

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

DÉCEMBRE 2005

144



SOMMAIRE

| ÉDITORIAL

L'endettement des ménages en Europe

| ACTUALITÉ

Sommaire	I
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	16

| ÉTUDES

Sommaire	21
Dossier	
L'endettement des ménages — Comparaisons européennes	23
L'endettement des ménages européens à fin 2004	25
L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro	33
Target 2 : du concept à la réalité	45
Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro	53
Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance	63

| STATISTIQUES

Sommaire	75
Situation économique générale	SI
Monnaie, placements et financements	SI1
Marchés de capitaux et taux d'intérêt	SI29
Autres statistiques	SI37
Notice méthodologique	SI43
Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet	SI51
Adresses internet des séries chronologiques	SI52

| DIVERS

Abréviations	I
Documents publiés	III
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 84 de décembre 2005	IX
Coupon-abonnement	XI

Achevé de rédiger le 21 décembre 2005

Site internet : www.banque-france.fr

L'endettement des ménages en Europe

Ce bulletin comporte un dossier composé de deux études sur l'endettement des ménages. La première présente un rapport commandé par le Comité consultatif du Secteur financier à l'Observatoire de l'épargne européenne sur l'endettement des ménages dans l'ex « Europe des Quinze ». La seconde approfondit l'examen de l'endettement immobilier des ménages dans les douze pays de la zone euro.

Ces études visent essentiellement à comparer les situations d'endettement au sein de ces deux zones sur la période récente. L'une et l'autre font ressortir sur ce point de fortes disparités entre pays, même si l'endettement est partout essentiellement contracté à long terme. À s'en tenir aux trois plus grands pays de la zone euro, l'endettement des ménages représente un peu moins de 40 % du revenu disponible en Italie et avoisine 100 % en Allemagne tandis qu'en France cette proportion a dépassé à la mi-2005 le niveau sans précédent de 62 % après avoir augmenté en l'espace de dix ans de plus de 13 points de pourcentage, dont 5 points depuis fin 2003.

L'acquisition d'un logement constituant le principal motif d'emprunt des ménages (environ les deux tiers de leur endettement en moyenne au sein de la zone euro), cette diversité est encore plus flagrante en matière de recours à l'endettement immobilier. Celle-ci se manifeste également par une très grande variété des caractéristiques des prêts à l'habitat distribués dans la zone euro. Les durées initiales de ces concours vont ainsi, selon les pays, d'un peu plus de 10 ans à 30 ans et la part des crédits à taux variable ou révisable de moins de 20 % en Allemagne à près de 100 % au Portugal. La France occupe, en général, une position médiane au sein de la zone euro, avec une part des crédits nouveaux à taux variable de l'ordre de 30 % qui tend à s'élever, et une durée moyenne des prêts, comprise entre 15 et 20 ans, qui tend à s'allonger.

Plusieurs facteurs peuvent être invoqués pour expliquer ces différences.

Du côté de la demande de crédits immobiliers, l'importance du recours à l'endettement apparaît très corrélée avec le niveau de revenu des emprunteurs, ce facteur de différenciation se retrouvant aussi bien entre pays qu'entre individus au sein d'un même pays, comme le révèlent les enquêtes disponibles en la matière. La pression démographique (densité de l'occupation du territoire, importance de l'urbanisation...) contribue aussi pour une bonne part à l'intensité du recours au crédit immobilier. Celle-ci est d'autant plus forte que les prix de l'immobilier augmentent rapidement, ainsi que l'ont déjà fait ressortir plusieurs études ¹.

Du côté de l'offre de crédits, les banques se montrent d'autant plus enclines à prêter, notamment en allongeant la durée des crédits et en augmentant la quotité de financement des acquisitions, que leur risque de non-recouvrement des créances reste actuellement limité. De ce point de vue, le taux de chômage dans les différents pays constitue en général un bon indicateur du risque d'insolvabilité des emprunteurs.

Ces facteurs de différenciation ne sont bien évidemment pas les seuls à jouer : il faudrait également prendre en compte le niveau des taux d'intérêt, la fiscalité, les dispositifs d'aide à l'accession à la propriété... Certains d'entre eux sont néanmoins susceptibles d'accentuer dans la période actuelle le risque de crédit sur les encours des prêts aux ménages.

¹ Cf., notamment, Lecat et Messonnier (2005) : « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », Bulletin de la Banque de France, n° 133, janvier

D'une part, la forte poussée des prix de l'immobilier observée depuis plusieurs années dans la plupart des pays européens a accru mécaniquement la valeur des sûretés réelles obtenues par les banques, les prêts immobiliers étant le plus souvent garantis par des hypothèques sur les logements. Or ce mécanisme pourrait s'inverser en cas de retournement de tendance du marché immobilier.

D'autre part, dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas et de forte concurrence entre établissements prêteurs, l'allongement sensible de la durée des prêts et l'augmentation de leur part dans le financement des acquisitions ont largement stimulé la croissance des crédits. Ces évolutions ont, certes, permis d'élargir l'accès au crédit. Elles portent, néanmoins, en germe une probabilité accrue de défaut des emprunteurs.

Il convient enfin d'évoquer les conséquences de l'augmentation constatée sur longue période de la part des crédits à taux variable ou révisable dans le flux global des crédits nouveaux à l'habitat. Cette évolution, qui s'assimile dans une large mesure à un transfert du risque de taux d'intérêt des banques vers les ménages, prémunit davantage les premières contre une hausse des taux, au prix toutefois d'une accentuation de la probabilité de défaut des seconds.

Tous ces éléments sont à rapprocher en France du nombre de dossiers présentés aux commissions de surendettement, qui ne se limitent pas aux prêts immobiliers : après avoir plus que doublé entre 1995 et 2002, leur nombre a encore progressé de plus de 30 % entre 2002 et 2004.

La vive croissance des encours de crédits aux ménages, notamment au titre des prêts immobiliers (près de 9 % par an en moyenne de 1999 à 2004 dans l'ensemble de la zone euro), expose au total le système bancaire à un risque de crédit accru dans bon nombre de pays d'Europe et incite les autorités monétaires et prudentielles à faire preuve aujourd'hui d'une vigilance particulière dans ce domaine.

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	12
3 Les marchés de capitaux	16
3 1 Les marchés de change et de matières premières	16
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	17
3 3 Les marchés boursiers	18

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 novembre 2005	11
4 Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2005	12
5 Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2005	13
6 Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994 – 2004)	14
7 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	20

Faits saillants

La situation économique de la France

- L'indice des prix à la consommation harmonisé s'est replié, en novembre, à +1,8 % en glissement annuel et - 0,3 % sur un mois, contre, respectivement, + 2,0 % et 0,0 % en octobre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le PIB augmenterait de 0,6 % au quatrième trimestre. La croissance moyenne pour 2005 serait de 1,6 %.
- En novembre, l'indicateur du climat des affaires a poursuivi sa hausse engagée en juillet et a atteint l'indice 106, contre 102 en septembre.
- Le taux de chômage a diminué, en octobre, de 0,1 point et s'élève à 9,7 % de la population active.

La monnaie, les placements et les financements

- La progression annuelle de l'agrégat M3 de la zone euro s'est quelque peu atténuée en octobre (8,0 %, après 8,4 % en septembre) du fait de la décélération des autres dépôts monétaires constitutifs de M2 - M1 (5,8 %, après 6,4 %) et des instruments négociables inclus dans M3 - M2 (4,4 %, après 6,2 %). Le rythme de progression des dépôts à vue s'est en revanche très légèrement renforcé (10,5 % après 10,4 %).
- Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des créances sur le secteur privé s'est accentuée, à 9,3 % en octobre, après 8,9 % en septembre, du fait notamment de l'accélération des crédits (8,8 % au lieu de 8,6 %).
- En France, le taux de progression annuel des crédits au secteur privé a fléchi (8,1 % en octobre, après 9 % en septembre) sous l'effet essentiellement d'un très fort ralentissement des crédits au secteur financier (hors IFM). En revanche, les crédits aux sociétés non financières ont accéléré (6,0 %, après 5,3 %) tandis que le rythme de progression des crédits aux ménages s'est encore légèrement renforcé (10,8 %, après 10,7 %). L'évolution rapide de ces derniers reflète l'essor persistant des crédits à l'habitat (13,5 %, après 13,7 %) mais aussi une accélération des crédits à la consommation (6,0 %, après 5,2 %).

Les marchés de capitaux

- En novembre, les marchés de capitaux ont continué d'être dominés par les anticipations des investisseurs quant à l'évolution des politiques monétaires.
- Sous l'effet d'un différentiel de taux à court terme anticipés toujours favorable à la devise américaine, le dollar s'est apprécié contre les principales devises en particulier contre yen, mais aussi contre euro.
- Les cours de l'or ont fortement progressé, touchant leur plus haut niveau depuis 1983 à plus de 500 dollars.
- Les courbes obligataires se sont aplaties tant aux États-unis, qu'en Europe ou au Japon, sous l'effet d'une hausse limitée des taux à court terme dans la zone euro et d'une baisse des rendements de plus long terme dans les autres pays.
- Partout, les marchés boursiers ont nettement progressé, soutenus par des perspectives de croissance optimistes.

I | La situation économique de la France

I | I La croissance et les prix

Croissance française modérée en 2005

En octobre, l'indice de la production industrielle a baissé de 2,4 %, après une hausse de 1,3 % en septembre par rapport à août. La contraction touche l'ensemble des secteurs, à l'exception de la composante « industries agricoles et alimentaires », stable sur le mois. L'acquis de croissance pour le troisième trimestre est de - 1,8 % en glissement annuel, contre une hausse de 0,5 % au deuxième trimestre.

En novembre, l'activité industrielle s'est redressée, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France.

L'indicateur du climat des affaires calculé à partir des résultats de l'enquête de conjoncture de la Banque de France atteint 106, contre 102 en octobre.

D'après l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France (ISMA), la croissance attendue pour le quatrième trimestre 2005, serait de 0,6 %. La moyenne annuelle pour l'année 2005 serait de 1,6 % (inchangée par rapport à la précédente publication).

Dans les services, selon l'enquête de la Banque de France, l'activité s'est modérément accrue en novembre et la demande est apparue plus soutenue dans la majorité des secteurs. Les perspectives d'activité restent favorablement orientées pour le proche avenir.

La baisse du chômage se confirme en octobre

Après avoir reculé de 0,1 point en septembre, le taux de chômage au sens du BIT poursuit son amélioration en baissant à nouveau de 0,1 point en octobre, à 9,7 % de la population active. Cette baisse concerne les moins de 25 ans, dont le taux de chômage est passé de 23,0 % à 22,9 % en octobre.

La consommation des ménages en produits manufacturés rebondit en novembre

Après une reprise de la consommation des ménages au troisième trimestre (0,7 %, soit + 2,5 % sur un an), les dernières données disponibles témoignent d'une consommation en produits manufacturés à nouveau soutenue en novembre (+ 1,1 % sur le mois, après - 0,1 % en octobre, soit + 3,2 % sur un an). Cette évolution est, notamment, imputable à la bonne tenue des dépenses d'équipement du logement (+ 6,7 % sur un an) et dans le textile-cuir (+ 4,9 % sur un an).

Cette évolution est cohérente avec l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France : le volume des ventes au détail en novembre, en données corrigées des variations saisonnières, a augmenté de 3,2 %, après une baisse de 7,4 % en octobre.

Poursuite de la décélération de la croissance de la construction de logements neufs

On observe, en octobre, sur les trois derniers mois glissants, une décélération des autorisations de construction de logements neufs, qui ont augmenté de 9,5 %, contre + 12,7 % en septembre.

En moyenne mobile sur trois mois, les mises en chantier ont progressé en octobre de 4,5 % (contre 5,2 % en septembre) et de 10,8 % sur un an (contre 11,4 % en septembre).

Léger repli de l'inflation malgré un contexte toujours caractérisé par des tensions inflationnistes

Le prix du *brent* en dollar a baissé à nouveau, en novembre, de 5,9 %, après - 7,0 % en octobre. La croissance en glissement annuel reste très élevée : 26,8 % en novembre, après + 18,5 % en octobre.

Les prix à la production dans l'industrie connaissent, en octobre, une hausse modérée (0,2 %), en ralentissement par rapport à septembre (+ 0,6 %). L'évolution annuelle des prix en glissement annuel s'établit à + 2,9 %.

