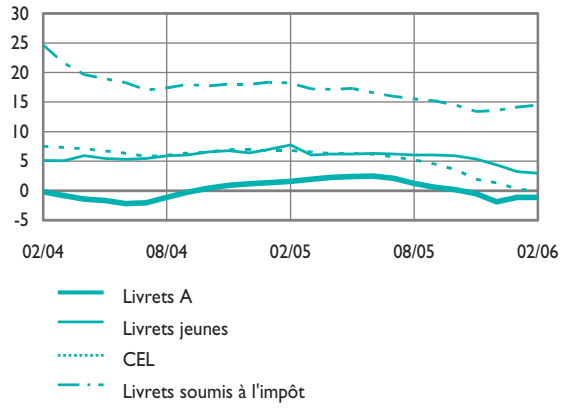
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 18 avril 2006

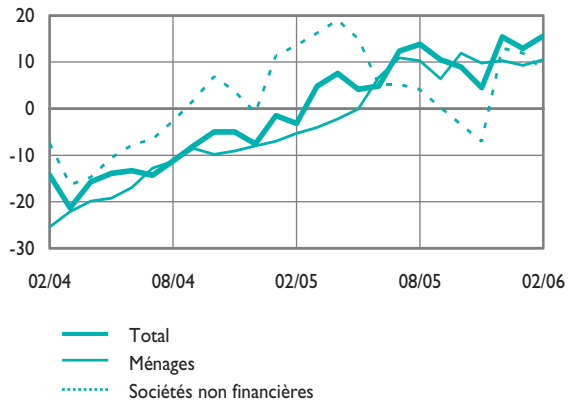
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2003	2004	2005	2005	2005		2006	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,3	43,5	46,1	47,3	47,9	48,2
Ménages et assimilés	*20,4*	*18,6*	*20,8*	*18,9*	*21,2*	*20,8*	*20,8*	*21,1*
Sociétés non financières	*23,3*	*22,8*	*26,1*	*24,4*	*24,6*	*26,1*	*26,7*	*26,7*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,4*	*0,3*	*0,3*	*0,2*	*0,3*	*0,3*	*0,4*	*0,4*
Autres agents	5,5	3,8	5,8	3,4	6,3	5,8	4,4	6,4
Total – Encours	**49,6**	**45,5**	**53,1**	**46,8**	**52,5**	**53,1**	**52,2**	**54,6**
Total – Taux de croissance	**-16,9**	**-7,6**	**15,4**	**-3,1**	**4,5**	**15,4**	**12,9**	**15,6**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,4	296,5	290,7	294,4	292,1	287,1
Ménages et assimilés	*279,1*	*282,6*	*281,0*	*283,0*	*277,4*	*281,0*	*278,9*	*274,6*
PEL	*216,7*	*224,2*	*225,4*	*224,9*	*222,2*	*225,4*	*222,9*	*219,1*
PEP	*46,0*	*42,5*	*39,0*	*41,9*	*38,6*	*39,0*	*38,8*	*38,1*
Autres	*16,4*	*15,9*	*16,6*	*16,2*	*16,6*	*16,6*	*17,2*	*17,4*
Sociétés non financières	*9,9*	*13,1*	*13,4*	*13,5*	*13,2*	*13,4*	*13,2*	*12,5*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres agents	10,3	10,6	12,4	10,6	12,2	12,4	12,3	12,6
Total – Encours	**299,3**	**306,4**	**306,8**	**307,1**	**302,9**	**306,8**	**304,4**	**299,7**
Total – Taux de croissance	**4,9**	**2,3**	**0,1**	**2,6**	**1,9**	**0,1**	**-1,3**	**-2,4**

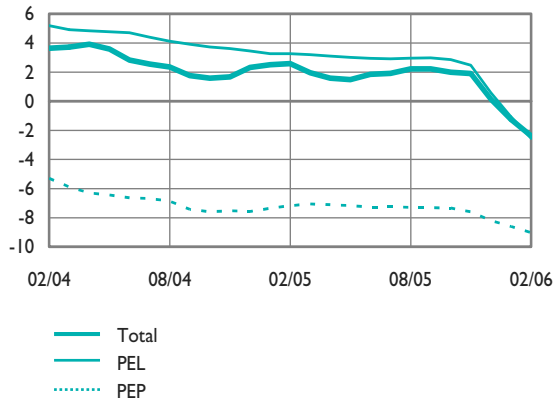
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 avril 2006

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 %)

	2003	2004	2005	2005	2005			2006	
	déc.	déc.	déc.	fév.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 371,8	1 274,4	1 343,7	1 361,2	1 371,8	1 397,2	1 418,3
Administrations publiques	142,2	139,7	151,0	133,0	135,9	134,9	151,0	142,9	143,3
Total – Encours	**1 318,4**	**1 403,7**	**1 522,8**	**1 407,5**	**1 479,6**	**1 496,1**	**1 522,8**	**1 540,1**	**1 561,5**
Secteur privé	5,2	8,3	8,6	7,2	8,0	8,7	8,6	10,3	11,4
Administrations publiques	12,5	-0,5	8,0	-2,6	-0,6	1,7	8,0	5,2	7,6
Total – Taux de croissance	**6,0**	**7,4**	**8,5**	**6,2**	**7,1**	**8,0**	**8,5**	**9,8**	**11,1**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	207,1	216,3	228,8	217,7	224,2	224,7	228,8	230,7	230,4
Trésorerie	136,6	144,4	155,7	140,3	152,8	153,0	155,7	159,9	162,8
Autres objets	171,2	180,9	192,1	178,7	187,8	190,3	192,1	190,8	191,7
Total – Encours	**514,8**	**541,5**	**576,6**	**536,7**	**564,7**	**568,0**	**576,6**	**581,4**	**584,9**
Total – Taux de croissance	**-1,1**	**6,0**	**6,8**	**4,8**	**6,0**	**6,9**	**6,8**	**8,5**	**9,4**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	385,5	438,1	502,4	444,7	487,9	493,4	502,4	507,2	509,4
Trésorerie	113,7	118,7	126,3	117,5	124,5	125,1	126,3	126,4	125,8
Autres objets	81,3	82,8	81,5	83,0	83,3	82,4	81,5	82,4	80,3
Total – Encours	**580,5**	**639,5**	**710,2**	**645,1**	**695,7**	**700,8**	**710,2**	**715,9**	**715,5**
Total – Taux de croissance	**7,8**	**9,6**	**11,2**	**9,4**	**10,7**	**10,8**	**11,2**	**11,8**	**11,1**

Source : Banque de France *Réalisé le 18 avril 2006*

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 18 avril 2006

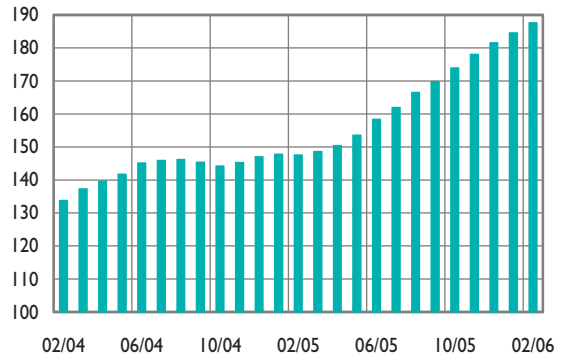
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2004	2005		2005	2006	
	déc.	janv.	fév.	déc.	janv.	fév.
Ensemble des contrats nouveaux	**359,3**	**364,8**	**369,4**	**475,7**	**486,1**	**499,4**
Crédits aux ménages	**147,0**	**147,8**	**147,5**	**181,6**	**184,6**	**187,6**
Consommation (hors découvert)	47,2	47,4	47,3	49,1	49,2	49,4
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	33,1	33,9	34,3	42,3	42,6	42,3
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	66,7	66,5	65,9	90,1	92,8	96,0
Crédits aux sociétés non financières	**212,3**	**217,0**	**221,9**	**294,2**	**301,6**	**311,8**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	162,9	167,8	171,8	228,0	232,9	241,9
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	49,5	49,2	50,1	66,2	68,7	69,9

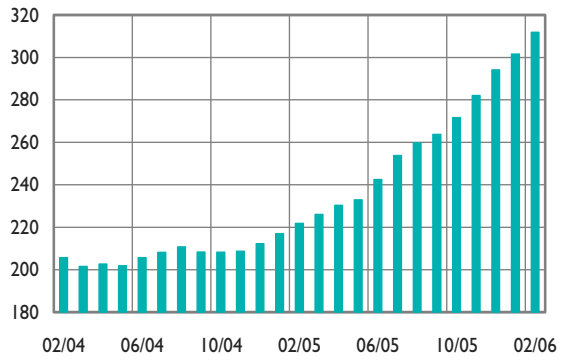
Ménages

(en milliards d'euros)



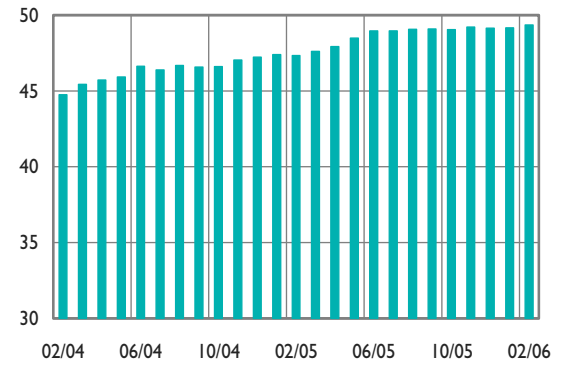
Sociétés

(en milliards d'euros)



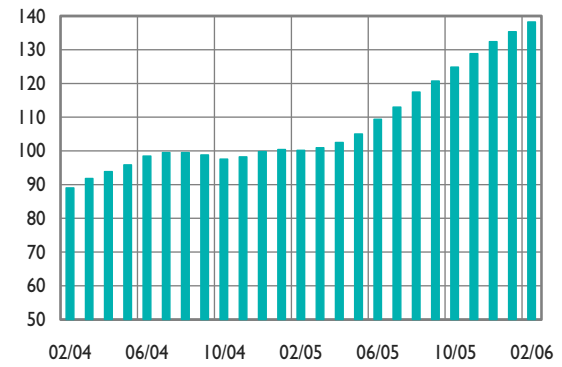
Consommation des ménages (hors découvert)

(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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 14 avril 2006*