ENCADRÉ I

Zone euro et évolution récente de l'environnement international

États-Unis

- Relèvement du **taux des fonds fédéraux** de 25 points de base, à 4,25 % (treizième relèvement consécutif depuis juin 2004)
- Révision à la hausse de la croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 : + 4,3 % en variation trimestrielle annualisée, contre + 3,8 % en première estimation, après + 3,3 % au deuxième trimestre (+ 3,7 % en glissement annuel, après révision, contre + 3,6 % en première estimation, après + 3,6 % au deuxième trimestre)
- Timide relèvement du volume des **dépenses de consommation des ménages** en octobre : + 0,1 % en variation mensuelle après - 0,4 % en septembre (+ 2,6 % en glissement annuel, après + 3,0 % en septembre)
- Hausse de l'**indice de confiance du consommateur** de l'Université du Michigan en décembre : 88,7, après 81,6 en novembre
- Baisse des **indices ISM manufacturier et non manufacturier** en novembre, à respectivement 58,1 (après 59,1 en octobre) et 58,5 (après 60,0 en octobre)
- Accélération de la **productivité horaire du travail** au troisième trimestre 2005 (secteur privé non agricole) : + 3,1 % en glissement annuel, après + 2,3 % au deuxième trimestre ; ralentissement de la croissance des CUT sur la même période (+ 1,8 % en glissement annuel, après + 3,3 % au deuxième trimestre)
- **Taux de chômage** inchangé en novembre par rapport à octobre à 5,0 %
- Ralentissement de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'**indice des prix à la consommation** en novembre : + 3,5 %, après + 4,3 % en octobre (hors énergie et alimentation : + 2,1 % en novembre comme en octobre)
- Creusement du **déficit commercial** en octobre : - 68,9 milliards de dollars, après - 66,0 milliards en septembre

Japon

- Révision à la baisse de la croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 : + 0,2 % en variation trimestrielle (+ 2,8 % en glissement annuel) contre + 0,4 % (+ 2,9 % en glissement annuel) avant révision, après + 1,2 % au deuxième trimestre (+ 2,7 % en glissement annuel)
- Baisse des **dépenses de consommation des ménages** en volume en octobre : - 0,1 % en variation mensuelle, après - 0,4 % en septembre (+ 2,0 % en glissement annuel, après + 1,0 % en septembre)
- **Indicateur du climat de affaires** de l'enquête TANKAN au quatrième trimestre 2005 en hausse : + 5 après, + 2 au troisième trimestre
- **Excédent des transactions courantes** en octobre : 1 376,8 milliards de yens (soit 10 milliards d'euros) après 1 858,2 milliards de yens en septembre (13,7 milliards d'euros)

Royaume-Uni

- Deuxième estimation de la croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 inchangée en variation trimestrielle à + 0,4 %, après + 0,5 % au deuxième trimestre (+ 1,7 % en glissement annuel, contre + 1,6 % en première estimation, après + 1,5 % au deuxième trimestre)
- Ralentissement de l'**inflation** en novembre, mesurée par la croissance de l'**indice harmonisé des prix à la consommation** : + 2,1 % en glissement annuel, après + 2,3 % en octobre
- Réduction du **déficit commercial** en octobre : - 4,55 milliards de livres, après - 5,6 milliards de livres en septembre

Zone euro

- Augmentation du **PIB** de 0,6 % en variation trimestrielle au troisième trimestre selon les premières estimations d'Eurostat. En glissement annuel, au troisième trimestre : + 1,6 %
- Hausses en novembre de l'**indice PMI manufacturier** (52,8 contre 52,7 en octobre) et de l'**indice PMI** dans le secteur des services (55,2 en novembre, contre 54,9 en octobre).
- **Taux de chômage** en octobre stable à 8,3 %, comme en septembre.
- Ralentissement de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel de l'**indice des prix à la consommation harmonisé** (estimation provisoire) en novembre à + 2,3 %, après + 2,5 % en octobre
- Solde du **commerce extérieur extra zone euro** cumulé en septembre 2005 sur 12 mois : 37,4 milliards d'euros, contre 79,0 milliards en septembre 2004.

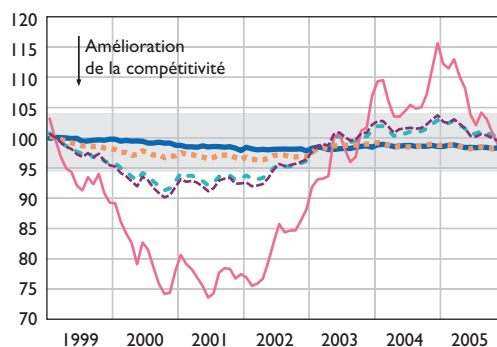
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

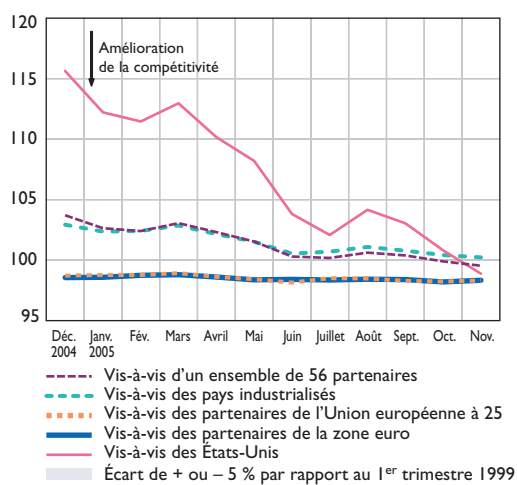
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



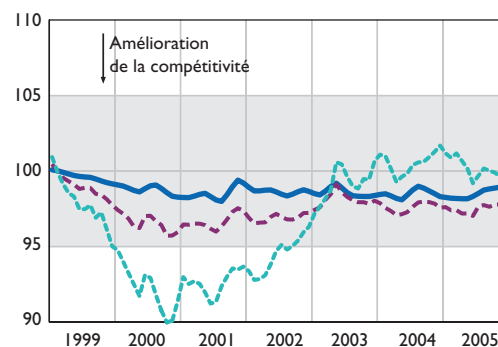
... sur un an



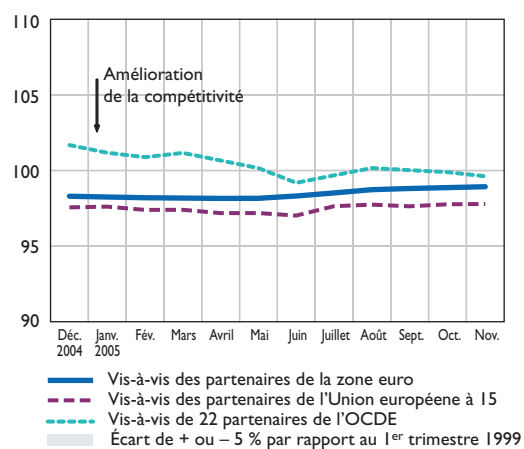
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

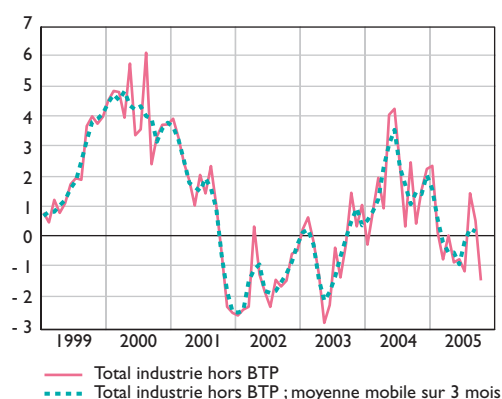


NB : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

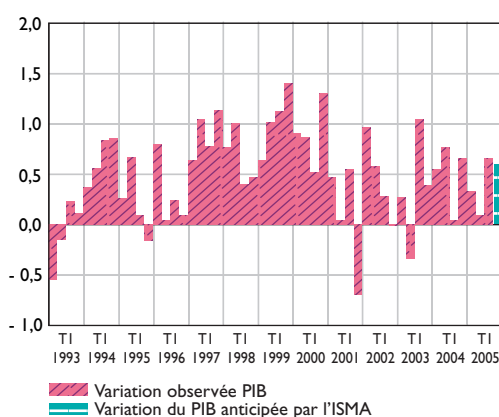
Évolution de la production industrielle

(glissement annuel, en %)



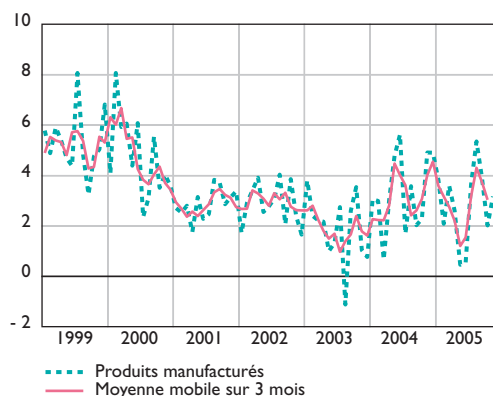
Évolution de l'ISMA et du PIB

(variations trimestrielles, cjo-cvs)



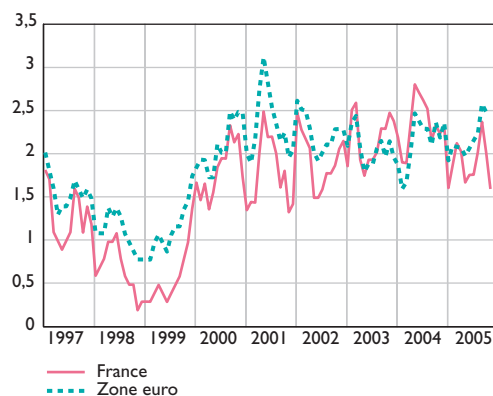
Évolution de la consommation des ménages

(glissement annuel, en %)



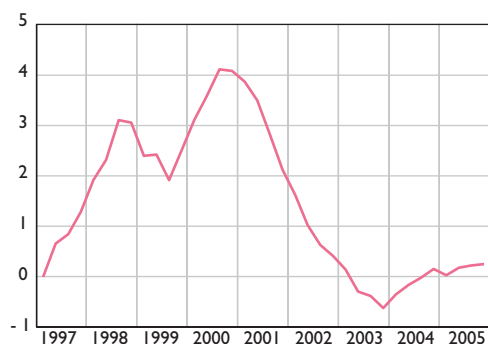
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



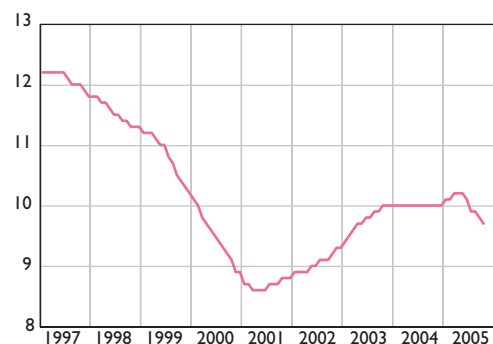
Effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT (CVS)

(cvs)



Sources : Insee, Banque de France

On observe un léger repli de l'indice harmonisé des prix à la consommation, qui ressort, en novembre, à - 0,3 % sur un mois et + 1,8 % en glissement annuel.

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en octobre 2005

En octobre 2005, le déficit cvs des transactions courantes se creuse à - 3,4 milliards. Sur les 10 premiers mois de l'année, il atteint - 22,8 milliards, au lieu de - 4,1 milliards sur la même période en 2004. Cette détérioration résulte d'une dégradation de près de 17 milliards du solde des biens. Sur 10 mois, l'accroissement de 1,9 milliard des transferts courants vers l'étranger est presque compensé par l'augmentation de 1,6 milliard de l'excédent des revenus. Les soldes des services hors voyages et des voyages se dégradent respectivement de 0,5 et 0,7 milliard entre les 10 premiers mois de 2004 et de 2005.

Le compte financier affiche un solde débiteur de 5,8 milliards en octobre 2005. Très soutenus depuis trois mois, les investissements directs français à l'étranger atteignent 6,2 milliards en dépit d'un désinvestissement en capital social de 2,5 milliards lié à la restructuration

d'un grand groupe résident. Les investissements directs étrangers en France présentent un solde de 0,5 milliard, les entrées dues aux opérations en capital social (1,6 milliard, dont 0,8 milliard d'acquisitions immobilières) étant compensées en partie par des remboursements de prêts et avances.

Les investissements de portefeuille dégagent des entrées nettes de 5,5 milliards, en forte baisse par rapport au mois précédent. Les résidents ont vendu pour 5,4 milliards d'actions étrangères et acheté des titres de dette à hauteur de 15,7 milliards. Les IFM résidentes ont fortement contribué à ces mouvements, cédant pour 6,8 milliards d'actions et achetant pour 10,8 milliards de valeurs obligataires, nouvellement émises pour l'essentiel. Pour leur part, les non-résidents ont acquis 16,8 milliards de titres de dette, dont 4,4 milliards émis par les administrations publiques résidentes, et vendu pour 1 milliard d'actions.

Au sein des « Autres investissements », les IFM ont réduit de 8,8 milliards leurs engagements nets vis-à-vis de l'extérieur, les administrations publiques réduisant à l'inverse leurs avoirs nets de 2,1 milliards, en raison notamment de rapatriements de fonds placés à l'étranger.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois			Cumuls 10 mois		Montants mensuels		
	Déc. 2003 (a)	Déc. 2004 (b)	Oct. 2005 (c)	Oct. 2004 (b)	Oct. 2005 (c)	Oct. 2005 (c)	Sept. 2005 (c)	Oct. 2005 (c)
Compte de transactions courantes (1)	7,0	- 6,8	- 26,6	- 4,1	- 22,8	- 2,3	- 2,3	- 3,4
Biens	2,9	- 6,3	- 23,6	- 3,1	- 20,0	- 2,5	- 1,5	- 2,6
Services hors voyages	2,4	0,5	0,1	0,4	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0
Voyages	11,6	9,8	8,9	8,2	7,5	0,6	0,8	0,8
Revenus	7,1	6,9	7,9	5,9	7,5	1,4	0,6	0,2
Transferts courants	- 16,9	- 17,6	- 19,9	- 15,5	- 17,6	- 1,7	- 2,0	- 1,9
Compte de capital	- 7,7	1,7	0,9	1,4	0,6	0,1	0,1	- 0,2
Compte financier	9,7	0,3	14,2	- 6,8	7,1	- 29,8	34,5	- 5,8
Investissements directs	- 9,4	- 18,9	- 15,3	- 19,9	- 16,3	- 4,4	- 1,8	- 5,6
- Français à l'étranger	- 47,1	- 38,5	- 48,0	- 36,7	- 46,2	- 7,4	- 5,3	- 6,2
- Étrangers en France	37,7	19,6	32,6	16,8	29,9	3,0	3,5	0,5
Investissements de portefeuille	5,8	- 46,3	5,4	- 45,7	5,9	2,6	19,3	5,5
- Avoirs	- 170,6	- 180,0	- 151,0	- 165,1	- 136,1	- 7,3	1,0	- 10,3
- Engagements	176,4	133,6	156,4	119,3	142,1	9,9	18,3	15,7
Produits financiers dérivés	- 6,1	5,1	7,4	4,4	6,8	- 0,1	- 0,1	1,2
Autres investissements	21,6	64,0	11,6	57,9	5,6	- 27,2	16,1	- 7,9
dont IFM	31,1	40,7	- 2,9	38,5	- 5,1	- 18,7	17,3	- 8,8
Avoirs de réserve	- 2,2	- 3,5	5,1	- 3,5	5,1	- 0,7	1,1	1,1

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

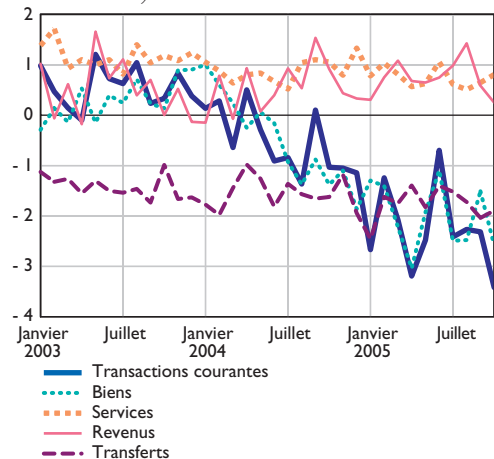
(c) Chiffres provisoires

(1) Données brutes pour les années et le cumul sur 12 mois, données cvs-cjo pour les résultats mensuels et les cumuls sur 10 mois

Transactions courantes

Soldes (cvs)

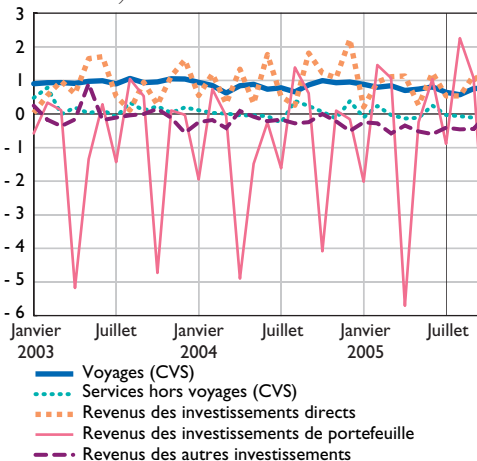
(en milliards d'euros)



Transactions courantes

Soldes

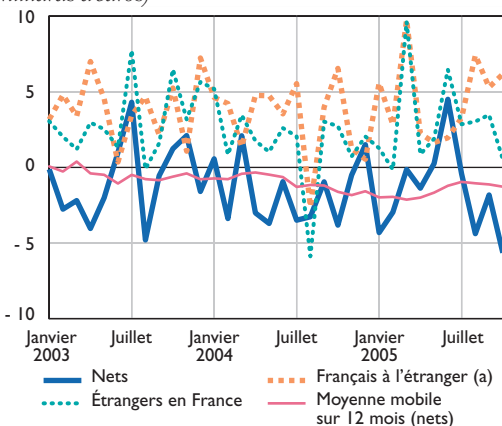
(en milliards d'euros)



Investissements directs

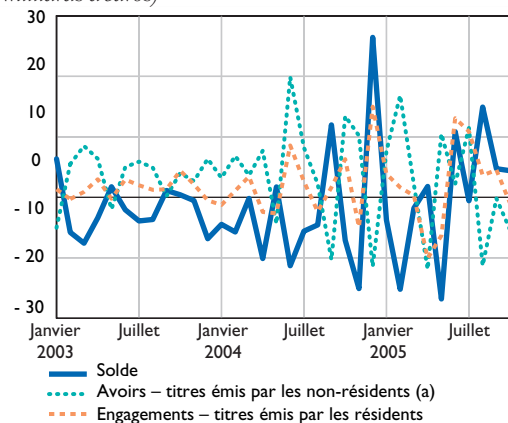
Soldes

(en milliards d'euros)



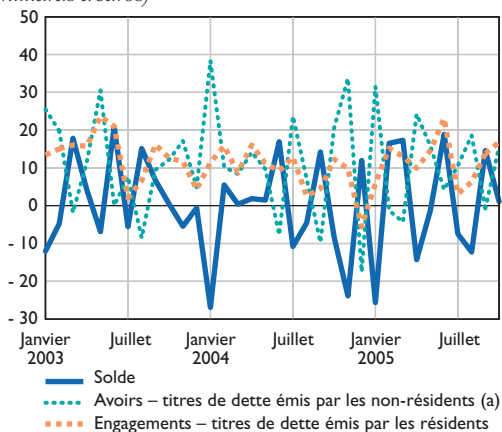
Investissements de portefeuille – Actions

(en milliards d'euros)



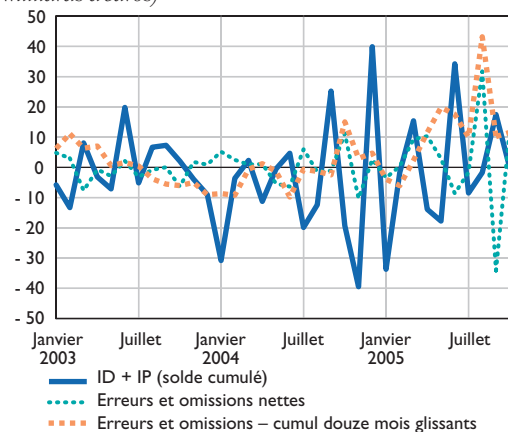
Investissements de portefeuille – Titres de dette

(en milliards d'euros)



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

(en milliards d'euros)



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

2| La monnaie, les placements et les financements

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 s'est établi à 8,0 % en octobre, après 8,4 % en septembre. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 8,2 % pour la période allant d'août à octobre, au lieu de 7,9 % pour la période juillet à septembre.

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est quelque peu renforcée (9,3 %, après 8,9 % en septembre) du fait notamment de l'accélération des crédits (8,8 %, après 8,6 %).

En France, l'évolution des avoirs monétaires des résidents observée en octobre présente les traits suivants :

- la progression annuelle des dépôts s'est ralentie, qu'il s'agisse des dépôts à vue (9,1 %, au lieu de 9,4 % le mois précédent), des comptes sur livret (5,3 %, après 5,8 %) ou des dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (9,4 %, contre 10,6 %) ;
- s'agissant des instruments négociables, le taux de croissance annuel des encours de titres d'OPCVM monétaires a également fléchi, à 8,2 %, au lieu de 11,0 %. À l'inverse, la progression annuelle des titres de créances d'une durée initiale inférieure à deux ans s'est renforcée (16 %, après 13,2 %).

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
	Octobre 2005	Septembre 2005	Octobre 2005	Octobre 2005
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	514,9	15,3	15,3	
+ Dépôts à vue	2 855,9	10,4	10,5	
= M1	3 370,9	11,1	11,2	
+ Autres dépôts monétaires	2 633,4	6,4	5,8	
= M2	6 004,3	8,8	8,6	
+ Instruments négociables	989,5	6,2	4,4	
= M3	6 993,8	8,4	8,0	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	8 152,0	8,6	8,8	
Concours au secteur privé (en données cvs)	9 424,7	8,9	9,3	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	419,2	9,4	9,1	14,7
Comptes sur livret	388,2	5,8	5,3	25,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	53,8	10,6	9,4	5,0
Titres d'OPCVM monétaires	303,3	11,0	8,2	47,8
Titres de créances < 2 ans	64,3	13,2	16,0	73,3
Crédits au secteur privé (c)	1 338,6	9,0	8,1	16,6

(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 de l'endettement intérieur total a fléchi très légèrement en octobre, le ralentissement de la croissance de l'endettement des administrations publiques l'ayant emporté sur l'accélération de l'endettement des sociétés non financières et des ménages.

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Oct. 2004	Sept. 2005	Oct. 2005
Endettement intérieur total	5,8	7,2	7,1
Sociétés non financières	4,3	6,2	6,4
Ménages	9,3	10,3	10,5
Administrations publiques	5,5	6,4	5,8

S'agissant des modes de financement, la progression annuelle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes s'est renforcée alors que celle des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est légèrement ralentie tout en restant à un rythme élevé. Le taux de croissance annuel des financements de marché a fléchi pour le troisième mois consécutif.

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

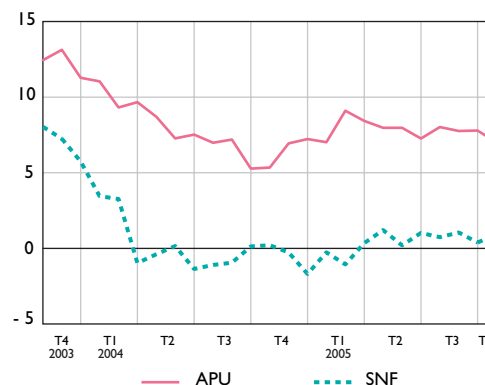
	Oct. 2004	Sept. 2005	Oct. 2005
Endettement intérieur total	5,8	7,2	7,1
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,8	7,0	7,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents	9,7	14,1	13,3
Financements de marché	3,9	5,9	5,4

2|3 L'endettement sur les marchés

La progression annuelle de l'encours des titres de dette émis par les administrations publiques sur les marchés s'est atténuée en octobre (7,0 %, après 7,8 % en septembre) sous l'effet des remboursements nets opérés par l'État, d'importantes tombées d'OAT n'ayant été renouvelées que partiellement au cours de ce mois. La progression annuelle de l'encours des titres émis par les sociétés non financières s'est en revanche renforcée (1,0 %, après 0,4 % en septembre).

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 IFM s'est modérée en octobre (7,1 %, après 7,8 % en septembre) du fait essentiellement d'un très fort ralentissement des crédits au secteur financier, composante traditionnellement volatile. La progression annuelle des crédits au secteur non financier s'est en revanche accentuée, tant en ce qui concerne les crédits aux ménages que les crédits aux sociétés non financières.

La contraction des crédits aux administrations publiques s'est poursuivie à un rythme quasi-inchangé (-1,0 %, après -1,1 % en septembre).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Octobre 2004	Septembre 2005	Octobre 2005
Crédits des IFM	7,7	7,8	7,1
aux APU	7,0	- 1,1	- 1,0
au secteur privé	7,8	8,8	8,0
dont :			
Crédits des EC aux ménages	9,3	10,7	10,8
dont : Trésorerie	4,4	5,6	6,1
Habitat	12,2	13,7	13,5
Crédits des EC aux SNF	4,4	5,3	6,0
dont : Trésorerie	2,5	3,2	5,5
Investissement	5,3	5,9	6,1

ENCADRÉ 3

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

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours
	Année 2004	Nov. 2004 à oct. 2005	Déc. 2004 à nov. 2005	Novembre 2005	Nov. 2004 à oct. 2005	Déc. 2004 à nov. 2005	Novembre 2005	À fin nov. 2005
Sociétés non financières	- 17,7	- 9,3	- 14,5	- 5,8	4,1	3,9	0,1	94,5
État	39,0	42,7	39,9	4,7	78,6	76,3	5,1	587,3
Autres administrations publiques	7,9	10,1	13,2	3,0	12,6	15,6	3,0	56,3
Institutions financières monétaires	- 2,4	- 8,7	- 5,6	0,9	13,3	13,0	1,2	153,0
Institutions financières non monétaires	- 1,2	- 0,9	- 0,8	0,0	1,5	1,5	0,0	23,7
Total	25,7	34,1	32,4	2,8	110,1	110,3	9,5	914,8

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de novembre 2005, ont totalisé 9,5 milliards d'euros, contre 6,5 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (6,7 milliards d'euros dont 5,9 milliards pour les sociétés non financières), les émissions nettes se sont élevées à 2,8 milliards d'euros.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté 53 % du total émis sur la place de Paris. À fin novembre, le montant cumulé des émissions obligataires de l'État depuis le début de l'année excédait à hauteur de 25 % l'enveloppe fixée dans son programme indicatif pour 2005 (61 milliards d'euros prévus dont 11 milliards sur les lignes indexées).

La CADES (« Autres administrations publiques ») a émis, pour sa part, un emprunt de 3 milliards d'euros au cours de ce même mois.

L'accroissement des crédits aux ménages s'est très légèrement accentué (10,8 %, après 10,7 %) du fait d'une assez nette poussée des crédits de trésorerie, alors que le rythme d'évolution des crédits à l'habitat a légèrement fléchi. La progression des crédits aux sociétés non financières s'est également renforcée (+ 6,0 %, après + 5,3 %) sous l'effet principalement d'un net rebond de la croissance des crédits de trésorerie.

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

Les taux moyens des crédits observés en octobre sur les opérations nouvelles sont stables pour les crédits aux ménages mais augmentent sensiblement pour les crédits aux sociétés non financières. Ces mouvements d'ensemble recouvrent toutefois

des évolutions plus ou moins marquées selon les catégories de concours :

- s'agissant des crédits aux ménages, la hausse du taux des découverts (10,45 %, après 9,83 %) est compensée par les baisses du taux des crédits à la consommation (5,68 %, après 5,80 %) et du taux des crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an (3,30 %, après 3,35 %) comme de celui des crédits de PFIT supérieure à un an (3,52 %, après 3,59 %) ;
- la hausse des taux des crédits nouveaux aux sociétés non financières (3,72 % en moyenne, après 3,59 % en septembre) concerne toutes les catégories de concours : crédits de PFIT supérieure ou égale à un an (3,81 %, après 3,68 %), découverts (3,88 %, après 3,80 %) et surtout crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,15 %, après 2,97 %).

2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « monétaires » et « obligations » se sont inscrits en léger recul. Les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « diversifiés » et, dans une moindre mesure, d'OPCVM « actions », sont restés orientés à la hausse.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

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

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 4

Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2005

Les données présentées dans l'enquête permettent, d'une part, d'apprécier le comportement des titulaires de PEA au cours du troisième trimestre 2005 et, d'autre part, d'établir des comparaisons entre les comptes PEA et l'ensemble des portefeuilles de titres. Les résultats globaux précèdent une information plus détaillée par grandes catégories d'établissements.

Sur la base des résultats de la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements bancaires, la valeur des titres déposés sur des comptes PEA (plan d'épargne en actions) s'établissait, à fin septembre 2005, à 101,6 milliards d'euros, en augmentation de 6,4 % par rapport au trimestre précédent. Cette progression reflète essentiellement celle des cours boursiers. Ce faisant, l'encours à fin septembre 2005 se rapproche de son plus haut niveau atteint fin septembre 2000, l'écart n'atteignant plus que 2 % environ.

Au cours du troisième trimestre et à rebours de l'évolution observée au trimestre précédent, les détenteurs de PEA ont procédé, globalement, à des achats nets de titres (toutes valeurs confondues) pour, environ, 400 millions d'euros, soit 0,4 % de l'encours à fin juin 2005. Les investissements se sont élevés à environ 264 millions d'euros pour les actions françaises et européennes et 137 millions d'euros pour les titres d'OPCVM. Les liquidités en dépôt sur les comptes espèces associés aux PEA ont diminué de 0,5 milliard pour revenir à 5,1 milliards d'euros à fin septembre.