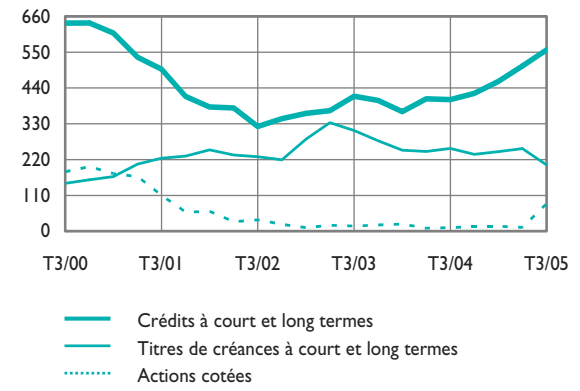
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004		2005			2005	2005
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements							
Endettement	**677,8**	**691,7**	**729,5**	**795,1**	**789,2**	**131,6**	**15 259,2**
Crédits à court terme	5,5	29,2	36,0	59,0	65,0	-13,8	1 614,2
Crédits à long terme	398,8	394,6	424,5	448,4	492,3	142,5	7 741,9
Titres de créances à court terme	50,7	37,7	17,4	13,6	3,1	-16,9	826,4
Titres de créances à long terme	203,2	198,6	227,4	239,9	200,2	13,2	4 855,4
Dépôts reçus par les administrations centrales	19,7	31,8	24,3	34,1	28,5	6,6	221,3
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	11,4	13,5	15,1	11,5	84,2	79,0	3 570,9
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,8	13,4	13,1	13,4	13,5	3,4	309,4
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	60,8	61,3	57,6	58,5	56,0	8,7	439,5
Dépôts à vue	158,0	144,2	159,2	188,2	176,2	-7,4	2 440,3
Dépôts remboursables avec préavis	90,6	93,2	86,5	76,8	70,0	4,4	1 475,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-17,1	24,9	23,3	27,9	41,1	18,8	1 571,6
Dépôts des administrations centrales	19,7	6,1	3,1	-12,3	-22,0	-29,4	182,4
Dépôts auprès des non IFM	20,6	32,1	25,0	35,6	30,5	7,8	239,2
Titres de créances à court terme	4,9	7,4	-2,8	-10,6	-13,3	-2,4	160,2
Titres d'OPCVM monétaires	2,5	-3,3	-10,3	-9,5	-2,3	4,9	429,2
Pensions sur titres auprès des IFM	-7,6	3,0	-2,7	-1,7	-5,2	-0,1	77,6
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	88,7	107,8	116,2	122,1	115,4	10,3	1 458,1
Placements de type obligataire	21,1	27,5	71,3	73,0	61,8	-0,6	1 866,5
Placements de type actions et autres participations	45,4	17,8	11,2	-37,6	-64,3	-17,2	2 510,3
Assurance-vie et fonds de pension	238,1	248,4	254,1	259,5	277,9	80,5	4 488,4
Titres d'OPCVM non monétaires	39,6	35,8	46,9	60,8	81,8	30,4	1 759,1

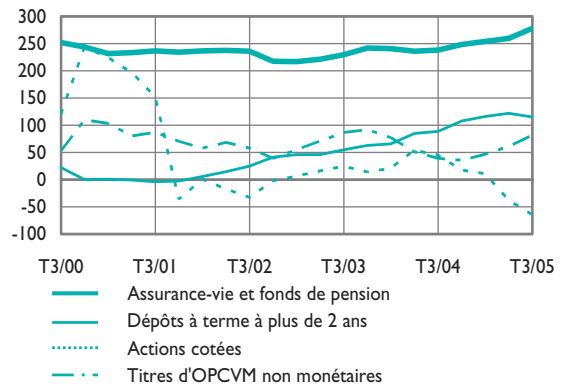
Financements

(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 14 avril 2006

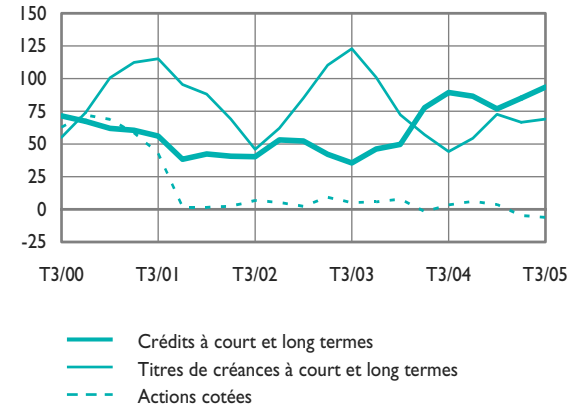
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004		2005			2005	2005
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**157,2**	**164,0**	**176,1**	**189,9**	**196,1**	**32,3**	**2 800,9**
Crédits à court terme	13,8	5,0	-2,3	-3,8	1,8	0,2	209,8
Crédits à long terme	75,6	81,6	79,2	88,9	91,7	24,7	1 229,2
Crédits vis-à-vis des non-résidents	23,5	23,0	26,4	38,1	33,4	5,8	306,0
Titres de créances à court terme	1,9	-6,1	-6,1	-10,1	-12,7	-1,9	138,5
Titres de créances à long terme	42,3	60,5	78,9	76,8	81,9	3,4	1 116,8
Émissions d'actions et autres parts sociales	**73,7**	**77,9**	**74,0**	**62,5**	**61,1**	**19,6**	**3 810,8**
Actions cotées	3,5	6,1	3,8	-4,7	-6,0	2,8	1 045,7
Autres types de parts sociales	70,2	71,7	70,2	67,2	67,1	16,8	2 765,1
Placements							
Dépôts et titres à court terme	**80,8**	**91,0**	**52,1**	**82,2**	**87,5**	**12,8**	**1 285,4**
Monnaie fiduciaire	3,0	3,1	3,6	4,0	4,1	0,8	37,8
Dépôts à vue	21,4	24,0	24,7	30,7	31,7	3,6	392,6
Placements à vue	22,9	25,2	25,4	25,3	21,1	2,1	383,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-1,5	-1,9	2,6	2,4	1,3	1,7	46,4
Dépôts des administrations centrales	3,6	4,5	-2,1	-6,4	-6,0	-7,8	32,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	22,3	15,4	-1,8	10,7	9,7	-1,4	114,5
Titres de créances à court terme	-2,9	7,2	-2,8	11,6	18,0	8,4	53,6
Titres d'OPCVM monétaires	11,7	11,5	2,7	5,3	8,9	5,6	210,8
Pensions sur titres d'IFM	-1,2	0,3	0,5	-0,6	-1,0	-0,2	0,7
Autres titres à court terme	1,4	1,9	-0,6	-0,7	-0,4	0,0	13,0
Placements à moyen et long termes	**125,1**	**120,3**	**128,7**	**112,7**	**118,0**	**40,2**	**4 954,7**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	6,1	6,8	6,8	5,6	5,3	-1,2	292,4
Placements de type obligataire	-10,1	-9,6	-4,7	-4,4	2,4	4,0	173,8
Placements de type actions et autres participations	79,1	75,4	62,7	62,9	52,0	13,5	3 311,6
Assurance-vie et fonds de pension	53,7	58,0	65,3	61,2	73,2	29,8	976,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-3,7	-10,3	-1,4	-12,6	-14,9	-5,9	200,9

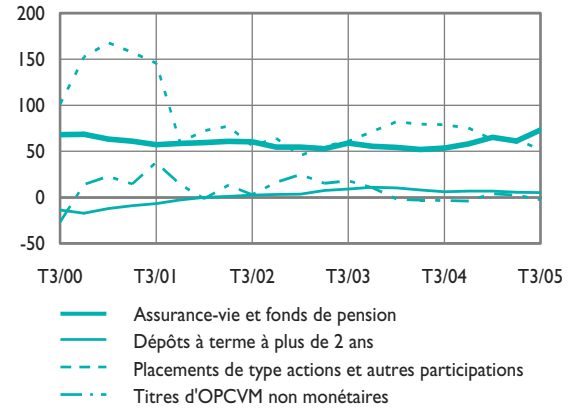
Financements

(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.

Source : Banque de France *Réalisé le 18 avril 2006*

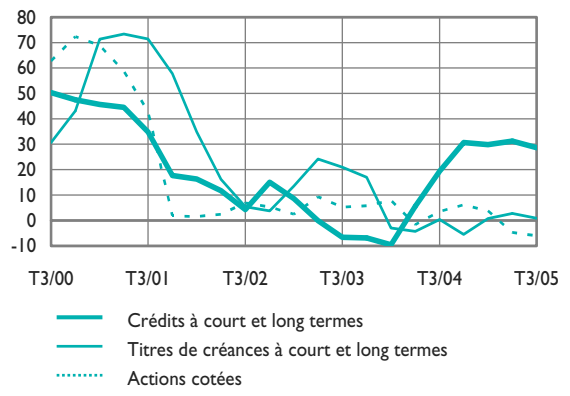
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004		2005			2005	2005
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**43,2**	**48,1**	**57,0**	**72,2**	**62,9**	**8,1**	**903,8**
Crédits à court terme	-0,5	6,0	10,5	7,9	5,8	-3,5	143,6
Crédits à long terme	19,9	24,6	19,3	23,4	22,8	6,2	444,0
Crédits vis-à-vis des non-résidents	23,5	23,0	26,4	38,1	33,4	5,8	306,0
Titres de créances à court terme	1,3	1,3	3,4	2,0	1,4	-0,4	45,4
Titres de créances à long terme	-0,9	-6,8	-2,6	0,8	-0,6	0,2	264,3
Émissions d'actions et autres parts sociales	**73,7**	**77,9**	**74,0**	**62,5**	**61,1**	**19,6**	**3 810,8**
Actions cotées	3,5	6,1	3,8	-4,7	-6,0	2,8	1 045,7
Autres types de parts sociales	70,2	71,7	70,2	67,2	67,1	16,8	2 765,1
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	**20,3**	**25,1**	**25,3**	**28,7**	**36,2**	**14,1**	**362,5**
Monnaie fiduciaire	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,7
Dépôts à vue	9,3	4,8	10,7	12,2	12,6	-1,1	130,2
Placements à vue	0,6	0,8	0,8	1,1	0,4	-0,3	4,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,4	-0,1	3,5	1,2	0,1	0,9	25,2
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	1,2
Titres de créances à court terme	-2,6	5,8	5,2	11,1	15,9	6,8	43,9
Titres d'OPCVM monétaires	12,7	12,0	4,8	3,9	8,3	8,2	146,8
Pensions sur titres d'IFM	-1,2	0,3	0,5	-0,6	-1,0	-0,2	0,7
Autres titres à court terme	0,5	1,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	9,3
Placements à moyen et long termes	**51,7**	**49,7**	**46,4**	**34,7**	**29,9**	**9,7**	**2 513,6**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	2,0	3,3	2,5	1,4	1,6	0,2	12,7
Placements de type obligataire	-8,1	-12,9	-5,8	-7,0	0,9	3,5	57,9
Placements de type actions et autres participations	61,4	61,3	47,0	41,2	30,5	7,6	2 405,8
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-3,6	-2,1	2,7	-0,9	-3,1	-1,5	37,2

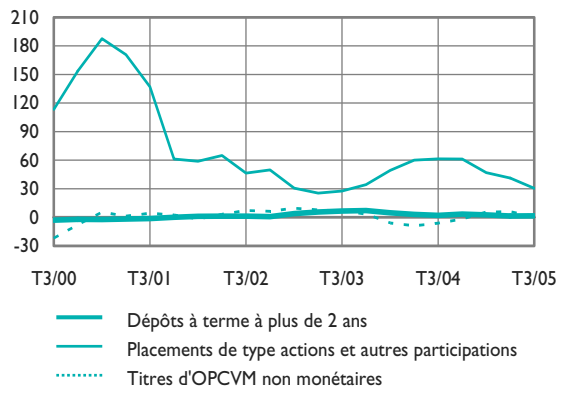
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 18 avril 2006