Le nombre des PEA s'élevait, à fin septembre 2005, à 7,232 millions, en diminution de 29 500 comptes par rapport au trimestre précédent. Sur un an, la baisse est de plus de 140 000 comptes.

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (60,8 %) et actions (39,2 %) n'a quasiment pas varié par rapport au trimestre précédent.

NB : La version intégrale de la note, écrite par I. 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.

ENCADRÉ 5

**Les placements en valeurs mobilières des agents économiques
au deuxième trimestre 2005**

Les résultats de l'enquête-titres du deuxième trimestre 2005 font apparaître un accroissement de 4,5 % de l'encours des portefeuilles de valeurs mobilières par rapport à mars 2005. Les effets de valorisation, fortement positifs pour les actions comme pour les titres obligataires, y ont très largement contribué. Ils ont représenté, au total, 135,6 milliards d'euros, tandis que les flux d'achats nets de valeurs mobilières atteignaient 35,1 milliards d'euros.

Deux tendances à l'œuvre depuis 2004 ont encore caractérisé le deuxième trimestre 2005 : outre un niveau élevé des investissements en titres étrangers, l'importance des flux de souscriptions nouvelles des titres d'OPCVM monétaires et non monétaires.

De plus, l'analyse par grands secteurs met en évidence les évolutions suivantes :

- les investisseurs institutionnels ont été acquéreurs nets d'actions cotées (+ 6 milliards d'euros), alors que les autres secteurs résidents et les non-résidents ont été vendeurs nets (respectivement – 6,6 et – 1,3 milliards d'euros). Au sein des administrations publiques, l'État et l'Erap ont cédé des titres France Télécom en juin 2005 pour un montant de plus de 3,4 milliards d'euros ;
- les investisseurs institutionnels et les non-résidents ont renforcé leurs positions en obligations (respectivement + 5,1 et + 14,0 milliards d'euros), alors que les autres secteurs les ont quelque peu allégées ;
- tous les secteurs, à l'exception des sociétés, ont été acheteurs nets de titres d'OPCVM, notamment les investisseurs institutionnels dont le flux net d'achat a atteint 16,4 milliards d'euros ;
- les ménages ont de nouveau allégé globalement leurs portefeuilles. Sur un an (juin 2004-juin 2005), les désinvestissements nets en valeurs mobilières opérés par les ménages se sont élevés à 7,1 milliards d'euros. Par ailleurs, à fin juin 2005, le nombre de comptes-titres des ménages s'inscrivait en baisse de 2 % par rapport à juin 2004 (soit environ 320 000 comptes titres de moins).

La part des portefeuilles consacrée à la détention directe d'actions atteignait 31,6 % de l'ensemble à fin juin, après 32 % à fin mars 2005.

Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 44,9 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin juin 2005, ont enregistré un net renforcement en titres étrangers, à hauteur de 18,1 milliards d'euros. Les achats nets des résidents en obligations (+ 4,1 milliards d'euros) ont été principalement le fait des investisseurs institutionnels qui ont été acheteurs nets de titres étrangers (+ 16,6 milliards d'euros) mais vendeurs nets de titres français (– 11,5 milliards d'euros). Pour leur part, les non-résidents ont investi en obligations à hauteur de 14 milliards d'euros, dont la majeure partie en titres français (+ 12,8 milliards d'euros).

Les placements en titres d'OPCVM représentaient 23,5 % du total des portefeuilles à fin juin. Les titres d'OPCVM monétaires ont fait l'objet d'investissements nets pour un montant de 8,6 milliards d'euros, les souscriptions étant essentiellement le fait des investisseurs institutionnels. Les OPCVM non monétaires ont drainé 9,8 milliards d'euros de souscriptions nettes qui ont été principalement le fait des investisseurs institutionnels et des sociétés non financières.

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

NB : La version intégrale de la note, écrite par I. Gest et H. Grandjean 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.

ENCADRÉ 6

Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004)

Le taux d'intermédiation représente la part prise par les intermédiaires financiers résidents (établissements de crédit, OPCVM et sociétés d'assurance) dans les financements accordés aux agents non financiers (ANF)¹. Si l'on s'en tient aux crédits octroyés par ces intermédiaires, il s'agit d'un taux d'intermédiation au sens étroit. Lorsque leurs placements en titres émis par les ANF (actions, obligations ou titres de créances négociables) sont également pris en compte, il s'agit d'un taux d'intermédiation au sens large. Par construction, la différence entre le total des financements reçus par les ANF résidents et celui des financements intermédiés correspond aux financements consentis soit par les ANF résidents eux-mêmes, soit par des non-résidents, financiers ou non financiers. Au cours des dernières années, le « Reste du monde » a pris une part croissante au financement des ANF résidents alors que les intermédiaires financiers résidents ont largement développé leurs concours à l'étranger. Cette internationalisation croissante des financements se reflète dans l'évolution des taux d'intermédiation.

Du point de vue de leur mode de calcul, ces deux indicateurs reprennent très largement l'approche précédemment développée par l'ancien Conseil national du Crédit et du Titre (CNCT). Les calculs sont désormais réalisés à partir des comptes nationaux financiers trimestriels établis par la Banque de France et publiés sur son site.

Le taux d'intermédiation au sens étroit comme au sens large a régulièrement décroché au cours des dix dernières années. Entre 1994 et 2004, les deux indicateurs sont ainsi tombés respectivement de 55,4 % à 40,4 %, et de 76,2 % à 58,8 %. Cette tendance à la baisse s'est toutefois atténuée en fin de période.

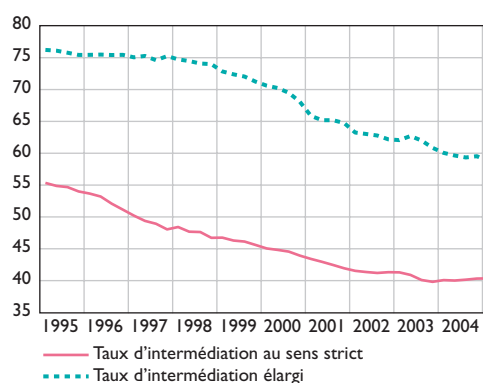
La baisse du taux d'intermédiation au sens étroit témoigne du recours accru des SNF et des APU aux financements de marché sur la période. Elle ne reflète pas pour autant une extension du rôle des ANF résidents dans le financement non intermédié de l'économie. Celui-ci reste en fait limité, et ce pour plusieurs raisons :

- l'importance relative de la détention d'actions par les APU décroît, du fait des opérations d'ouverture de capital et de privatisation de SNF menées au cours de la décennie sous revue. En cumul sur la période, le solde des flux d'apports en capital et de cessions d'actions de SNF par les APU excède à peine 3 milliards d'euros ;
- la détention en direct de titres par les ménages demeure limitée, le cumul des flux d'achats nets de titres par ce secteur s'élevant à quelque 50 milliards d'euros sur la période.

La part de l'agrégat constitué par les financements de marché apportés par les intermédiaires financiers résidents (correspondant à l'écart entre le taux d'intermédiation au sens large et le taux d'intermédiation au sens étroit) tend également à décroître.

En fait, le principal facteur explicatif de la baisse du taux d'intermédiation, au sens large comme au sens strict, tient à l'importance croissante des financements de marché apportés par les non-résidents. En effet, depuis 1998, les flux d'achats nets par le Reste du monde de titres émis par les ANF résidents ont toujours représenté une part prépondérante (plus de 80 %) des financements non intermédiés, alors que la part de ceux-ci s'est sensiblement renforcée, allant jusqu'à représenter, en fin de période, plus de 40 % du total des financements. Le Reste du monde détient ainsi une part de plus en plus importante de l'encours des financements de marché reçus par les ANF.

Taux d'intermédiation au sens strict et au sens large

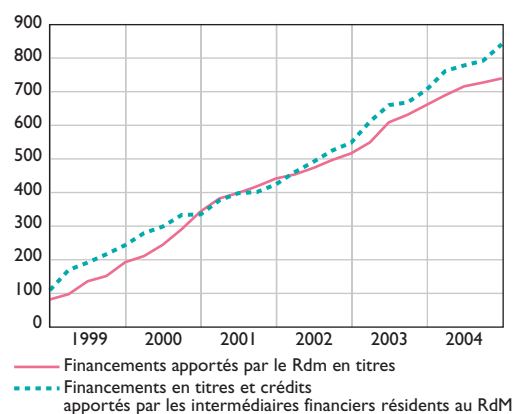


¹ ANF : sociétés non financières (SNF), ménages y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages, administrations publiques (APU).

Le déclin relatif du rôle des intermédiaires financiers résidents dans le financement des ANF résidents est contrebalancé par le développement de leurs flux d'achats de titres étrangers et de prêts au Reste du monde, qui, sur la période 1998-2004, sont globalement équivalents, voire légèrement supérieurs aux flux de placements du Reste du monde en titres émis par les ANF résidents. Du point de vue des institutions financières résidentes, la baisse du taux d'intermédiation témoigne ainsi, dans une large mesure, d'un vaste mouvement d'internationalisation de leurs opérations.

Cumul des flux de placements

(en milliards d'euros)



3| Les marchés de capitaux

En novembre, les marchés de capitaux ont continué d'être dominés par les anticipations des investisseurs quant à l'évolution des politiques monétaires. Sous l'effet d'un différentiel de taux à court terme anticipés toujours favorable à la devise américaine, le dollar s'est apprécié contre les principales devises, y compris l'euro. Les courbes obligataires se sont aplaties tant aux États-Unis, qu'en Europe ou au Japon, sous l'effet d'une hausse limitée des taux à court terme dans la zone euro et d'une baisse des rendements de plus long terme dans les autres pays. Partout, les marchés boursiers ont nettement progressé, soutenus par des perspectives de croissance optimistes.

3| I Les marchés de change et de matières premières

Le dollar s'est apprécié contre les principales devises sous l'effet d'un différentiel de taux à court terme anticipé toujours favorable à la devise américaine. Le rapatriement des bénéfices réalisés à l'étranger par les entreprises américaines, en liaison avec des incitations fiscales de l'*Homeland Investment Act* a également pu constituer un facteur de soutien du dollar. Dans ce contexte, les opérateurs ont largement ignoré le creusement du déficit commercial américain, mettant en balance le niveau record des achats nets de titres américains par les non-résidents en septembre.

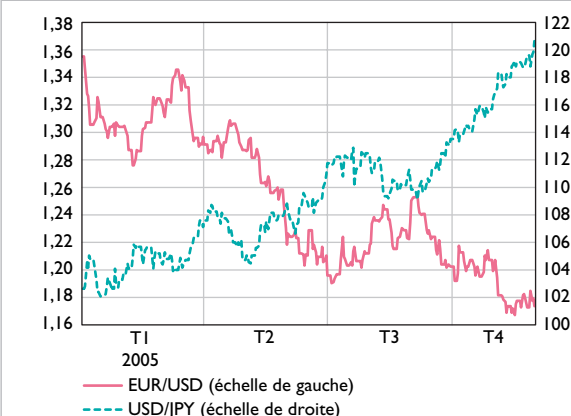
L'euro s'est en conséquence déprécié de près de 2 % contre le dollar, l'EUR/USD passant de 1,2009 à 1,1790 sur le mois de novembre. Néanmoins, le renforcement des anticipations de hausses de taux directeur dans la zone euro a permis de modifier le sentiment des participants de marché sur la parité EUR/USD : les *risk reversals* (différence entre le prix d'une option d'achat et le prix d'une option de vente de même prix d'exercice) sur l'ensemble des maturités sont revenus sur un niveau neutre, alors qu'ils témoignaient d'une anticipation de baisse supplémentaire de l'euro au début de la période.

Dans un contexte de révision en baisse de l'inflation anticipée, alimentant des attentes de *statu quo* de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre, la livre britannique a reculé face au dollar de façon comparable : le GBP/USD est passé de 1,765 à 1,729 tandis que la parité contre euro est restée quasiment inchangée, autour de 0,68.

L'éloignement des perspectives d'abandon par la Banque du Japon de sa politique monétaire très accommodante a pesé sur le yen, qui s'est déprécié contre le dollar de 2,7 % (l'USD/JPY revenant sur son niveau d'août 2003 à 119,80) et contre l'euro de 1,2 %, (l'euro touchant de nouveaux plus hauts historiques à plus de 141 yens).

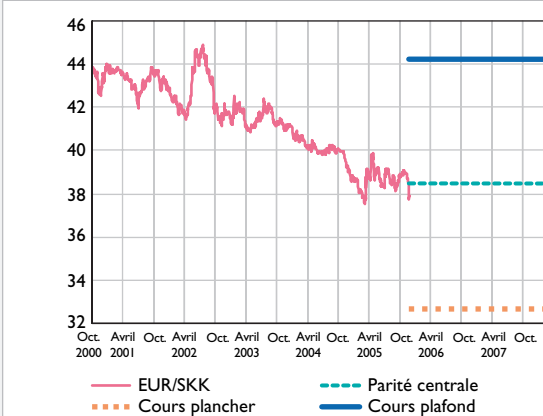
Le 28 novembre, la couronne slovaque a intégré le mécanisme de change européen, le cours pivot de l'EUR/SKK étant fixé à 38,4550, correspondant au cours constaté sur le marché le 25 novembre. Une appréciation marquée de la couronne slovaque contre euro est ensuite intervenue, l'EUR/SKK baissant de 1,6 % à 37,83.

Cours de change de l'euro contre dollar, du dollar contre yen depuis janvier 2005

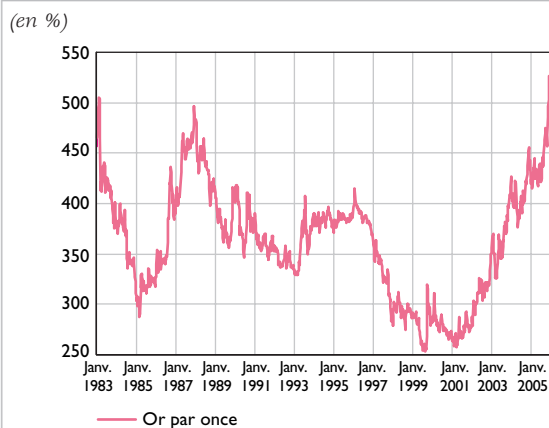


NB : Hors mention spécifique, les graphiques des parties 3|1, 3|2 et 3|3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuters et Bloomberg.

EUR/SKK, parité centrale, cours plancher et plafond



Prix de l'once d'or en dollars



Les cours de l'or ont fortement progressé, l'once dépassant 500 dollars, soit son plus haut niveau depuis début 1983. L'or a continué à bénéficier du dynamisme de la demande mondiale face à une production peu élastique et d'achats spéculatifs, les positions nettes longues ayant ainsi augmenté de 28 400 contrats au cours du mois pour atteindre 158 900 contrats (contre 73 200 contrats au début de l'année).

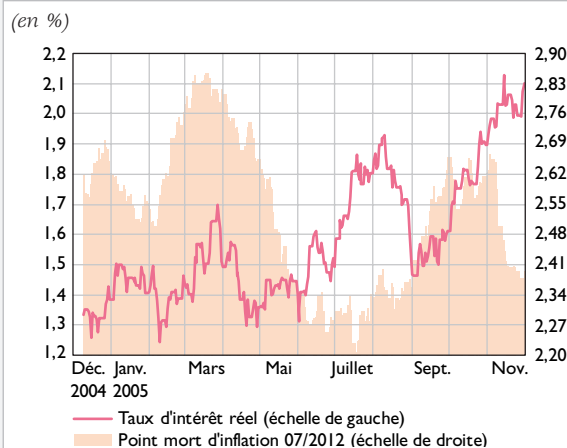
Les prix du pétrole ont reculé de 4,2 % en novembre, le baril de brut de référence *West Texas Intermediate* passant de 59,85 dollars à 57,32 dollars. Cette baisse intervient dans un contexte d'absence de chocs sur l'offre et de stocks américains de brut plus élevés qu'à la même époque de l'année dernière. Par ailleurs, l'écart entre les prix du brut et ceux des produits distillés, notamment le gasoil aux États-Unis, a poursuivi son reflux, les raffineries du Golfe du Mexique revenant progressivement à leur niveau normal de production.

3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Poursuite de l'aplatissement de la courbe des rendements américains

La courbe des rendements obligataires américains a continué de s'aplatir, sous l'effet d'une baisse des rendements de long terme (le taux à 2 ans est resté inchangé aux environs de 4,46 % alors que le taux à 10 ans a baissé de 8 points de base à 4,55 %). La partie courte de la courbe est restée stable, la décision du

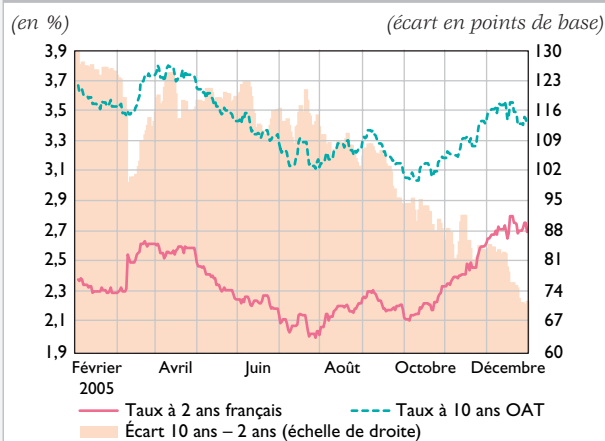
Taux réel du bon du trésor américain 2012 et point-mort d'inflation à horizon 2012



Federal Open Market Committee de porter le taux *Fed Funds* à 4 %, le 1^{er} novembre, étant totalement anticipée. Fin novembre, les participants de marché anticipaient un resserrement supplémentaire de la politique monétaire américaine de 75 points base avant la fin du deuxième trimestre 2006.

Les rendements nominaux à 10 ans ont, quant à eux, enregistré une baisse de 8 points de base à 4,55 %. Ce mouvement s'explique d'une part par un recul de 25 points de base à 2,38 % du point mort d'inflation à long terme, reflétant la confiance accrue dans la maîtrise des risques inflationnistes après le resserrement monétaire du Système fédéral de réserve. D'autre part, le contexte optimiste de croissance économique aux États-Unis a nourri une hausse des rendements réels à 10 ans de 1,90 % à 2,09 % au cours du mois.

Taux à 10 et 2 ans des OAT



Aplatissement de la courbe des taux en zone euro

La courbe des rendements obligataires de la zone euro s'est également aplatie au cours du mois de novembre, sous l'effet d'une hausse des maturités les plus courtes, le taux à 2 ans augmentant de 13 points de base à 2,83 %, tandis que le rendement à 10 ans ne progressait que de 4 points de base à 3,45 %.

La tension des rendements à court terme a été alimentée par la révision à la hausse des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE, les intervenants de marché attendant une première hausse de 25 points de base dès le 1^{er} décembre 2005 et anticipant le taux minimum d'appel d'offres de la BCE à 2,75 % pour l'été 2006. La décision du conseil des gouverneurs de porter le taux minimum d'appel d'offre à 2,25 % est intervenue le 1^{er} décembre. On peut noter que le raffermissement des anticipations de hausses de taux à un horizon proche a temporairement introduit une volatilité importante sur la partie très courte des taux monétaires en dépit d'un contexte de liquidités abondantes. Le taux au jour le jour moyen pondéré est ainsi ressorti, plusieurs jours de suite, au-dessus du taux Eonia moyen de 2,08 %, observé en cours de période de constitution des réserves depuis le début de l'année. En moyenne, pendant la semaine du 21 au 25 novembre, le taux Eonia est ressorti à 2,15 %.

Ces anticipations de resserrement monétaire ont contribué à faire refluer de 7 points de base, à 2,05 %, les points morts d'inflation à 10 ans, en renforçant l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme à des niveaux proches de 2 %. Parallèlement, l'orientation plus positive des indicateurs économiques européens a contribué à la poursuite de la hausse des taux réels à 10 ans de 1,12 % à 1,23 %.

Au Royaume-Uni, le taux à 10 ans a cédé 11 points de base à 4,24 % et le taux à 2 ans 9 points de base à 4,35 %. Cette baisse des rendements a été consécutive à la publication de données d'inflation plus basses que prévu et d'un rapport trimestriel sur l'inflation de la Banque d'Angleterre affichant une prévision d'un retour de l'inflation sous l'objectif des 2 % au cours de l'année 2006.

Les taux d'intérêt japonais ont nettement reculé en novembre (taux à 10 ans baissant de 14 points de base, à 1,44 %) sous l'effet de l'incertitude pesant tant sur le calendrier de l'arrêt de la politique monétaire

quantitative que sur l'ampleur d'une éventuelle hausse des taux. Le contrat Euroyen 3 mois de maturité décembre 2006 montrait, fin novembre, que les investisseurs n'anticipaient plus qu'une hausse de 25 points de base d'ici un an, contre deux « pas » de politique monétaire attendus en début de période.

Les primes associées au risque de crédit sont restées à des niveaux historiquement faibles

Les primes de signature de crédit sont restées stables en zone euro, à l'exception des émetteurs industriels les moins bien notés. La poursuite de la dégradation de la situation financière de Ford et General Motors, dans le sillage de la faillite de Delphi, a pu contribuer à l'élargissement des primes sur les constructeurs d'automobiles et les fournisseurs européens.

Primes de signature de crédit dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	30 nov. 2005	31 oct. 2005	Variation/ 31 oct.	31 déc. 2004	Variation/ 31 déc. 2004
Obligations					
Industrielles AA	20	19	+ 1	23	- 3
Industrielles BBB	94	86	+ 8	76	+ 18
Financières AA	28	27	+ 1	30	- 2
Corporate BBB	73	78	- 5	79	- 6
Telecom	56	57	- 1	52	+ 4
Agences	10	10	0	11	- 1

Source : Merrill Lynch

3 | 3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers ont nettement progressé en novembre, dans un contexte de perspectives de croissance bien orientée aux

Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 30 nov. 2005	Variation/ 31 oct. 2005	Variation/ 31 déc. 2004
CAC 40	4 567,41	+ 2,9	+ 19,5
DAX	5 193,40	+ 5,4	+ 22,0
DJ euroStoxx 50	3 447,07	+ 3,8	+ 16,8
FTSE	5 423,20	+ 2,0	+ 12,6
Nasdaq	2 232,82	+ 5,3	+ 2,5
Dow Jones	10 805,87	+ 3,5	+ 0,0
Nikkei	14 872,15	+ 9,3	+ 29,4

États-Unis, au Japon et dans la zone euro, l'indice Nikkei parvenant à atteindre ses plus hauts niveaux depuis décembre 2000.

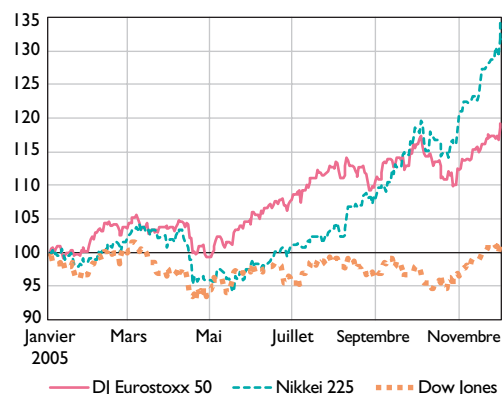
Les bourses américaines, soutenues par les valeurs liées aux secteurs de l'informatique et des semi-conducteurs, ont bénéficié d'un contexte macroéconomique solide. Les profits des entreprises du Standard and Poor's 500 ont en effet progressé en moyenne de 17,6 % au troisième trimestre 2005 par rapport au troisième trimestre 2004, les entreprises du sous-secteur énergétique affichant la plus forte hausse à 59,8 %. Les secteurs de l'informatique (+ 25,6 %) et industriels (+ 20,2 %) ont également connu une forte progression de leurs profits. De la sorte, l'indice Dow Jones est revenu à son niveau du début d'année, le Nasdaq affichant même une modeste progression de 2,5 % depuis début janvier 2005.

Les bourses européennes ont également été soutenues par une révision en hausse des perspectives de profits, qui devraient progresser de 21,7 % en 2005 en glissement annuel.

Le secteur de l'assurance a connu la plus forte hausse (+ 7,9 %) parmi les sous-indices sectoriels de l'indice DJ Stoxx 600 en novembre, suivi par les secteurs des biens de consommation, (+ 6,0 %), de la chimie (+ 5,4 %) et des matières premières (+ 5,3 %), dans un contexte de forte

Principaux indices boursiers

(base 100 = 1er janvier 2005)



demande mondiale pour ces produits. Seul le secteur des télécommunications (- 5,4 % pour l'indice sectoriel DJ Stoxx 600) s'est inscrit en recul en novembre.

Les indices boursiers japonais ont continué de conforter leur progression en novembre.

Tous les sous-indices sectoriels du Topix se sont inscrits en hausse en novembre, à l'exception des secteurs de l'assurance (- 6,0 %) et du pétrole (- 6,7 %). *A contrario*, les secteurs des matières premières et des métaux (+ 13,6 %) et de l'exploitation minière (+ 9,7 %) ont connu la plus forte progression.

ENCADRÉ 7

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris

Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

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

	Novembre 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	398,7	68	432,4	66,3
Pensions à taux fixe	165,5	28	173,5	26,6
Pensions à taux variable	233,2	40	258,8	39,7
BTAN	145,8	25	158,6	24,3
Pensions à taux fixe	41,5	7	49,2	7,5
Pensions à taux variable	104,3	18	109,4	16,8
BTF	41,8	7	61,3	9,4
Pensions à taux fixe	9,6	5	14,3	2,2
Pensions à taux variable	32,2	2	47,0	7,2
Pensions à taux fixe	216,5	37	237,0	36,3
Pensions à taux variable	369,7	63	415,2	63,7
Total	586,3	100	652,2	100

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	29 oct. au 4 novembre	5 au 11 novembre	12 au 18 novembre	19 au 25 novembre
1 jour	2,12	2,07	2,13	2,16
10 jours	—	2,21	2,14	2,17
30 jours	2,18	2,27	2,25	2,34
90 jours	2,31	2,33	2,40	2,45
180 jours	2,46	2,49	2,50	2,62

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	29 oct. au 4 novembre	5 au 11 novembre	12 au 18 novembre	19 au 25 novembre
1 jour	2,11	2,05	2,11	2,17
10 jours	2,09	2,07	2,08	2,11
30 jours	2,12	2,14	2,20	2,28
90 jours	2,29	2,30	2,38	2,45
180 jours	2,39	2,42	2,53	2,86

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 novembre	31 octobre	Variation
1 mois	2,24	2,04	+ 20
3 mois	2,34	2,16	+ 18
6 mois	2,48	2,26	+ 22
12 mois	2,67	2,51	+ 16
2 ans	2,82	2,69	+ 13
5 ans	3,13	2,98	+ 15

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en novembre 2005		Encours à fin nov. 2005
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	486,7	- 2,7	368,7
Certificats de dépôt négociables	429,4	- 1,4	242,1
BMTN	1,5	0,7	54,0
Billets de trésorerie	55,8	- 2,0	72,6

Spreads billets de trésorerie – swaps

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

(en points de base)

Échéances	A-1+/F1+ A-1/P-1/F1	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Septembre 2005	2	4	9	4
Octobre 2005	1	5	10	5
Novembre 2005	1	4	12	2
3 mois				
Septembre 2005	3	6	11	6
Octobre 2005	4	6	15	7
Novembre 2005	2	7	9	4

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

Au cours du mois de novembre, on observe un resserrement des spreads compris entre 1 point et 6 points de base à l'exception des émetteurs non notés qui enregistrent une hausse de 2 points de base pour le 1 mois.