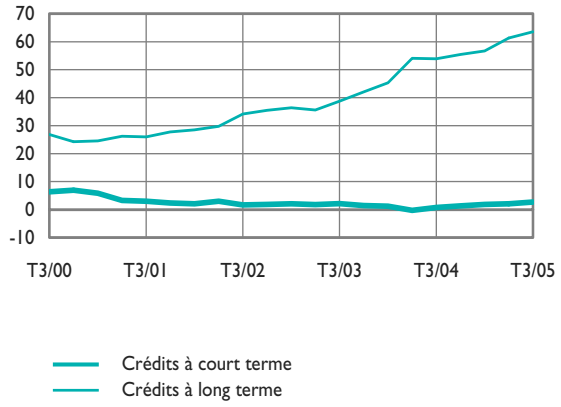
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004		2005			2005	2005
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**54,6**	**56,7**	**58,5**	**63,4**	**66,3**	**17,3**	**709,8**
Crédits à court terme	0,7	1,3	1,8	2,1	2,7	-0,2	38,5
Crédits à long terme	53,9	55,4	56,7	61,4	63,6	17,5	671,4
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	**54,3**	**50,1**	**23,7**	**49,9**	**49,3**	**4,9**	**822,1**
Monnaie fiduciaire	3,0	3,0	3,5	3,9	4,0	0,8	37,1
Dépôts à vue	11,0	10,6	9,9	11,1	12,9	2,3	219,4
Placements à vue	22,2	24,3	24,5	24,1	20,6	2,5	378,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-1,8	-1,6	-0,8	1,3	1,3	0,7	21,0
Autres dépôts (à l'étranger …)	22,0	15,1	-1,7	10,5	9,6	-1,4	113,1
Titres de créances à court terme	-0,8	0,7	-8,9	0,0	1,5	1,1	5,8
Titres d'OPCVM monétaires	-1,3	-2,0	-2,8	-1,0	-0,7	-1,2	47,1
Autres titres à court terme	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3
Placements à moyen et long termes	**68,1**	**72,2**	**79,6**	**77,6**	**88,5**	**30,4**	**2 138,1**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	4,2	3,5	4,3	4,1	3,8	-1,3	279,7
Placements de type obligataire	-4,0	-0,8	-1,7	1,0	-1,6	-1,2	79,0
Placements de type actions et autres participations	15,7	18,5	16,8	24,7	26,1	8,1	655,6
Assurance-vie et fonds de pension	53,7	58,0	65,3	61,2	73,2	29,8	976,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-1,6	-6,9	-5,1	-13,5	-13,0	-5,0	147,9

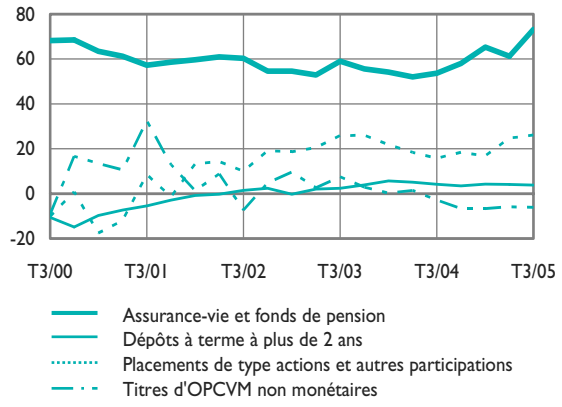
Financements

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Placements à moyen et long termes

(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



Source : Banque de France

Réalisé le 18 avril 2006

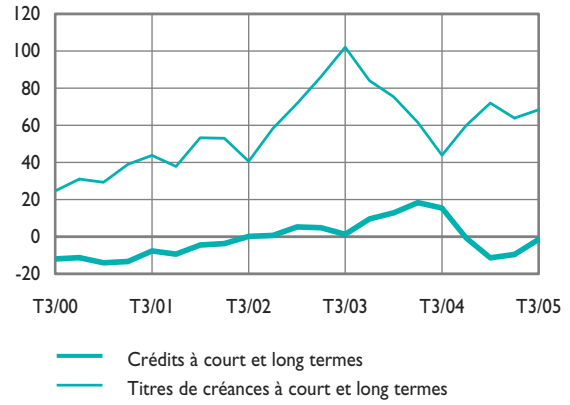
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004		2005			2005	2005
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**59,3**	**59,2**	**60,6**	**54,3**	**66,9**	**6,8**	**1 187,2**
Crédits à court terme	13,6	-2,3	-14,6	-13,7	-6,7	4,0	27,8
Crédits à long terme	1,8	1,5	3,2	4,1	5,3	1,1	113,9
Titres de créances à court terme	0,7	-7,4	-9,5	-12,1	-14,2	-1,5	93,1
Titres de créances à long terme	43,2	67,4	81,4	76,0	82,5	3,3	852,5
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	**6,3**	**15,8**	**3,1**	**3,6**	**1,9**	**-6,3**	**100,8**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	1,1	8,6	4,1	7,4	6,2	2,4	43,0
Placements à vue	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Dépôts des administrations centrales	3,6	4,5	-2,1	-6,4	-6,0	-7,8	32,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créances à court terme	0,5	0,8	0,8	0,5	0,6	0,5	3,9
Titres d'OPCVM monétaires	0,3	1,5	0,7	2,4	1,3	-1,4	17,0
Autres titres à court terme	0,8	0,6	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	3,4
Placements à moyen et long termes	**5,3**	**-1,6**	**2,6**	**0,4**	**-0,4**	**0,2**	**303,0**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Placements de type obligataire	2,0	4,2	2,7	1,6	3,1	1,7	37,0
Placements de type actions et autres participations	1,9	-4,4	-1,1	-3,1	-4,7	-2,2	250,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,5	-1,3	1,0	1,9	1,2	0,6	15,8

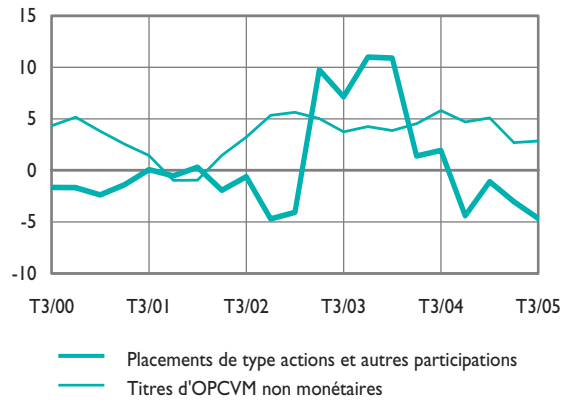
Financements

(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) 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.

Source : Banque de France *Réalisé le 18 avril 2006*

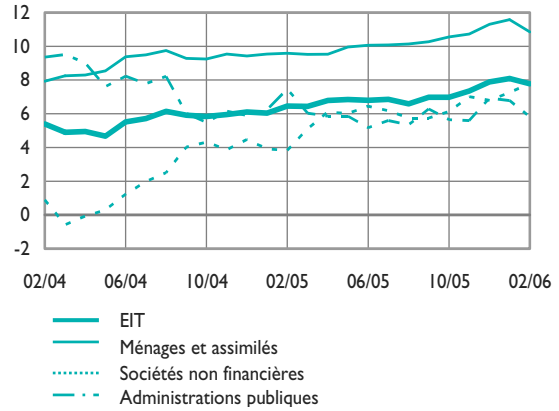
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2002	2003	2004	2005	2006		2006
	déc.	déc.	déc.	déc.	janv.	fév.	fév.
Endettement Intérieur Total	**5,2**	**6,2**	**6,1**	**7,9**	**8,1**	**7,8**	**3 081,2**
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,4	11,3	11,6	10,9	737,6
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	2,8	3,7	3,3	39,1
> 1 an	7,2	8,1	9,8	11,8	12,1	11,3	698,4
Sociétés non financières	2,8	1,9	4,5	6,8	7,3	7,8	1 224,2
≤ 1 an	-3,3	-1,2	8,1	10,6	10,0	10,0	457,0
> 1 an	6,5	3,5	2,5	4,7	5,6	6,5	767,2
Administrations publiques	7,1	10,6	5,9	6,9	6,8	5,8	1 119,4
≤ 1 an	39,6	25,9	-7,6	-1,8	0,4	-1,6	126,4
> 1 an	3,5	8,3	8,2	8,2	7,7	6,8	993,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**4,4**	**3,7**	**6,7**	**8,9**	**9,5**	**9,7**	**1 498,0**
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,4	11,3	11,6	10,9	737,6
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	2,8	3,7	3,3	39,1
> 1 an	7,2	8,1	9,8	11,8	12,1	11,3	698,4
Sociétés non financières	2,7	-1,2	5,6	6,6	8,1	8,9	616,2
≤ 1 an	-5,0	-3,0	4,5	3,7	5,3	6,7	150,9
> 1 an	5,7	-0,6	6,0	7,5	9,0	9,6	465,4
Administrations publiques (c)	0,5	7,4	-0,5	7,5	4,8	7,1	144,2
≤ 1 an	-13,1	50,4	-9,9	10,0	14,2	22,1	24,0
> 1 an	3,1	0,3	1,4	7,1	3,1	4,6	120,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	**4,8**	**4,3**	**9,0**	**14,1**	**14,7**	**14,7**	**314,4**
Financements de marché	**6,3**	**9,7**	**4,8**	**5,2**	**5,0**	**4,1**	**1 268,9**
Sociétés non financières	1,3	5,7	-1,8	0,5	-1,1	-0,5	303,1
≤ 1 an	-24,9	-20,2	3,9	10,7	-1,7	-6,0	44,1
> 1 an	7,5	10,2	-2,5	-0,9	-1,0	0,5	259,0
Administrations publiques	8,5	11,3	7,2	6,8	7,1	5,6	965,8
≤ 1 an	68,2	23,3	-6,8	-5,0	-2,9	-6,8	93,0
> 1 an	3,6	9,7	9,3	8,4	8,4	7,1	872,8

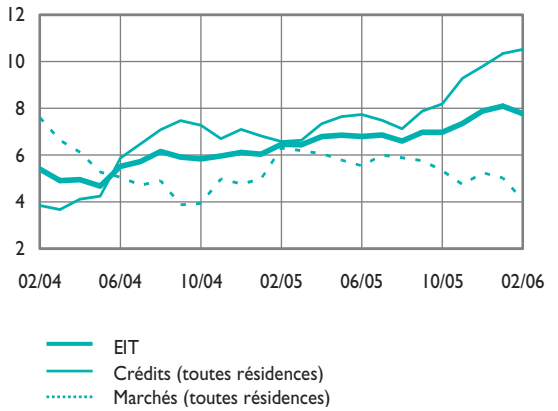
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



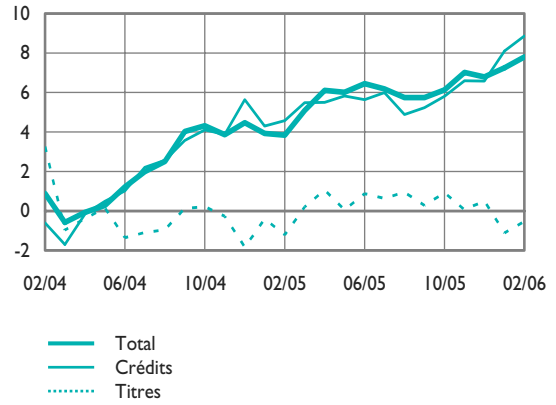
(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efiposte).
(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 14 avril 2006*

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

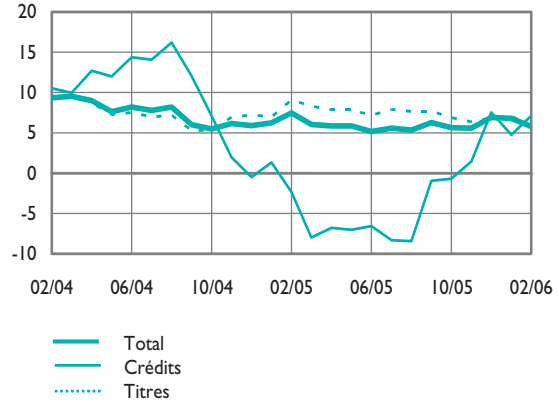
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



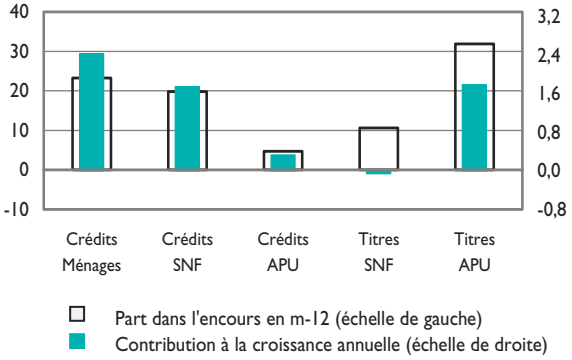
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