L'endettement des ménages Comparaisons européennes	23
L'endettement des ménages européens à fin 2004 Comité consultatif du secteur financier	25
L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro	33
Michel BOUTILLIER <i>Université Paris X – Nanterre</i>	
Daniel GABRIELLI, Régine MONFRONT <i>Banque de France</i>	
Target 2 : du concept à la réalité	45
Nicolas DE SÈZE <i>Direction générale des Opérations</i>	
Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro	53
Sanvi AVOUYI-DOVI <i>Direction de la Recherche</i> <i>Service de Recherche en économie et finance</i>	
Rafal KIERZENKOWSKI <i>Direction des Études et des Statistiques monétaires</i> <i>Service des Analyses et Statistiques monétaires</i>	
Catherine LUBOCHINSKY <i>Direction pour la coordination de la stabilité financière</i> <i>Service des Études sur les marchés et la stabilité financière</i>	
Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance	63
Mireille BARDOS <i>Direction des Entreprises</i> <i>Observatoire des entreprises</i>	

L'endettement des ménages

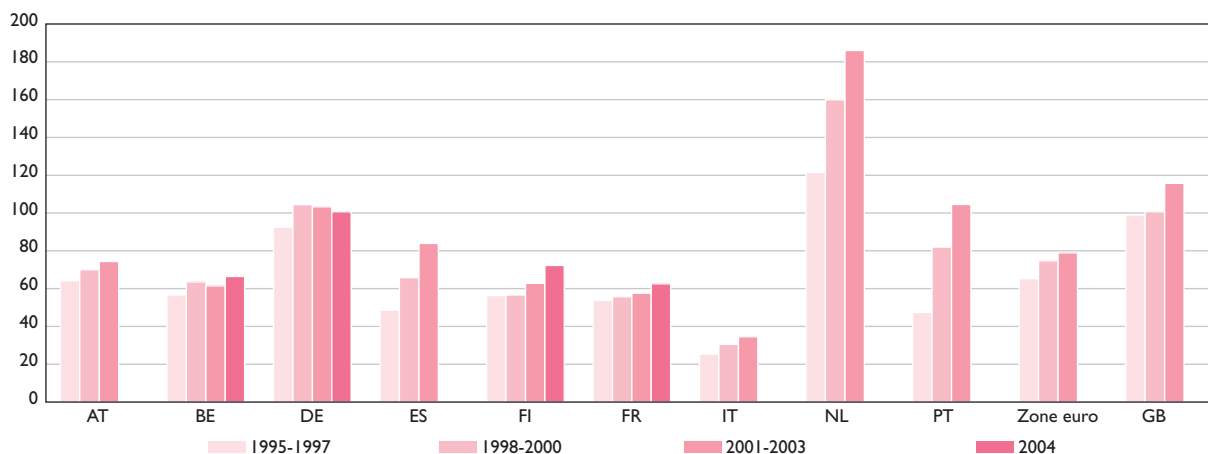
Comparaisons européennes

L'essor rapide de l'endettement des ménages, notamment lié au dynamisme des crédits au logement, est loin d'être une spécificité française. Cette évolution caractérise également la plupart des pays de la zone euro et conduit à s'interroger sur le comportement des ménages européens¹, en particulier du point de vue de l'intensité et des modalités de leur endettement.

La dette des ménages de la zone euro, au sens de la comptabilité nationale, représente aujourd'hui environ 80 % de leur revenu disponible brut (RDB), alors qu'elle n'en représentait que 65 % sur la période 1995-1997. Ce ratio global masque cependant une très grande hétérogénéité des situations entre les États membres, tant en niveau qu'en évolution. Les Pays-Bas se distinguent par la conjonction d'un niveau élevé et d'une croissance très vive des crédits ; le Portugal et l'Espagne, caractérisés par une situation d'endettement des ménages relativement faible en début de période, par rapport à la moyenne de la zone euro, ont connu, depuis, un mouvement de rattrapage ; après une hausse en début de période, le poids de la dette des ménages stagne à un niveau élevé en Allemagne ; l'Italie reste le pays où les ménages sont le moins endettés ; en France, le poids de la dette des ménages, qui se situait au niveau de la Belgique et de la Finlande dans les années 1995-1997 (à environ 55 % du RDB), a progressé relativement moins vite et demeure encore en deçà de la moyenne de la zone euro.

Endettement des ménages

(en % de leur RDB)



Note : La moyenne de la zone euro n'intègre pas la Grèce, l'Irlande et le Luxembourg dont certaines données ne sont pas disponibles.
Source : Eurostat

¹ Pays de l'ex Europe des quinze et pays de la zone euro

Mots clés : Endettement, ménages, crédit à l'habitat,
crédit immobilier, taux fixe, taux variable, durée des crédits,
période de fixation initiale du taux d'intérêt, offre de crédit,
demande de crédit, *loan to value*
Code JEL : G21

Dans l'ensemble de la zone euro, l'endettement des ménages est toujours principalement contracté à long terme et finance majoritairement l'achat de logements. Les situations sont cependant très diverses selon les États membres, tant en termes de caractéristiques des prêts (durée, mode de fixation des taux, apport personnel...) que d'environnement institutionnel et juridique.

Les deux articles ci-après analysent ces différences au sein de la zone euro mais aussi les domaines dans lesquels semble s'opérer une convergence progressive du comportement d'endettement.

Le premier fait la synthèse d'une étude de l'Observatoire de l'épargne européenne sur l'endettement des ménages européens en 2004, réalisée pour le Comité consultatif du secteur financier, et dont la version intégrale est disponible sur le site du Comité.

L'étude consiste en une analyse comparative de l'endettement des ménages en Europe, fondée sur les comptes nationaux harmonisés selon les normes européennes SEC 95 et sur certaines statistiques complémentaires provenant d'associations professionnelles nationales, européennes et de banques centrales nationales. Elle porte sur les encours d'endettement des ménages européens, la structure de l'endettement selon la durée et sa nature, et analyse pour quatre pays la diffusion du crédit selon le profil sociodémographique des ménages et leur épargne.

La seconde étude constitue le premier volet des résultats d'un groupe de travail interne à la Banque de France visant à établir une comparaison détaillée des statistiques disponibles en matière de crédits à l'habitat au sein de la zone euro et des facteurs qui peuvent être à l'origine de ces différences. Il utilise les données collectées par les banques centrales nationales pour le compte de la BCE aux fins d'élaboration des statistiques monétaires, agrégées selon une méthodologie commune. Un certain nombre d'évolutions plus globales sont expliquées à partir des données trimestrielles, disponibles pour l'ensemble des pays de la zone euro depuis fin 1998 et des réponses qualitatives des banques centrales à un questionnaire qui leur a été adressé. Après une description de l'hétérogénéité des situations au sein de la zone euro, ce second article traite des facteurs susceptibles d'influencer le marché du crédit à l'habitat, répartis en trois catégories : ceux relevant de l'environnement macroéconomique, ceux influençant la demande et ceux affectant l'offre de crédit.

L'endettement des ménages européens à fin 2004

Secrétariat général du Comité consultatif du secteur financier

Le Comité consultatif du secteur financier (CCSF) a fait procéder à une étude, par l'Observatoire de l'épargne européenne (OEE), sur l'endettement des ménages européens en 2004, dont la version intégrale est disponible sur le site du CCSF et dans le rapport publié sous son timbre en août 2005.

L'étude consiste en une analyse comparative de l'endettement des ménages en Europe, fondée sur les comptes financiers nationaux harmonisés selon les normes européennes SEC 95 et sur des statistiques complémentaires provenant d'associations professionnelles nationales, européennes et de banques centrales nationales.

Elle porte sur les encours d'endettement des ménages européens, la structure de l'endettement selon la durée et son objet, la diffusion du crédit selon le profil sociodémographique des ménages et leur épargne.

En outre, l'étude fournit, pour les quatre principaux pays européens, des informations détaillées sur les modifications du cadre législatif, réglementaire et fiscal qui ont pu jouer un rôle plus ou moins déterminant sur les comportements d'endettement et d'épargne des ménages.

En annexe figurent notamment, pour la période 1995 à 2003, les tableaux du financement des ménages pour dix pays européens, en termes d'emplois et de ressources.

Mots clés : Endettement, ménages, crédit à l'habitat,
crédit immobilier, taux fixe, taux variable, durée des crédits,
période de fixation initiale du taux d'intérêt, offre de crédit,
demande de crédit, *loan to value*
Code JEL : G21

I | L'endettement total des ménages européens

L'endettement des ménages européens a progressé, en moyenne, de 8,7 % en 2004 après 6,2 % en 2003. Il s'élevait à 16 337 euros par habitant à fin 2004 et correspondait à 91 % du revenu disponible brut (RDB) des ménages, en données 2003.

L'endettement des ménages européens se caractérise par une grande diversité selon les pays. Deux pays se distinguent par un endettement nettement plus élevé que la moyenne européenne : le Danemark (près de 40 000 euros par habitant) et les Pays-Bas (près de 33 000 euros) où la dette des ménages représente deux fois leur RDB. Pour sa part, le Royaume-Uni se situe en troisième position. La Grèce et l'Italie sont, au contraire, les pays où les ménages sont le moins endettés (respectivement 4 659 euros et 6 598 euros en moyenne), suivis par le Portugal et la Belgique. En France, l'endettement ne s'élève qu'à 11 147 euros par habitant — c'est le cinquième plus faible taux européen —, le ratio d'endettement au regard du RDB des ménages ressortant à 60,2 % en 2003.

En termes d'évolution, entre 2003 et 2004, les plus fortes progressions de la dette des ménages ont été

enregistrées en Irlande, en Grèce et en Espagne, et la plus faible en Allemagne. La progression en France, de 6,2 % en 2003 et de 8,6 % en 2004, a été comparable à la moyenne européenne. À la suite de ces évolutions, les Espagnols sont, depuis 2003, plus endettés que les Français.

2 | Structure de l'endettement selon la durée et l'objet

2 | I Durée de la dette

L'endettement des ménages est principalement contracté à long terme ¹ (93 % de l'endettement total en 2003). La progression du recours à cette forme de financement (+ 7,1 % en moyenne en 2003 par rapport à 2002) a été plus particulièrement marquée en Espagne (+ 18,8 %), en Italie (+ 12,6 %) et aux Pays-Bas (+ 10,3 %), alors qu'elle a été plus atone en Autriche (+ 3,4 %) et surtout en Allemagne (+ 2,2 %).

La part du crédit à court terme (un an au plus) dans l'endettement des ménages (7,0 %) a diminué dans tous les pays européens (- 2,4 % en moyenne), sauf en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal. La baisse la plus importante a été observée en Belgique (- 24,3 %), pays qui connaissait déjà le plus faible niveau d'endettement à court terme. La part du crédit à court terme demeure la plus élevée en Italie (15,9 %) et en Autriche (11,3 %).

Endettement par habitant et en pourcentage du revenu disponible brut (RDB)

(en euros, en % du RDB)

	Endettement par habitant en 2004	Endettement des ménages en 2003
Danemark	39 794	nd
Pays-Bas	32 812	200,7
Royaume-Uni	25 951	129,2
Luxembourg	24 083	nd
Irlande	22 684	nd
Suède	19 661	nd
Allemagne	18 838	104,5
Autriche	14 478	75,1
Espagne	12 370	92,4
Finlande	11 771	67,7
France	11 147	60,2
Belgique	10 942	63,5
Portugal	10 307	111,3
Italie	6 598	36,4
Grèce	4 659	nd
Europe des 15	16 337	90,8

nd : non disponible

Sources : Comptes financiers nationaux, statistiques monétaires et calculs : OEE, Eurostat pour la population

Part du crédit à court terme dans l'endettement des ménages en 2003

(en %)

	Encours à court terme	Variations 2003/2002
Allemagne	6,4	- 5,8
Autriche	11,3	- 1,9
Belgique	4,2	- 24,3
Espagne	5,8	+ 12,1
France	5,9	- 5,9
Italie	15,9	- 2,7
Pays-Bas	5,0	+ 6,5
Portugal	7,9	+ 13,6
Ensemble (a)	7,0	- 2,4

(a) Moyenne des pays représentés, pondérée par les encours d'endettement totaux en 2003

Source : Comptes financiers nationaux

¹ L'endettement à long terme est défini par les normes SEC 95 de comptabilité nationale comme celui qui résulte de crédits dont la durée initiale est supérieure à un an.

2|2 Objet de la dette

Le crédit à l'habitat

Globalement, en Europe, le crédit à l'habitat (61,1 % de l'endettement des ménages en 2004) a continué de progresser en moyenne à un rythme accru en 2004 (+ 11,1 %) par rapport à 2003 (+ 7,7 %) avec des évolutions différenciées selon les pays.

Certains changements réglementaires ou fiscaux ont exercé des effets parfois contradictoires, venant s'ajouter aux spécificités nationales de l'évolution des prix de l'immobilier, pour déterminer les comportements d'offre et de demande de crédit (voir l'étude complète pour plus de détail). En 2004, les principales hausses ont concerné l'Irlande (+ 33,4 %), la Grèce (+ 24,8 %) et l'Espagne (+ 21 %), tandis qu'en France elle a été sensiblement égale (+ 11,7 %) à la moyenne européenne. Par contraste, le crédit à l'habitat s'est peu accru en Allemagne (+ 2,4 %).

Le crédit à la consommation

L'augmentation du crédit à la consommation (14,4 % de l'endettement des ménages en 2004) s'est sensiblement accélérée en 2004 (+ 8,7 %, après + 2,5 % en 2003) tout en restant inférieure à celle du crédit à l'habitat. Le taux de progression français a été supérieur à la moyenne européenne en 2003 (+ 5,1 %), mais inférieur en 2004 (+ 4,2 %). Il apparaît ainsi que, malgré l'incitation fiscale mise en place au second semestre 2004 dans le cadre du plan de soutien à la consommation,

l'offre de crédit aux populations à revenus faibles ou incertains est restée limitée, en raison sans doute de la réglementation du taux de l'usure. En effet, en période de taux d'intérêt bas, la marge d'un tiers par rapport au taux d'intérêt moyen des crédits, qui plafonne le taux d'intérêt que les établissements de crédit peuvent appliquer à leurs opérations, ne permet pas de couvrir la prime de risque.

Les accroissements les plus forts de l'encours de crédit à la consommation ont été enregistrés en Grèce (+ 37,4 %), en Irlande (+ 20,6 %) et en Italie (+ 15,4 %). En Grèce, où les ménages sont les moins endettés d'Europe, il s'agit d'un mouvement de rattrapage engagé depuis trois ans. En revanche, en Irlande, les ménages sont nettement plus endettés à ce titre que la moyenne des ménages européens.

3| Épargne et recours au crédit

Les tableaux ci-après donnent une vue synthétique des investissements financiers et non financiers des ménages et leur équilibre par l'épargne et le crédit.

En 2003, le taux d'épargne brut était sensiblement égal en Allemagne (16,6 % du RDB), aux Pays-Bas (16,6 %), en Italie (16,2 %) et en France (15,7 %), alors que le taux de recours au crédit était très différencié dans ces quatre pays (respectivement 1,0 %, 18,4 %, 3,5 % et 4,0 % du RDB des ménages).

Financement brut des ménages en 2003

(en % du RDB)

	Ressources				Emplois		
	Taux d'épargne brut	Taux de recours au crédit	Transferts et ajustements statistiques	Total	Taux d'investissement physique	Taux de placement financier	Total
Pays-Bas	16,6	18,4	- 1,4	33,6	12,0	21,6	33,6
Espagne	10,6	14,5	2,5	27,6	11,4	16,2	27,6
Royaume-Uni	5,8	17,9	0,2	23,9	7,5	16,4	23,9
Belgique	15,7	3,0	3,6	22,3	9,0	13,3	22,3
Italie	16,2	3,5	2,3	22,0	9,4	12,6	22,0
Portugal	11,4	9,3	0,2	20,9	7,4	13,5	20,9
France	15,7	4,0	0,4	20,1	8,5	11,6	20,1
Allemagne	16,6	1,0	1,2	18,8	9,3	9,5	18,8
Autriche	13,4	3,5	0,9	17,8	7,8	10,0	17,8
Finlande	7,7	7,7	0,2	15,6	9,3	6,3	15,6

Note : Les pays sont présentés dans l'ordre décroissant de leur taux d'accumulation.

Sources : Banques centrales nationales, Eurostat ; calculs : OEE

Évolution du financement brut des ménages en 2003 par rapport à 2002

(variations en points de %)

	Ressources				Emplois		
	Taux d'épargne brut	Taux de recours au crédit	Transferts et ajustements statistiques	Total	Taux d'investissement physique	Taux de placement financier	Total
Espagne	0,0	3,4	0,0	3,4	0,7	2,7	3,4
Pays-Bas	0,4	2,4	- 0,1	2,7	- 0,7	3,4	2,7
Royaume-Uni	0,5	2,8	- 0,7	2,6	0,6	2,0	2,6
Finlande	0,1	2,0	0,2	2,3	0,4	1,9	2,3
France	- 0,9	0,7	2,2	2,0	0,0	2,0	2,0
Autriche	1,1	- 0,4	0,1	0,8	0,2	0,6	0,8
Belgique	- 1,1	0,3	1,2	0,4	0,0	0,4	0,4
Allemagne	0,2	- 0,1	0,3	0,4	- 0,1	0,5	0,4
Italie	0,2	0,2	- 2,7	- 2,3	- 0,9	- 1,4	- 2,3
Portugal	- 0,2	- 1,4	- 3,0	- 4,6	- 1,8	- 2,8	- 4,6

Note : Les pays sont présentés dans l'ordre décroissant de leur taux d'accumulation.

Sources : Banques centrales nationales, Eurostat ; calculs : OEE

Les ménages des Pays-Bas et de la Finlande présentent des taux respectifs d'épargne et de recours au crédit sensiblement identiques. Dans les autres pays, le taux d'épargne des ménages est nettement supérieur à leur taux d'endettement, à l'exception de l'Espagne et surtout du Royaume-Uni, où le taux de recours au crédit des ménages (17,9 %) est nettement supérieur à leur taux d'épargne (5,8 %).

Les ménages des Pays-Bas, d'Espagne et du Royaume-Uni financent d'importants placements financiers (respectivement 21,6 %, 16,2 % et 16,4 % en termes de RDB), et les deux premiers pays ont, en outre, un taux d'investissement physique supérieur à la moyenne européenne, ce qui s'explique par un taux élevé de recours au crédit. Au total, aux Pays-Bas, les ménages consacrent plus du tiers de l'équivalent de leur revenu disponible brut à l'accumulation d'actifs financiers, professionnels ou immobiliers.

Dans tous les pays d'Europe, sauf en Italie et au Portugal, l'effort d'accumulation patrimoniale s'est accru en 2003, y compris aux Pays-Bas où le taux d'accumulation total était déjà élevé. La plus forte progression du taux d'accumulation a été enregistrée en Espagne (+ 3,4 points de pourcentage) où elle s'est associée à une augmentation équivalente du recours au crédit.

Les Finlandais restent les Européens qui ont le taux d'accumulation le plus faible (15,6 % de leur RDB), malgré une augmentation significative de ce taux en 2003 (+ 2,3 points de pourcentage), due

principalement aux placements financiers. Les taux d'accumulation italien et portugais ont fortement baissé en 2003 (respectivement - 2,3 et - 4,6 points de pourcentage), ce mouvement portant, à la fois, sur les investissements physiques et les investissements financiers.

En France, le taux d'accumulation a augmenté de 2 points de pourcentage en 2003 sous le seul effet du taux de placements financiers, le taux d'investissement physique étant demeuré inchangé. En ce qui concerne les ressources, la baisse du taux d'épargne a été en grande partie compensée par l'augmentation du recours au crédit.

4| La diffusion du crédit selon le profil sociodémographique des ménages

Cette partie de l'étude porte sur quatre pays : l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. Elle mesure la diffusion, le niveau de l'endettement et sa concentration selon le profil sociodémographique des ménages.

Elle s'appuie, pour la France, sur l'enquête sur les patrimoines de l'INSEE ainsi que sur celle de l'Observatoire de l'endettement des ménages de la Fédération bancaire française ; pour l'Allemagne,

Taux de détention global de crédit

(en % du nombre des ménages)

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
Crédit à l'habitat	26,5	29,7	9,5	41,9
Crédit à la consommation	15,8	27,7	10,1	49,3
Crédit professionnel	nd	3,8	nd	nd
Tous types de crédit	—	48,0	—	—

nd : non disponible

Sources : Enquête « Revenus et consommation » 2003 du Statistisches Bundesamt, « Enquête sur les patrimoines » 2003-2004 de l'INSEE, Enquête 2004 sur les revenus et le patrimoine des ménages de la Banque d'Italie, "British household panel survey" de l'Institute for Social and Economic Research, vague 2003-2004 pour le crédit habitat et 2000-2001 pour le crédit à la consommation

sur l'enquête de l'Office de statistiques fédéral ; pour l'Italie, sur l'enquête de la Banque d'Italie ; et pour le Royaume-Uni sur la "British Household Panel Survey" de l'Institute for Social and Economic Research.

Le tableau ci-dessus indique le pourcentage de ménages ayant eu recours au crédit dans les quatre pays concernés, selon le type des crédits.

4 | La diffusion du crédit à l'habitat

Les écarts de taux de détention d'un crédit à l'habitat par les ménages sont très sensibles selon les pays. Ainsi, ce taux s'inscrit dans un spectre allant de 9,5 % en Italie à 41,9 % au Royaume-Uni, et passe par 26,5 % en Allemagne et 29,7 % en France.

Si ce taux est largement corrélé avec le pourcentage de ménages propriétaires de leur logement au Royaume-Uni (69 %), en France (56 %) et en Allemagne (43 %), il s'inscrit en singulier contraste en Italie (83 %), pays dont le pourcentage de ménages propriétaires de leur logement est le plus élevé et où le taux de recours au crédit à l'habitat est, de loin, le plus faible. Ce phénomène pourrait s'expliquer par le fait que les prix de l'immobilier ont moins augmenté en Italie que dans le reste de l'Europe, et que le recours au crédit aurait été en conséquence moins nécessaire.

Le pourcentage de ménages bénéficiant d'un crédit à l'habitat en cours, selon l'âge du chef de ménage,

Taux de détention de crédit à l'habitat selon l'âge

(en taux d'équipement selon l'âge du chef de famille)

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
Moins de 25 ans	2	3	9	25
25 à 34 ans	19	35	16	63
35 à 44 ans	39	50	18	69
45 à 54 ans	38	45	14	60
55 à 59 ans	31	31	10	37
60 à 64 ans		21	6	20
65 ans et plus	10	7	3	6
Total	27	30	10	42

Sources : Enquête « Revenus et consommation » 2003 du Statistisches Bundesamt, « Enquête sur les patrimoines » 2003-2004 de l'INSEE, Enquête 2004 sur les revenus et le patrimoine des ménages de la Banque d'Italie, "British household panel survey" de l'Institute for Social and Economic Research, vague 2003-2004

a un profil similaire dans les quatre pays : faible en dessous de 25 ans, il progresse dans la tranche des 35-44 ans, redescend ensuite et ne représente plus que 10 %, ou moins, au-delà de 65 ans.

La disparité des nomenclatures de catégories socioprofessionnelles utilisées dans les enquêtes ne permet pas des comparaisons détaillées. Toutefois, il apparaît que la grande majorité des détenteurs de crédit à l'habitat font partie des actifs. Parmi ceux-ci, les ouvriers non qualifiés et les employés sont les catégories socioprofessionnelles ayant le moins recours au crédit.

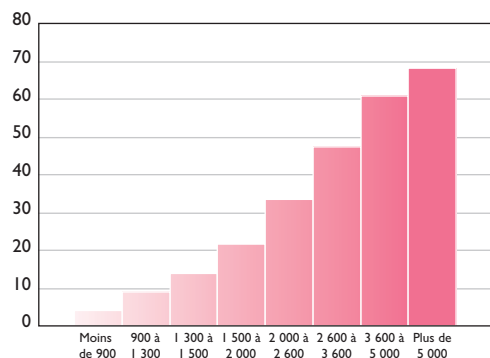
En Allemagne, en France et au Royaume-Uni, le recours au crédit immobilier ou hypothécaire augmente progressivement avec le revenu pour atteindre environ 70 % pour les ménages disposant de revenus élevés. En revanche, en Italie, ce taux plafonne, quasiment, à 20 % dès la tranche de revenus compris entre 1 700 et 2 100 euros.

La répartition de l'endettement au titre de l'habitat est plus concentrée sur des montants élevés, souvent supérieurs à 100 000 euros, en Allemagne et au Royaume-Uni (respectivement 35 % et 27,5 % des ménages) qu'en France et en Italie (respectivement 12,6 % et 7,3 %). Dans ces deux derniers pays, l'endettement est surtout concentré sur des montants compris entre 25 000 et 50 000 euros (21,7 % des ménages dans les deux cas).

Part de ménages ayant un crédit immobilier selon le revenu net mensuel du foyer

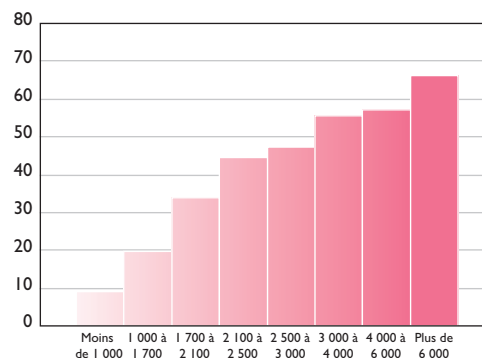
(en % et en euros)

Allemagne



Source : Enquête « Revenus et consommation » 2003 du Statistisches Bundesamt

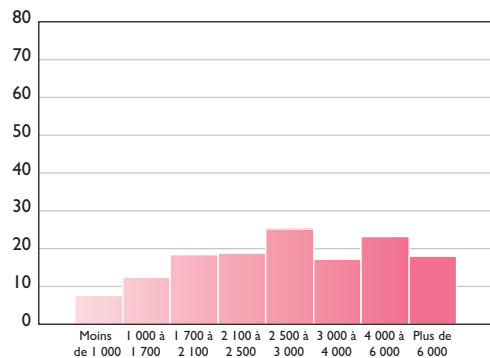
France



Note : Hors prestations sociales.

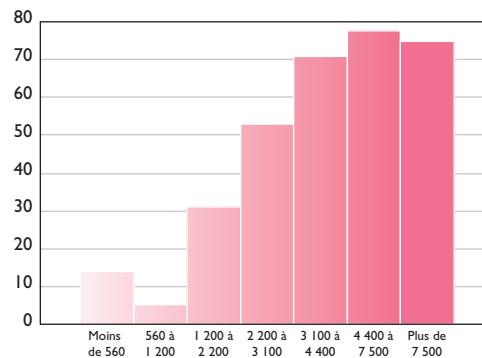
Source : Enquête sur les patrimoines 2003-2004 de l'INSEE

Italie



Source : Enquête 2004 sur les revenus et le patrimoine des ménages de la Banque d'Italie

Royaume-Uni



Source : NMG Research Survey (septembre 2004)

4|2 La diffusion du crédit à la consommation

Près de la moitié des ménages britanniques (49,3 %) et plus du quart (27,7 %) des ménages français ont recours au crédit à la consommation. Le taux de détention d'un tel crédit est beaucoup plus faible en Allemagne (15,8 %) et en Italie (10,1 %).