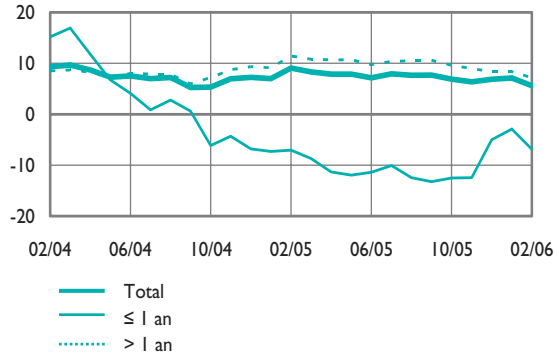
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à février 2006)



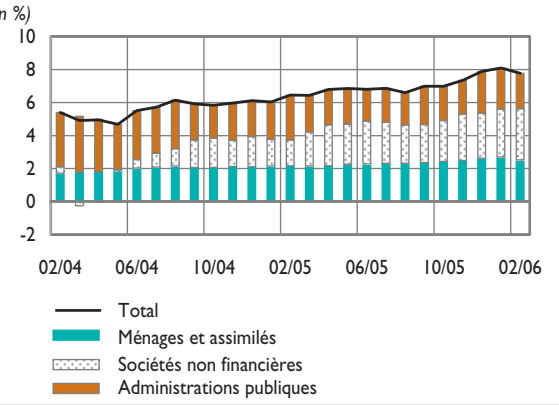
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



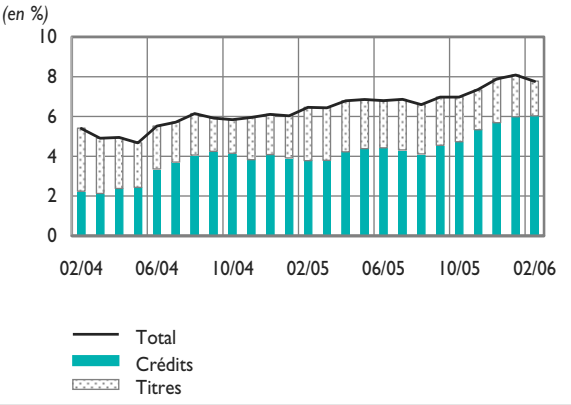
Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par nature de financement

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

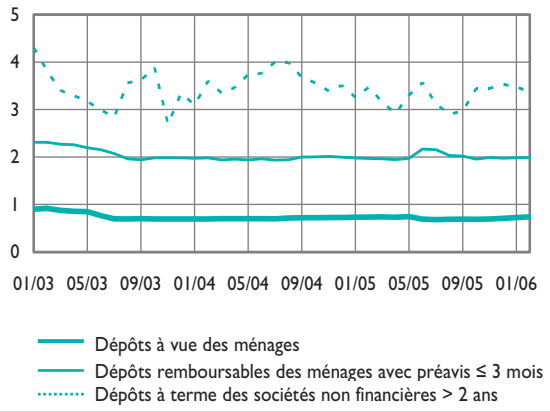
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2005			2006	
	déc.	déc.	fév.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,74	0,69	0,70	0,71	0,73	0,74
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,99	1,98	1,97	1,96	1,99	1,98	1,99	1,99
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,51	3,53	3,47	3,44	3,44	3,53	3,48	3,37
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,35	2,10	2,10	2,10	2,10	2,35
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,30	2,16	2,12	2,18	2,17	2,21
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,44	2,57	2,49	2,65	2,68	2,73
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,73	3,70	3,59	3,68	3,63	3,31

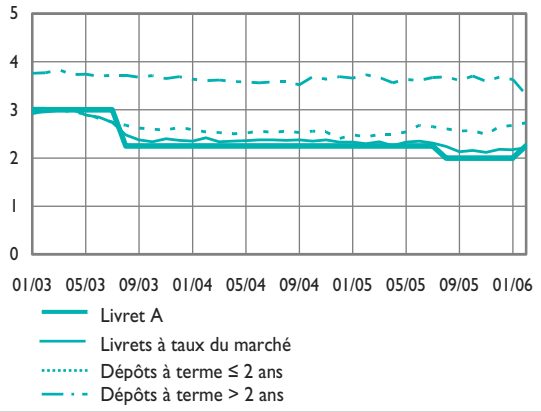
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 avril 2006

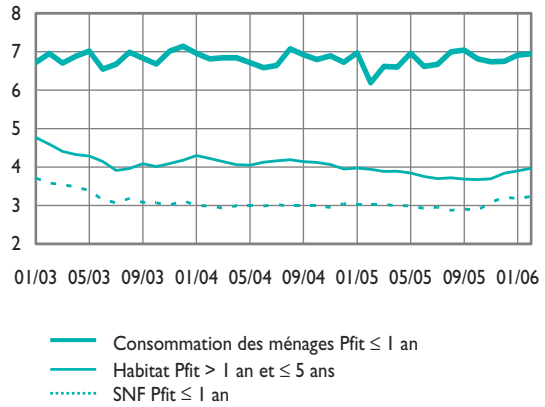
Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005										2006	
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,62	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99	7,04	6,82	6,74	6,75	6,91	6,95
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,89	3,89	3,85	3,76	3,70	3,72	3,69	3,67	3,69	3,84	3,90	3,97
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,02	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87	2,90	2,88	3,08	3,22	3,18	3,24
France												
Consommation des ménages	**6,11**	**6,12**	**6,00**	**6,07**	**6,17**	**6,11**	**5,80**	**5,68**	**6,02**	**6,11**	**6,21**	**6,09**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,44	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34	3,35	3,30	3,27	3,30	3,34	3,45
Pfit > 1 an (a)	3,83	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63	3,59	3,52	3,50	3,51	3,52	3,60
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,07	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07	2,97	3,15	3,07	3,09	3,23	3,35
Pfit > 1 an (a)	4,06	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80	3,68	3,81	3,72	3,76	3,87	3,78

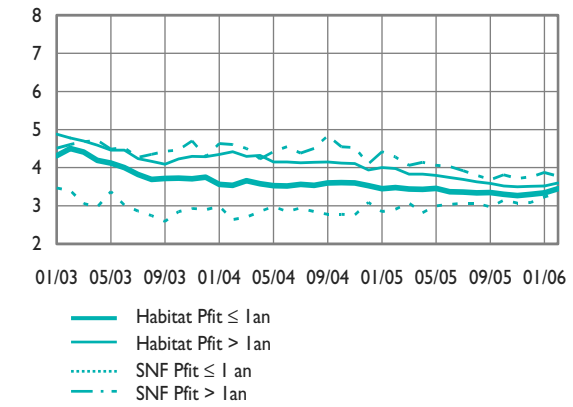
Zone euro

(en points de %)



France

(en points de %)



(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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 18 avril 2006*

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2005				2006
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,40	12,58	13,08	13,03	13,36
Prêts personnels > 1 524 €	6,65	6,22	6,25	5,92	6,30
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,72	4,52	4,40	4,29	4,35
Prêts à taux variable	4,27	4,15	4,11	4,02	4,11

Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2005			2006	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,53	16,77	17,44	17,37	17,81
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,87	8,29	8,33	7,89	8,40
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,29	6,03	5,87	5,72	5,80
Prêts à taux variable	5,69	5,53	5,48	5,36	5,48

	2005				2006
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,66	4,72	4,72	4,47	4,87
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,31	5,33	5,44	5,03	5,47
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,09	5,43	5,48	5,00	5,47
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,57	4,49	4,26	4,36	4,69
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,59	3,91	3,44	3,43	3,66
> 1 524 490 €	2,69	4,13	2,72	2,98	3,05
Découvert					
≤ 15 245 €	9,21	9,24	8,68	8,62	9,01
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,61	7,43	7,26	6,73	8,35
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,23	6,60	5,47	5,69	7,03
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,16	5,01	4,38	4,39	4,85
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,15	3,94	3,47	3,20	3,87
> 1 524 490 €	2,85	4,08	3,69	2,81	3,13
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,53	4,26	4,31	4,17	4,28
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,54	4,45	4,79	4,64	4,73
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,41	4,15	4,37	4,32	4,66
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,79	3,74	4,05	3,67	4,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,11	3,18	3,19	3,02	3,42
> 1 524 490 €	2,94	3,01	2,98	2,81	3,03
Crédits à moyen et long terme					
≤ 15 245 €	4,14	3,99	3,83	3,68	3,83
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,04	3,89	3,71	3,60	3,75
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,00	3,80	3,61	3,52	3,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,92	3,78	3,61	3,47	3,58
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,72	3,58	3,47	3,40	3,49
> 1 524 490 €	3,36	3,29	3,02	3,00	3,30

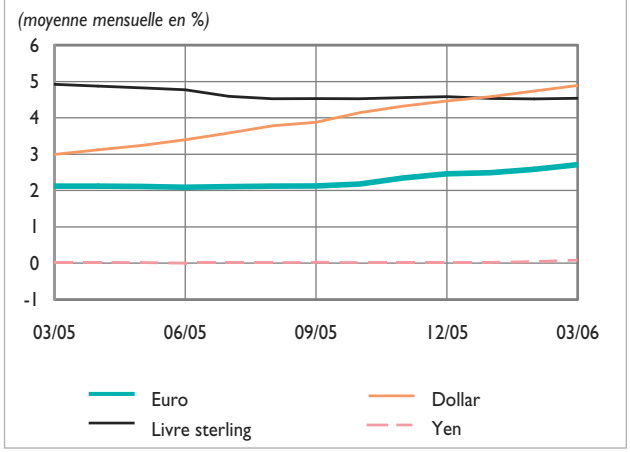
Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 29
Taux d'intérêt

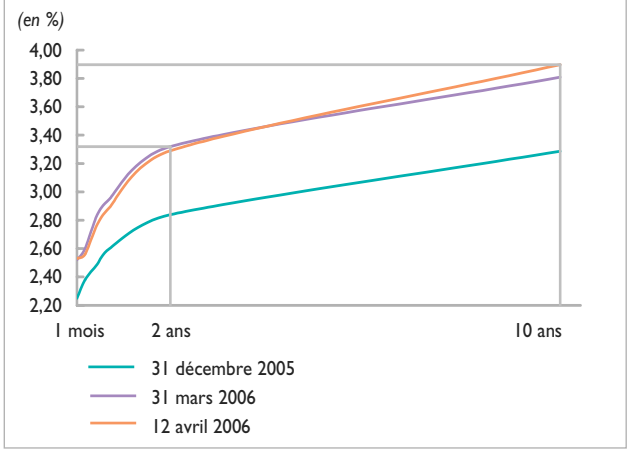
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 13/04/06
	2005							2006			
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**2,50**
Au jour le jour	2,06	2,05	2,06	2,09	2,06	2,07	2,27	2,31	2,33	2,51	
À 3 mois	2,09	2,11	2,12	2,13	2,18	2,35	2,46	2,49	2,58	2,71	
À 1an	2,08	2,14	2,20	2,20	2,40	2,66	2,77	2,82	2,90	3,09	
Livre sterling											**4,50**
Au jour le jour	4,80	4,75	4,56	4,55	4,43	4,55	4,53	4,49	4,44	4,47	
À 3 mois	4,77	4,60	4,53	4,53	4,53	4,56	4,58	4,53	4,52	4,54	
À 1an	4,64	4,42	4,49	4,47	4,51	4,63	4,62	4,57	4,58	4,67	
Dollar											**4,75**
Au jour le jour	3,04	3,25	3,45	3,64	3,79	4,00	4,18	4,30	4,50	4,58	
À 3 mois	3,40	3,58	3,78	3,88	4,14	4,32	4,47	4,58	4,74	4,89	
À 1an	3,78	4,02	4,24	4,18	4,55	4,75	4,81	4,82	5,05	5,16	
Yen											**0,10**
Au jour le jour (b)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,01	0,00	
À 3 mois	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	
À 1an	0,06	0,07	0,08	0,09	0,12	0,12	0,12	0,12	0,18	0,31	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,20	3,27	3,30	3,13	3,29	3,50	3,38	3,34	3,51	3,69	
Allemagne	3,19	3,23	3,25	3,09	3,26	3,47	3,37	3,34	3,48	3,66	
Zone euro	3,25	3,32	3,32	3,16	3,32	3,53	3,41	3,39	3,55	3,73	
Royaume-Uni	4,28	4,29	4,30	4,21	4,34	4,31	4,21	4,08	4,17	4,31	
États-Unis	4,04	4,20	4,31	4,23	4,49	4,59	4,52	4,46	4,62	4,78	
Japon	1,24	1,26	1,43	1,38	1,54	1,52	1,54	1,47	1,57	1,70	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



(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 18 avril 2006*

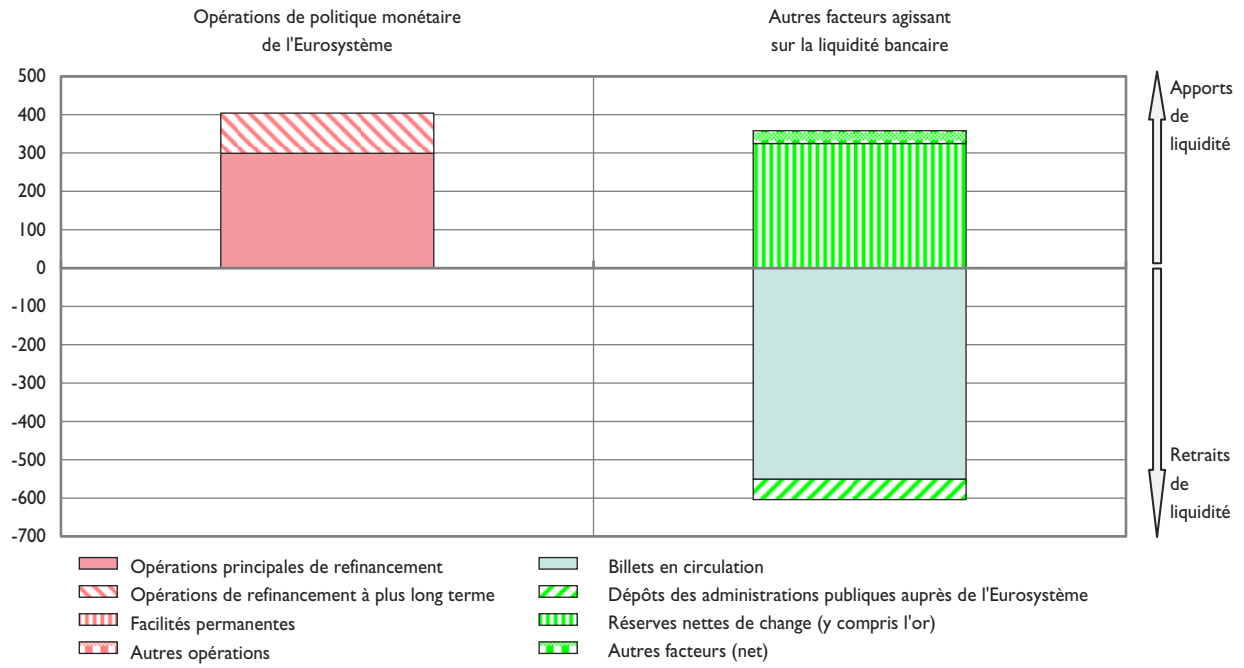
Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/02/2006 au 07/03/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**404,1**	**0,3**	**403,8**
Opération principale de refinancement	299,3		299,3
Opération de refinancement à plus long terme	104,7		104,7
Facilités permanentes	0,1	0,2	-0,1
Autres opérations	0,0	0,1	-0,1
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**358,7**	**604,1**	**-245,4**
Billets en circulation		550,8	-550,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		53,3	-53,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	324,7		324,7
Autres facteurs (net)	34,0		34,0
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**158,4**
dont réserves obligatoires			*157,7*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/02/2006 au 07/03/2006)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

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		
05/06/2003	09/06/2003	2,00	05/06/2003	06/06/2003	1,00	3,00
01/12/2005	06/12/2005	2,25	01/12/2005	06/12/2005	1,25	3,25
02/03/2006	08/03/2006	2,50	02/03/2006	08/03/2006	1,50	3,50

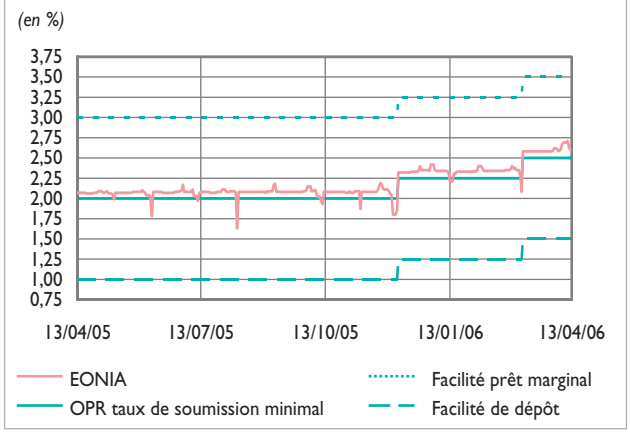
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2006	8 mars	2,56	2,57	2005	1 décembre	2,40
	15 mars	2,56	2,57		22 décembre	2,45
	22 mars	2,56	2,57		23 décembre	2,44
	29 mars	2,57	2,58	2006	26 janvier	2,47
	5 avril	2,57	2,58		23 février	2,57
	12 avril	2,57	2,58		30 mars	2,73

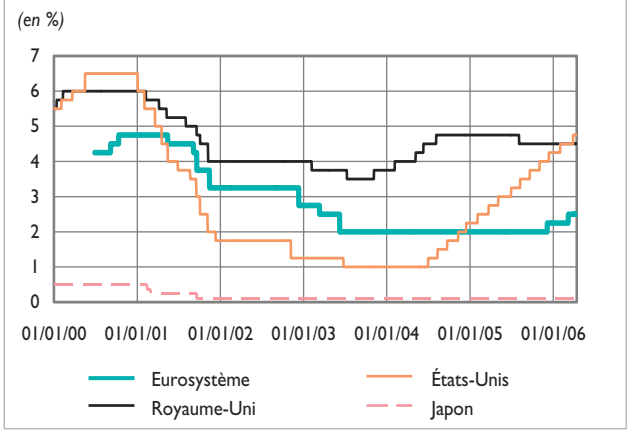
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
prenant fin le		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2005	11 octobre	150,71	28,40	151,43	28,49	0,72	0,09	2,06
	8 novembre	149,55	27,73	150,24	27,82	0,69	0,09	2,06
	5 décembre	151,97	28,11	153,00	28,21	1,02	0,11	2,07
	17 janvier	153,25	28,44	154,06	28,52	0,81	0,08	2,29
	7 février	154,66	28,60	155,36	28,69	0,70	0,09	2,30
2006	7 mars	157,66	29,74	158,29	29,86	0,63	0,12	2,31

Taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 14 avril 2006

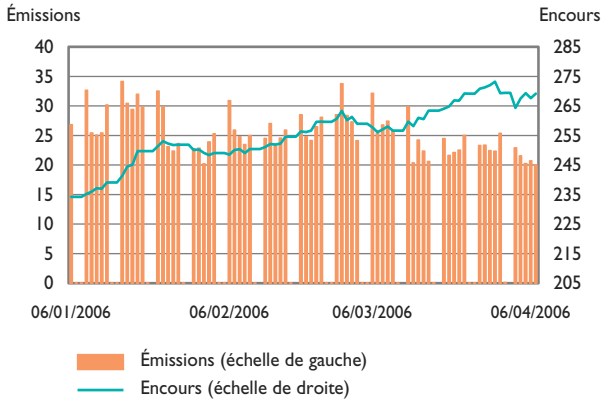
Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
07/01/06 au 13/01/06	138,90	239,08	227
14/01/06 au 20/01/06	155,92	249,75	230
21/01/06 au 27/01/06	131,62	251,87	228
28/01/06 au 03/02/06	115,18	249,06	226
04/02/06 au 10/02/06	130,17	250,42	225
11/02/06 au 17/02/06	125,41	254,58	224
18/02/06 au 24/02/06	132,07	259,68	226
25/02/06 au 03/03/06	142,22	258,97	227
04/03/06 au 10/03/06	137,55	256,63	228
11/03/06 au 17/03/06	117,55	263,41	229
18/03/06 au 24/03/06	115,89	269,19	229
25/03/06 au 31/03/06	116,96	269,35	230
01/04/06 au 07/04/06	105,76	269,17	229

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

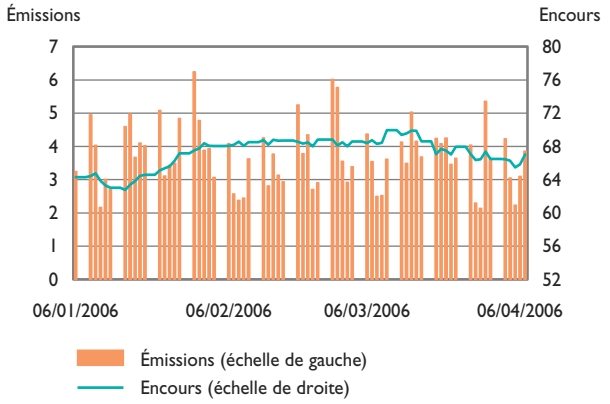


Billets de trésorerie

	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
07/01/06 au 13/01/06	16,89	63,05	78
14/01/06 au 20/01/06	21,39	64,61	79
21/01/06 au 27/01/06	19,98	67,19	82
28/01/06 au 03/02/06	21,93	68,07	82
04/02/06 au 10/02/06	15,12	68,54	83
11/02/06 au 17/02/06	16,93	68,73	84
18/02/06 au 24/02/06	19,00	68,85	84
25/02/06 au 03/03/06	21,67	68,63	83
04/03/06 au 10/03/06	16,57	69,98	83
11/03/06 au 17/03/06	20,51	68,65	84
18/03/06 au 24/03/06	19,71	67,97	82
25/03/06 au 31/03/06	17,47	66,51	82
01/04/06 au 07/04/06	16,49	67,06	83

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

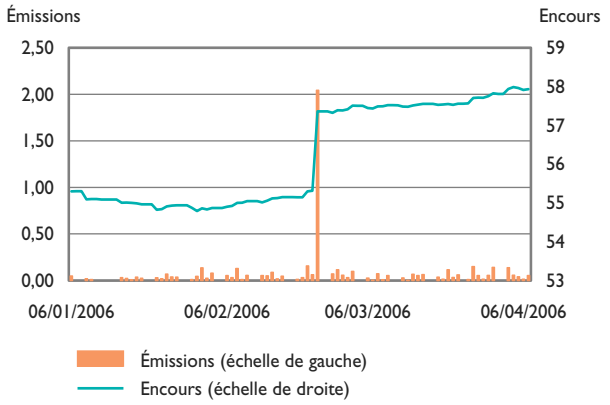


Bons à moyen terme négociables

	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
07/01/06 au 13/01/06	0,04	55,09	144
14/01/06 au 20/01/06	0,13	54,96	144
21/01/06 au 27/01/06	0,20	54,94	144
28/01/06 au 03/02/06	0,30	54,87	144
04/02/06 au 10/02/06	0,28	55,05	145
11/02/06 au 17/02/06	0,26	55,15	146
18/02/06 au 24/02/06	2,31	57,36	147
25/02/06 au 03/03/06	0,38	57,51	146
04/03/06 au 10/03/06	0,17	57,53	146
11/03/06 au 17/03/06	0,22	57,55	147
18/03/06 au 24/03/06	0,26	57,56	147
25/03/06 au 31/03/06	0,43	57,83	146
01/04/06 au 07/04/06	0,31	57,94	143

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



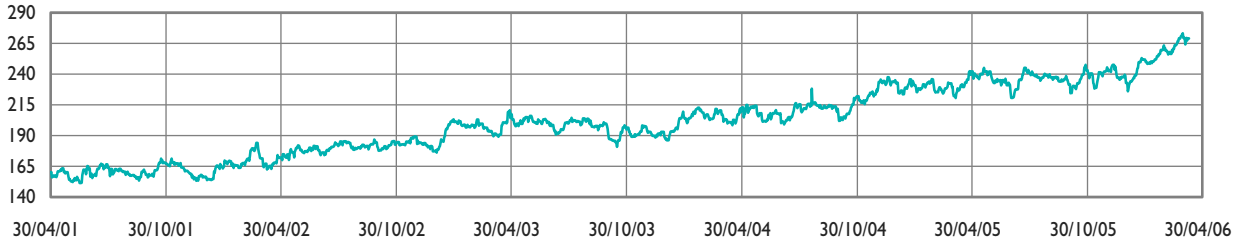
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 33
Titres de créances négociables – France

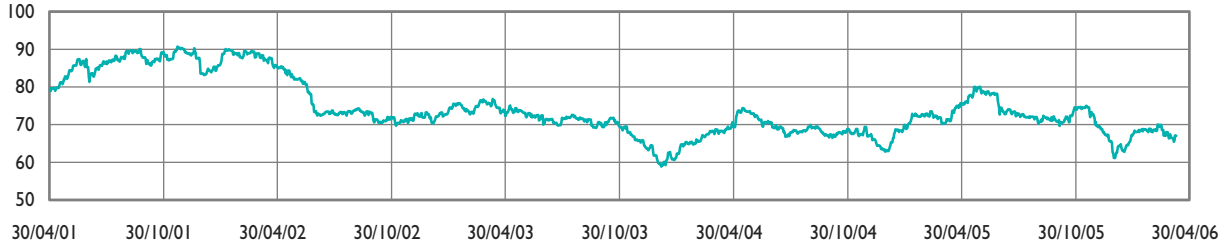
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



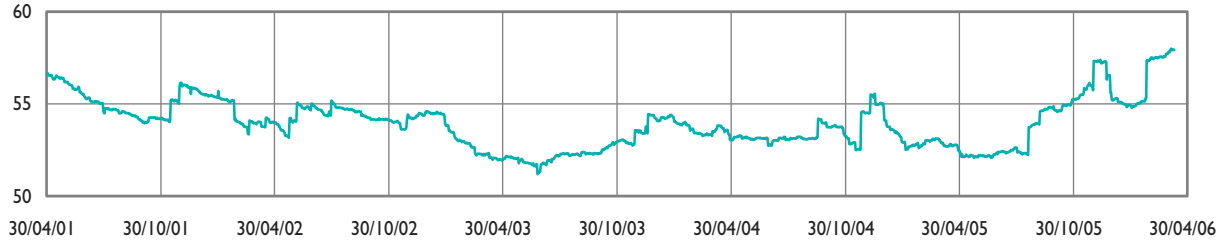
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



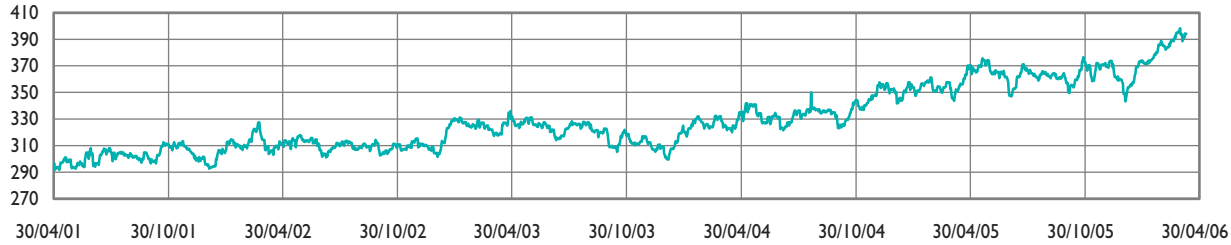
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

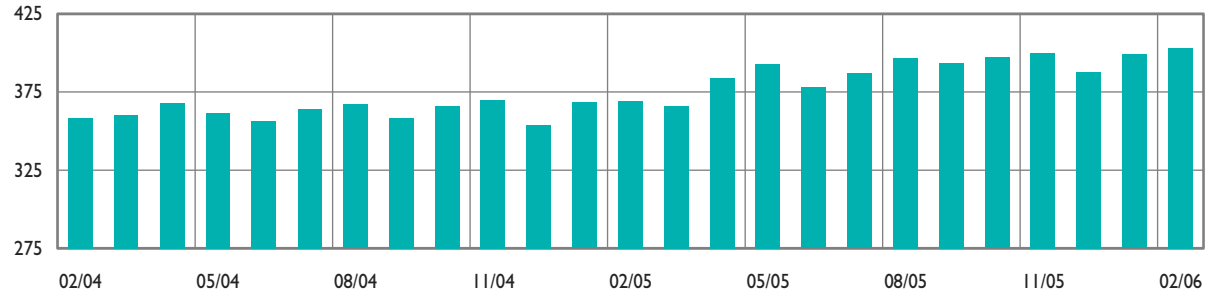
Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2005			2006
	juin	sept.	déc.	fév.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	377,95	393,62	387,77	403,41
OPCVM obligations	204,79	214,04	182,82	
OPCVM actions	214,26	237,93	255,30	
OPCVM diversifiés	232,06	242,55	250,06	
OPCVM de fonds alternatifs	13,08	14,16	15,95	
OPCVM garantis	0,22	0,21	0,09	
Fonds à formule	59,63	60,69	61,19	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

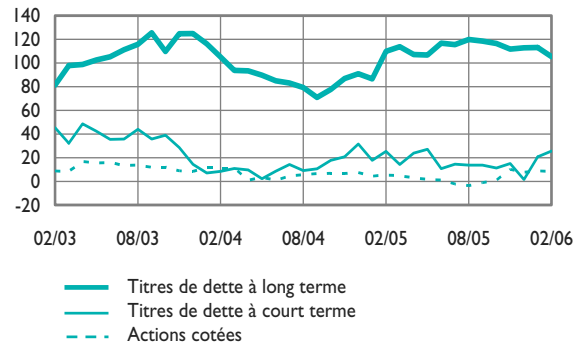
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	fév.	12 mois	fév.	déc.	fév.
Titres de dette émis par les résidents français							
Total	**1 856,6**	**1 981,2**	**2 038,2**	**131,1**	**36,1**	**6,2**	**6,9**
Titres de dette à long terme	1 505,9	1 627,3	1 647,4	105,4	21,6	7,5	6,8
Administrations publiques	*788,0*	*855,0*	*872,8*	*58,2*	*15,1*	*8,4*	*7,1*
Institutions financières monétaires (IFM)	*422,0*	*477,5*	*483,3*	*45,1*	*5,7*	*11,4*	*10,3*
Sociétés hors IFM	*295,9*	*294,7*	*291,4*	*2,2*	*0,7*	*-0,6*	*0,7*
Titres de dette à court terme	350,7	353,9	390,7	25,7	14,5	0,5	7,0
Administrations publiques	*101,3*	*96,2*	*93,0*	*-6,8*	*-3,3*	*-5,0*	*-6,8*
Institutions financières monétaires (IFM)	*213,6*	*218,0*	*254,2*	*35,5*	*17,7*	*1,5*	*16,2*
Sociétés hors IFM	*35,8*	*39,7*	*43,5*	*-3,0*	*0,1*	*10,1*	*-6,4*
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	**1 027,1**	**1 375,0**	**1 477,7**	**8,4**	**0,3**	**0,6**	**0,6**

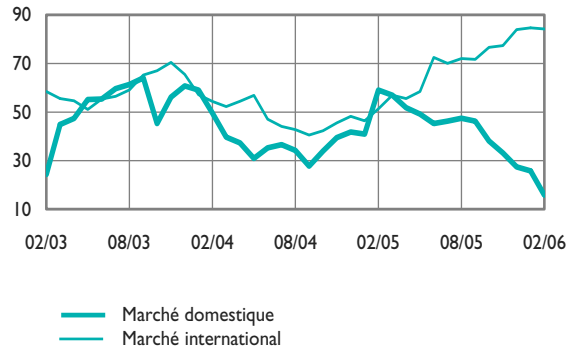
Émissions nettes de titres par les résidents français

(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.

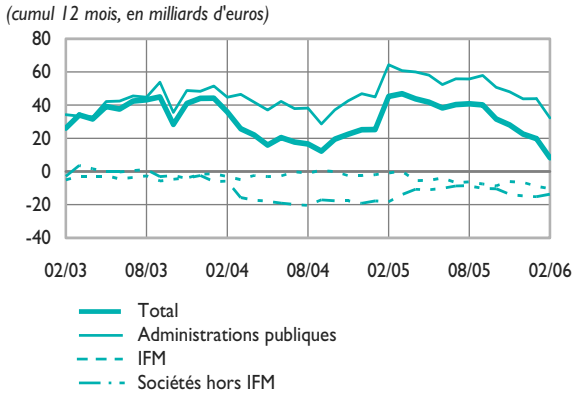
Source : Banque de France *Réalisé le 14 avril 2006*

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français

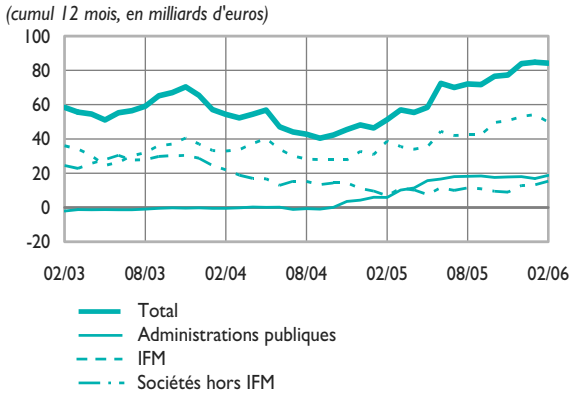
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	Cumul	2006
	déc.	déc.	fév.	12 mois	fév.	12 mois	fév.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	**887,9**	**903,8**	**913,1**	**8,3**	**6,3**	**85,0**	**9,4**
Administrations publiques	595,7	635,4	652,4	32,4	8,0	71,3	8,1
Institutions financières monétaires (IFM)	156,8	150,1	146,7	-10,3	-1,4	8,7	1,4
Sociétés hors IFM	135,4	118,3	114,0	-13,8	-0,3	5,0	0,0
Actions françaises cotées							
Total	**1 027,1**	**1 375,0**	**1 477,7**	**8,4**	**0,3**	**22,8**	**0,5**
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	184,7	-3,4	0,0	1,4	0,0
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 293,0	11,8	0,3	21,3	0,5

Émissions nettes d'obligations
Place financière de Paris



Émissions nettes d'obligations
Autres places internationales



(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées.

Source : Banque de France *Réalisé le 18 avril 2006*

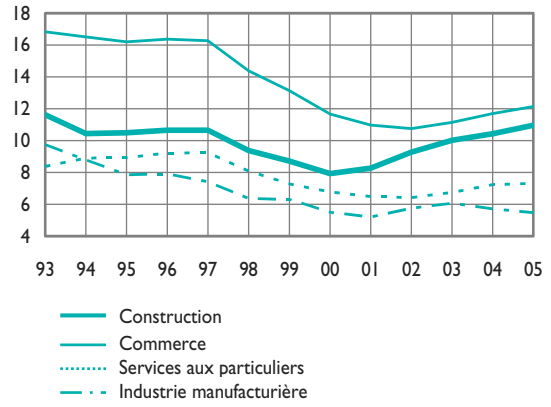
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005										2006	
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	144	151	152	145	122	83	139	119	144	130	128	121
Industrie	445	471	538	490	416	428	448	430	443	455	376	407
Agricole et alimentaire	*89*	*101*	*98*	*105*	*93*	*97*	*93*	*87*	*86*	*123*	*83*	*85*
Biens de consommation	*154*	*151*	*159*	*157*	*143*	*140*	*151*	*130*	*151*	*128*	*112*	*112*
Automobile	*2*	*4*	*3*	*7*	*4*	*1*	*6*	*5*	*4*	*6*	*7*	*3*
Biens d'équipement	*89*	*86*	*121*	*80*	*83*	*78*	*79*	*78*	*74*	*69*	*87*	*98*
Biens intermédiaires	*111*	*129*	*157*	*141*	*93*	*112*	*119*	*130*	*128*	*129*	*87*	*109*
Construction	930	919	950	926	830	928	914	884	946	856	786	806
Commerce	985	1038	1067	1054	1009	971	1008	933	1047	964	931	898
Transports	161	172	166	167	182	155	175	155	165	153	139	137
Activités immobilières	124	130	86	142	117	130	113	102	108	120	97	89
Services aux entreprises	588	529	537	547	490	525	522	507	514	473	504	500
Services aux particuliers	614	628	630	654	565	591	638	576	583	566	555	492

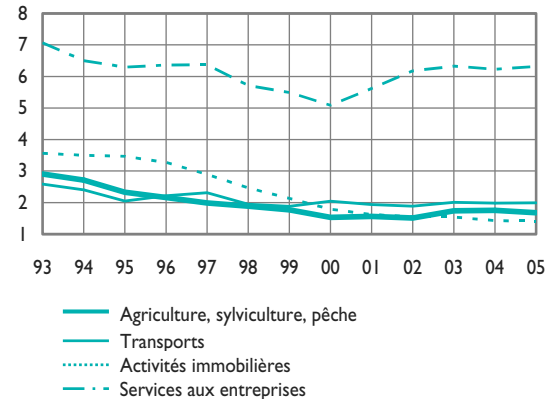
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



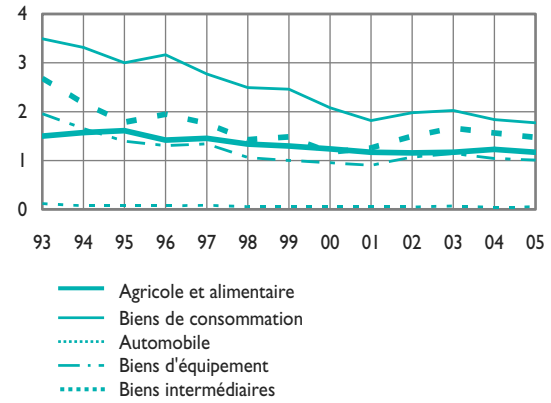
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

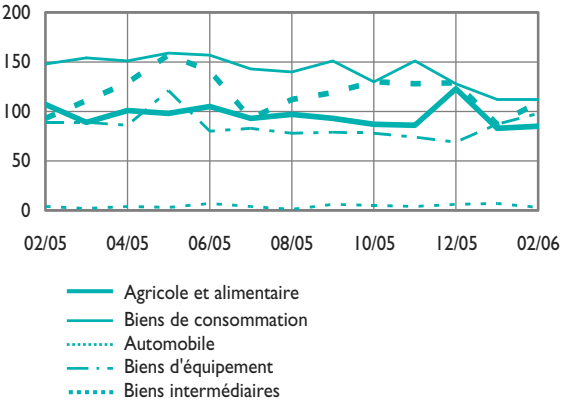


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.
Source : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

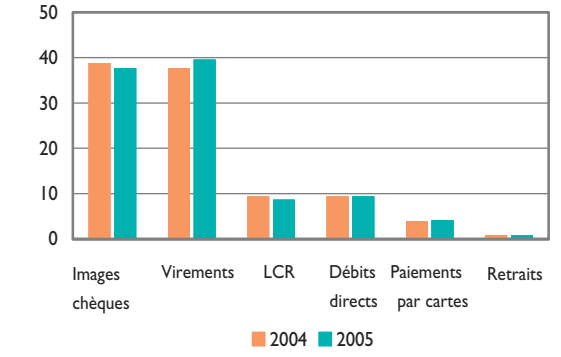
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					janv.	fév.	mars	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 001	7 400	6 960	6 624	35,5
Virements	6 169	6 163	6 651	7 336	7 340	7 621	7 780	41,8
Virements	*5 756*	*5 706*	*6 124*	*6 674*	*6 663*	*6 967*	*7 084*	*38,0*
Télépaiements	*413*	*457*	*527*	*662*	*677*	*654*	*696*	*3,7*
LCR	1 710	1 661	1 652	1 601	1 634	1 692	1 665	8,9
Débits directs	1 608	1 619	1 658	1 738	1 806	2 004	1 719	9,2
Avis de prélèvement	*1 446*	*1 453*	*1 495*	*1 580*	*1 691*	*1 822*	*1 619*	*8,7*
TIP	*162*	*165*	*164*	*157*	*114*	*182*	*100*	*0,5*
Paiements par cartes	625	664	705	763	762	745	720	3,9
Retraits	141	137	133	135	124	129	127	0,7
Total	**17 422**	**18 319**	**17 634**	**18 573**	**19 065**	**19 150**	**18 635**	**100,0**

(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					janv.	fév.	mars	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 634	12 163	11 997	11 608	25,9
Virements	6 374	6 600	6 705	6 973	6 755	7 254	7 397	16,5
Virements	*6 368*	*6 593*	*6 695*	*6 956*	*6 736*	*7 229*	*7 383*	*16,5*
Télépaiements	*6*	*7*	*10*	*17*	*18*	*26*	*14*	*0,0*
LCR	431	419	408	396	390	407	406	0,9
Débits directs	6 493	6 772	7 113	7 599	8 027	8 252	7 688	17,1
Avis de prélèvement	*5 935*	*6 215*	*6 560*	*7 094*	*7 574*	*7 781*	*7 264*	*16,2*
TIP	*558*	*557*	*554*	*505*	*453*	*470*	*425*	*0,9*
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 311	16 076	16 003	15 402	34,4
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 447	2 266	2 357	2 335	5,2
Total	**43 308**	**44 307**	**44 845**	**46 360**	**45 676**	**46 271**	**44 837**	**100,0**

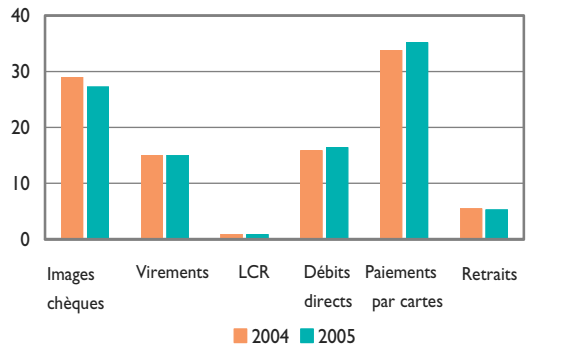
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



Source : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation) *Réalisé le 14 avril 2006*

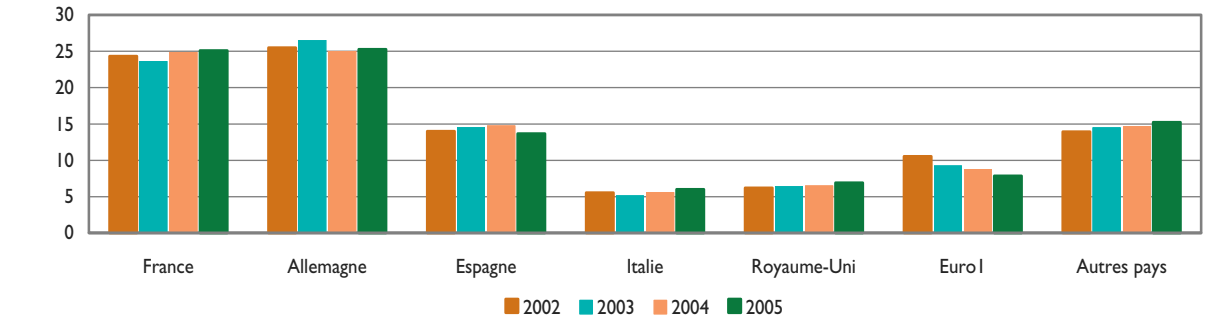
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					oct.	nov.	déc.	Part
France	435	448	486	537	538	544	574	24,8
Target transfrontière	*69*	*75*	*81*	*94*	*99*	*99*	*106*	*4,6*
Target domestique (TBF)	*287*	*302*	*338*	*382*	*377*	*389*	*408*	*17,6*
Système net (PNS)	*78*	*70*	*67*	*61*	*63*	*56*	*61*	*2,6*
Allemagne	627	504	488	541	556	575	613	26,5
Target transfrontière	*129*	*141*	*143*	*161*	*169*	*174*	*180*	*7,8*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*360*	*364*	*345*	*380*	*387*	*402*	*433*	*18,7*
Systèmes net (EAF)	*138*	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	250	277	288	292	273	348	305	13,2
Target transfrontière	*18*	*20*	*23*	*23*	*22*	*25*	*26*	*1,1*
Target domestique (SLBE)	*231*	*255*	*265*	*270*	*251*	*323*	*279*	*12,1*
Système net (SEPI) (a)	*1*	*1*	*1*	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	443	132	142	137	5,9
Target transfrontière	*34*	*33*	*32*	*40*	*43*	*44*	*46*	*2,0*
Target domestique (BI-REL)	*64*	*64*	*76*	*88*	*89*	*98*	*90*	*3,9*
Royaume-Uni	111	122	127	315	154	162	156	6,8
Target transfrontière	*85*	*93*	*101*	*113*	*117*	*123*	*118*	*5,1*
Target domestique (Chaps Euro)	*26*	*29*	*26*	*35*	*38*	*39*	*39*	*1,7*
Euro 1 (b)	188	175	170	168	166	172	177	7,7
Autres pays	249	275	287	326	323	328	349	15,1
Total Union Européenne (à 15)	**1 959**	**1 899**	**1 955**	**2 140**	**2 142**	**2 272**	**2 311**	**100,0**
Target transfontière	485	537	564	644	657	676	699	30,3
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 266	1 255	1 367	1 372	59,4
Systèmes nets	269	249	240	231	230	230	240	10,4

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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 14 avril 2006*

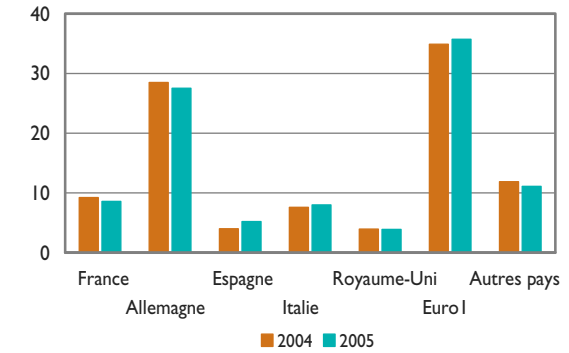
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)

(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					oct.	nov.	déc.	Part
France	44 651	43 906	42 510	43 523	44 286	42 667	48 286	8,4
Target transfrontière	*6 471*	*6 804*	*7 382*	*8 375*	*8 571*	*8 571*	*9 619*	*1,7*
Target domestique (TBF)	*8 490*	*8 353*	*8 069*	*8 473*	*8 571*	*8 238*	*10 048*	*1,7*
Système net (PNS)	*29 690*	*28 749*	*27 058*	*26 676*	*27 143*	*25 857*	*28 619*	*5,0*
Allemagne	168 271	128 596	131 502	139 688	140 952	146 905	156 476	27,2
Target transfrontière	*16 855*	*18 027*	*19 232*	*19 590*	*20 000*	*20 381*	*21 000*	*3,7*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*108 220*	*110 569*	*112 270*	*120 098*	*120 952*	*126 524*	*135 476*	*23,6*
Système net (EAF)	*43 196*	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 367	34 476	35 000	38 048	6,6
Target transfrontière	*1 729*	*2 333*	*2 761*	*3 344*	*3 571*	*3 667*	*3 857*	*0,7*
Target domestique (SLBE)	*10 373*	*10 776*	*11 625*	*23 023*	*30 905*	*31 333*	*34 190*	*6,0*
Système net (SEPI) (a)	*6 965*	*6 984*	*4 081*	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	40 523	43 095	44 619	50 524	8,8
Target transfrontière	*6 173*	*6 741*	*7 274*	*7 688*	*8 143*	*8 190*	*8 524*	*1,5*
Target domestique (BI-REL)	*31 525*	*30 216*	*27 792*	*32 836*	*34 952*	*36 429*	*42 000*	*7,3*
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	19 805	20 381	20 667	20 905	3,6
Target transfrontière	*9 549*	*11 388*	*12 803*	*14 035*	*14 667*	*14 952*	*14 952*	*2,6*
Target domestique (Chaps Euro)	*4 820*	*5 447*	*5 320*	*5 770*	*5 714*	*5 714*	*5 952*	*1,0*
Euro 1 (b)	134 902	152 365	161 085	181 281	186 476	192 048	199 143	34,7
Autres pays	51 404	52 941	54 892	56 316	56 429	60 381	61 000	10,6
Total Union Européenne (à 15)	**470 361**	**451 694**	**461 645**	**507 504**	**526 095**	**542 286**	**574 381**	**100,0**
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 055	71 143	72 524	74 952	13,0
Target domestique	199 157	201 392	202 193	228 367	239 524	250 048	269 619	46,9
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	210 309	215 714	220 048	230 095	40,1

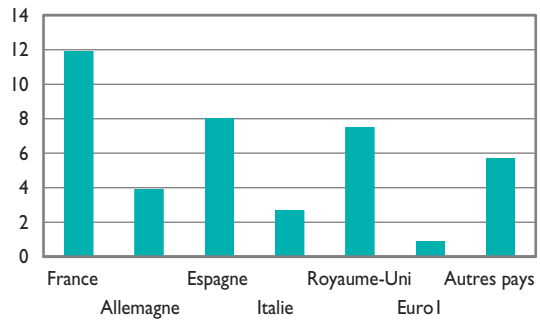
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en décembre 2005

(en millions d'euros)



(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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 14 avril 2006*

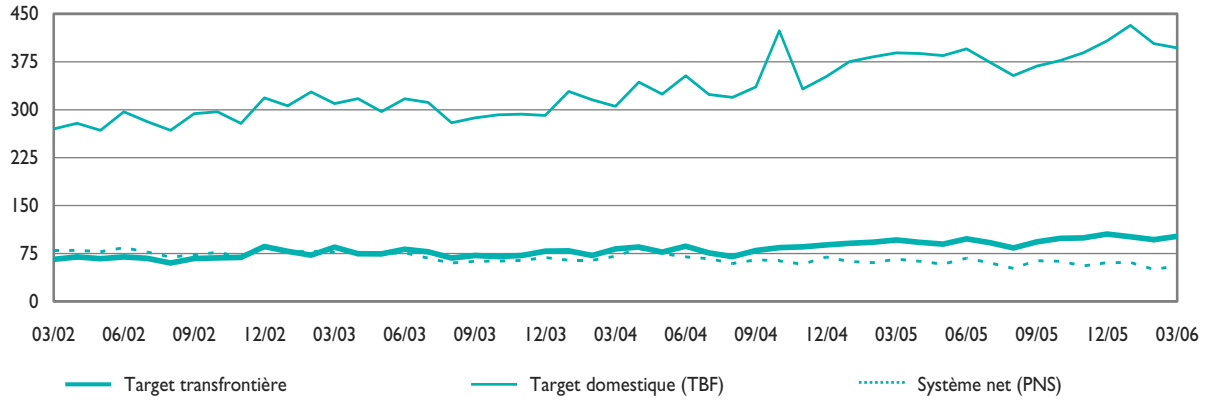
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					janv.	fév.	mars	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	16,1	13,6	13,3	35,9
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	6,5	6,4	6,5	17,6
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	6,6	7,0	7,6	20,5
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	7,4	8,9	9,6	25,9
Total	**24,8**	**25,3**	**30,7**	**33,9**	**36,6**	**35,9**	**37,0**	**100,0**

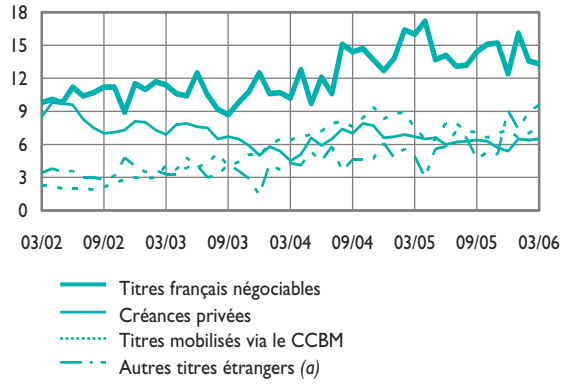
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

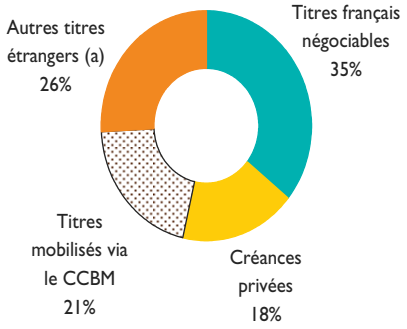


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en mars 2006



(a) Autres titres étrangers mobilisés via les liens entre les systèmes de règlement – livraison de titres.

Source : Banque de France

Réalisé le 14 avril 2006

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii* [1]. 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 Slovénie, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

1|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,

[1] *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/pdf/scpops/ecbocp2.pdf)

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 substituts 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 5e 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 ayant-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 1er 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.

1|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 5e 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 comptables 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'arrêté 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'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

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

Systèmes 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 réglement 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 Statistiques de l'eurosystème (a) Liens avec les rubriques statistiques des sites des banques centrales du SEBC

(a) *La rubrique « statistiques de l'eurosystème » a été récemment ouverte sur le site internet. Elle comprend plusieurs tableaux de données européennes avec leurs ventilations nationales, simultanément mis à jour et publiés, par la BCE et les banques centrales nationales, sur leurs sites.*

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

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

• 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

• 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

• 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

• 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

• Séries longues

Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon.htm

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

BCE Banque centrale européenne

BCN Banque centrale nationale

BIT Bureau international du travail

BRI Banque des règlements internationaux

CDC-CNE Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne

Dares Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)

Euronext Bourse paneuropéenne, née en 2000

FMI Fonds monétaire international

Eurostat Office statistique de l'Union européenne

IFM Institutions financières monétaires

INSEE Institut national de la statistique et des études économiques

Indices

CAC 40 Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises

DAX Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort

DOW JONES Indice américain

Eonia *Euro over night index average*

EUROSTOXX 50 Indice boursier de la zone euro

FTSE (FOOTSIE) Indice de la City

Itraxx Indice de référence pour les contrats indiciels sur défaut

IPCH Indice des prix à la consommation harmonisé

IPCN Indice des prix à la consommation national

ISM Indice américain de l'activité industrielle

MIDCAC Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas

NASDAQ Indice des valeurs technologiques américaines

NIKKEI Indice japonais

NM Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché

SBF 120 Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris

SBF 250 Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris

SP 500 ou Standard and Poor's 500 Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (*New York Stock Exchange*)

Pays

AT Autriche
BE Belgique
CY Chypre
CZ République tchèque
DE Allemagne
EE Estonie
ES Espagne
FI Finlande
FR France
GB Royaume-Uni
GR Grèce
HU Hongrie
IE Irlande
IT Italie
JP Japon
LT Lituanie
LU Luxembourg
LV Lettonie
MT Malte
NL Pays-Bas
PL Pologne
PT Portugal
SE Suède
SI Slovénie
SK Slovaquie
US États-Unis
ZE Zone euro

Autres sigles

ANF Agents non financiers

APU Administrations publiques

BMTN Bon à moyen terme négociable

BTAN Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel

BTF Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté

CAF-FAB Coût, assurance, frêt - franco-à-bord

CDO Obligation sur dette collétaralisée

CDN Certificat de dépôt négociable

CDS *Credit default swaps*

CEL Compte épargne logement

Cjo	Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI	Compte pour le développement industriel
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	*Euro medium term notes*
FBCF	Formation brute de capital fixe
FOMC	*Federal Open Market Committee*
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
PEL	Plan d'épargne logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	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 1er 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.

« 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

« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
« Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
« Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
« La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre

« L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
« Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
« Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
« Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre

« L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
« L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
« L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
« *Target* 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
« Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
« Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

Année 2006

« Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

« Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
« Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février

« La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
« Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

« Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
« 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 »

« Multibancarité »
« 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

« Eurosystème, 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

« Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
« Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
« Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
« (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 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
"*Opportunity costs of having a child, financial constraints and fertility*", n° 130, 2005
« Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005
"*A comparison of structural productivity levels in the major industrialised countries*", n° 133, 2005
"*The Fed and the question of financial stability: an empirical investigation*", n° 134, 2005
« La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005

« L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005
« La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005
« Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006

Débats économiques

"*Global imbalances, saving glut and investment strike*", Occasional paper n° 1, 2006

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 88 (avril 2006)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (http://www.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 [1]) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

Textes officiels de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Banque de France

Délégation de signature

DR n° 2178 du 13 mars 2006 – Organisation de la direction des Services juridiques

Décision n° 2006-01 du Conseil général du 23 février 2006
relative à la nomination du président du Comité d'Audit auprès du Conseil général

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
– en janvier 2006

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
– en janvier 2006

Commission bancaire

Liste des compagnies financières au 31 mars 2006

Instruction n° 2006-01 relative à l'application des modifications
de la réglementation prudentielle suite à l'entrée en vigueur
de l'amendement à la norme IAS 39 relatif à l'option juste valeur

Décisions juridictionnelles publiées par la Commission bancaire
au cours du premier trimestre 2006

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

Banque de France

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

[1] Heures d'ouverture : 9 h 30-16 h 00 – Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40
Les demandes d'abonnement à la publication, fournie gracieusement, sont également à transmettre à cette unité.

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 :** _____

❑ **Particulier**

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

❑ **Professionnel**

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

Éditeur
Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication
Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial
Michel Cardona
Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, 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 (DOM-SAM/MOPM) 41 59/28 07

Articles
La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe 29 21
La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés 47 63
La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce 29 68
Le coût du crédit aux entreprises 61 77

Statistiques
DESM (BSME) 38 90

Secrétaires de rédaction
Christine Collomb-Jost et Christine Bescos

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Angélique Donnet, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, 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

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.

Rédacteur en chef : Jean-Yves GREUET
Chef du service
des Publications économiques et du
Site internet de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 29 27

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

Navis Imprimeur Conseil
N° imprimeur :
Dépôt légal : avril 2006