Les tranches d'âge jeunes bénéficient d'un crédit à la consommation au Royaume-Uni, beaucoup plus souvent qu'ailleurs (plus de 70 % jusqu'à 34 ans) et le taux de détention d'un tel crédit ne décroît, de façon significative, qu'après 55 ans. En Allemagne et en France, le taux de détention d'un tel crédit pour les moins de 25 ans (respectivement 13,9 % et

Taux de détention de crédits à la consommation selon l'âge

(en taux d'équipement selon l'âge du chef de famille)

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
Moins de 25 ans	13,9	25,9	19,5	72,1
25 à 34 ans	23,1	40,9	17,3	71,9
35 à 44 ans	23,1	38,9	17,4	66,5
45 à 54 ans	20,3	35,4	15,4	59,0
55 à 64 ans	12,5	24,9	9,4	44,0
65 ans et plus	4,5	8,2	2,9	13,7
Total	15,8	27,7	10,1	49,3

Sources : Enquête « Revenus et consommation » 2003 du Statistisches Bundesamt, « Enquête sur les patrimoines » 2003-2004 de l'INSEE, Enquête 2004 sur les revenus et le patrimoine des ménages de la Banque d'Italie, "British household panel survey" de l'Institute for Social and Economic Research, vague 2000-2001

25,9 %) est nettement inférieur à celui de la tranche des 25-34 ans (23,1 % et 40,9 %). Dans ces deux pays également, le taux de détention d'un crédit à la consommation ne diminue de façon importante qu'à partir de 55 ans. En Italie, le taux de détention d'un crédit à la consommation décroît avec l'âge, très sensiblement à partir de 55 ans, mais à des niveaux plus homogènes et surtout beaucoup plus bas que dans les autres pays.

Dans les quatre pays étudiés, les retraités et les autres inactifs ont moins fréquemment recours au crédit à la consommation que la population active employée.

En Allemagne comme en France, les ouvriers ont un taux de détention de crédit à la consommation supérieur à la moyenne.

Répartition des ménages ayant des crédits à la consommation selon le montant de ces crédits

(en % du nombre de ménages ayant au moins un crédit)

	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni
Moins de 2 500 €	27,8	37,1	28,1	46,5
2 500 € à 5 000 €	18,3	22,1	20,5	16,8
5 000 € à 10 000 €	24,2	24,6	30,8	20,4
10 000 € à 15 000 €	13,7	8,9	11,8	11,1
15 000 € à 25 000 €	9,8	4,9	6,4	4,3
25 000 € à 50 000 €	5,0	1,7	1,6	1,0
Plus de 50 000 €	1,2	0,7	0,7	0,03
Total (a)	100,0	100,0	100,0	100,0

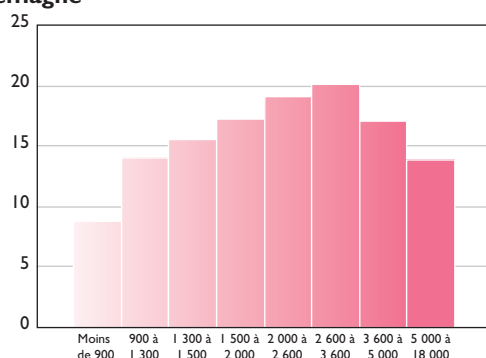
(a) Ménages ayant communiqué leur niveau d'endettement

Sources : Enquête « Revenus et consommation » 2003 du Statistisches Bundesamt, « Enquête sur les patrimoines » 2003-2004 de l'INSEE, Enquête 2004 sur les revenus et le patrimoine des ménages de la Banque d'Italie, "British household panel survey" de l'Institute for Social and Economic Research, vague 2000-2001

Taux de détention de crédits à la consommation selon le revenu net mensuel du foyer

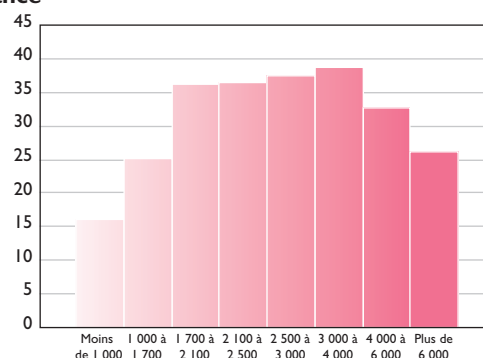
(en % et en euros)

Allemagne



Source : Enquête « Revenus et consommation » 2003 du Statistisches Bundesamt

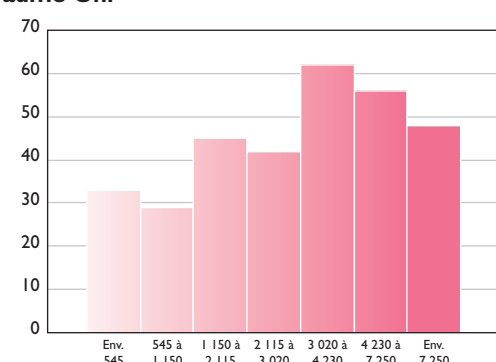
France



Note : Hors prestations sociales.

Source : Enquête sur les patrimoines 2003-2004 de l'INSEE

Royaume-Uni



Source : NMG Research Survey (septembre 2004)

Le taux de détention d'un crédit à la consommation est nettement plus élevé en France qu'en Allemagne et en Italie, quel que soit le nombre d'enfants. Ces données ne sont pas disponibles pour le Royaume-Uni.

En Allemagne, en France et au Royaume-Uni, le recours au crédit à la consommation est le plus important dans la tranche de revenus nets mensuels compris entre 3 000 et 4 000 euros.

Seuls 15 % des ménages français et moins de 10 % des ménages allemands ayant un revenu inférieur à 1 000 euros ont un crédit à la consommation, contre environ 30 % des ménages britanniques.

Parmi les ménages endettés au titre du crédit à la consommation, 46,5 % le sont pour des crédits de faibles montants (moins de 2 500 euros) au Royaume-Uni, contre 37,1 % en France, 28,1 % en

Italie et 27,8 % en Allemagne. La facilité d'accès aux crédits de faibles montants au Royaume-Uni explique la diffusion plus large de cette forme de crédit dans ce pays.

La présente étude montre que, globalement, l'endettement des ménages en France a progressé en 2003 (+ 6,2 %) et en 2004 (+ 8,6 %) à un rythme comparable à la moyenne européenne. Aussi l'endettement par habitant en France reste-t-il inférieur de 30 % par rapport à la moyenne européenne.

Le niveau des taux d'intérêt, l'évolution des prix des logements et le climat économique, sont des facteurs déterminants de la demande de crédit des ménages. La fiscalité et l'environnement juridique, très différents d'un pays à l'autre, ont aussi une influence tant sur l'offre que sur la demande. D'autres questions sont également à prendre en compte, telles que le rôle de la réglementation sur l'usure, l'existence ou non de fichiers positifs centralisant l'information sur le recours au crédit par les particuliers, ou encore la possibilité ou non d'utiliser le crédit hypothécaire pour le financement d'autres dépenses que l'achat d'un logement.

La comparaison entre les données d'enquête auprès des ménages permet d'éclairer ces interrogations : elles constituent des « expériences naturelles » de l'impact d'une action précise de la puissance publique. Ainsi, s'agissant du crédit à la consommation, qui a progressé en 2004 en France (+ 4,2 %) deux fois moins vite que la moyenne européenne (8,7 %), les jeunes et les ménages ayant des revenus modestes y ont un accès plus rare que, par exemple, au Royaume-Uni. Les prêts de faible montant sont également moins fréquents en France. Le mode de calcul du taux d'usure résultant de la législation française est en effet particulièrement contraignant lorsque le niveau général des taux d'intérêt est très bas, comme c'est le cas depuis quelques années. L'offre de crédits s'en trouve nécessairement limitée, car les établissements prêteurs ne peuvent pas rémunérer les prises de risque et les coûts de gestion plus importants que ceux qui sont associés à la moyenne de la population.

De même, l'absence en France d'un dispositif juridique « d'hypothèque rechargeable » conduit à un moindre recours au crédit que, par exemple, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Des réformes dans ces domaines pourraient avoir un effet significatif sur la distribution du crédit, notamment en direction de populations qui en sont actuellement écartées.

L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro

Michel BOUTILLIER
Université Paris X – Nanterre

Daniel GABRIELLI, Régine MONFRONT
Banque de France

La situation et le comportement des ménages des pays de la zone euro face à l'endettement sont très hétérogènes. Les différences portent tant sur le niveau de la dette que sur les caractéristiques des crédits contractés. Les crédits à l'habitat en constituant la majeure partie, cette étude en propose une comparaison détaillée.

En premier lieu, les niveaux d'endettement sont extrêmement variables. On distingue trois groupes de pays : les pays dont les habitants sont fortement endettés (Pays-Bas, Allemagne, Luxembourg et Irlande), un groupe intermédiaire et deux pays du Sud où les ménages sont très faiblement endettés (Italie et Grèce).

En second lieu, l'investissement immobilier est la principale raison de l'endettement des ménages : la part du crédit à l'habitat est toujours prépondérante et dépasse fréquemment 70 %.

On note également que l'hétérogénéité ne porte pas seulement sur les niveaux d'endettement mais aussi sur les caractéristiques des prêts, tant en termes de durée que de taux d'intérêt (variables ou fixes). Les montants et les modalités des prêts paraissent également assez déconnectés.

L'analyse des différents facteurs explicatifs semble faire ressortir un lien assez net entre la richesse par habitant et les caractéristiques qui lui sont associées et le niveau de l'endettement immobilier ainsi qu'une opposition entre pays du Nord et pays du Sud.

Il semble cependant que l'on assiste à une certaine convergence des comportements sur plusieurs plans : un rattrapage dans les pays où les ménages étaient jusqu'alors peu endettés, la tendance à l'allongement de la durée des crédits ou encore l'augmentation de la part des crédits à taux variable.

Dans ce paysage contrasté, la France occupe en général une position intermédiaire et connaît actuellement les mêmes évolutions que l'ensemble des autres pays européens.

Mots clés : Endettement, ménages, crédit à l'habitat,
crédit immobilier, taux fixe, taux variable, durée des crédits,
période de fixation initiale du taux d'intérêt, offre de crédit,
demande de crédit, *loan to value*
Code JEL : G21

NB : Ce rapport résulte des réflexions d'un groupe de travail constitué à la Direction des Études et Statistiques monétaires de la Banque de France, auquel participaient également D. Marionnet et F. Wilhelm.

Elle utilise les données collectées mensuellement par les banques centrales nationales pour le compte de la BCE, construites selon une méthodologie commune ¹. Un certain nombre d'évolutions plus globales sont également retracées à partir des données trimestrielles disponibles pour l'ensemble des pays de la zone euro depuis fin 1998. Enfin, l'exploitation des réponses à un questionnaire qualitatif ² permet de faire ressortir certaines évolutions et d'en cerner les principaux facteurs explicatifs.

Après une comparaison de la situation du crédit immobilier aux ménages dans les différents pays de la zone euro, les facteurs influençant l'environnement, l'offre ainsi que la demande de crédits à l'habitat sont analysés tour à tour.

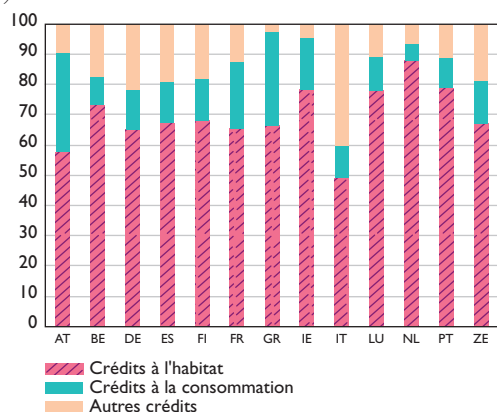
I | Situation comparée au sein de la zone euro

I | I Importance inégale de l'endettement immobilier des ménages

L'investissement immobilier est le principal motif d'endettement pour les ménages : la part du crédit

Graphique 1 Proportion des objets de financement dans les crédits aux ménages

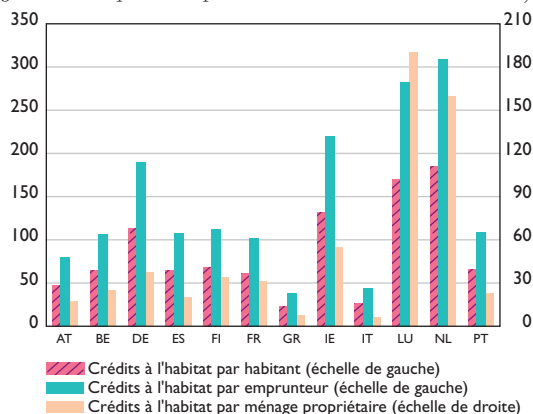
(en %)



Source : BCN, BCE

Graphique 2 Crédits à l'habitat par habitant, par ménage emprunteur et par ménage propriétaire

(moyenne de chaque indice pour l'ensemble de la zone euro = 100)



Sources : BCN, Eurostat

Calculs Banque de France

à l'habitat est prépondérante dans tous les pays et dépasse fréquemment 70 % (cf. graphique 1).

La part de l'endettement des ménages liée au financement de l'habitat varie entre 57,8 % pour l'Autriche et 87,7 % pour les Pays-Bas. L'Italie occupe cependant une place particulière avec une proportion des crédits à l'habitat inférieure à la moitié de leur endettement (49,1 %).

On distingue trois groupes de pays (cf. graphique 2) : ceux où les habitants sont fortement endettés (Pays-Bas, Allemagne, Luxembourg et Irlande), ceux où l'endettement occupe une situation intermédiaire et enfin deux pays du Sud (Italie et Grèce) où les ménages sont en général faiblement endettés.

Si l'on mesure l'endettement moyen porté par chaque ménage propriétaire ou encore par chaque ménage emprunteur au titre du financement de l'habitat, les montants correspondants apparaissent naturellement plus élevés que le crédit moyen par habitant.

Le montant moyen de dette bancaire par emprunteur, qui repose cependant sur des données plus fragiles (résultats d'enquête), fait ressortir l'intensité du recours à l'endettement aux Pays-Bas et surtout au Luxembourg. Compte tenu de la concentration de l'endettement sur une proportion d'emprunteurs

¹ Pour ce qui concerne les données détaillées (ventilation par durée, par type de taux d'intérêt), en raison d'un recul temporel encore un peu court, l'utilisation de la moyenne des données mensuelles de l'année 2003 a été le plus souvent préférée à une mise en perspective chronologique.

² En collaboration avec l'Observatoire de l'Épargne européenne (OEE), un questionnaire qualitatif a été envoyé, en janvier 2005, à des experts des banques centrales.

relativement étroite, la dette moyenne par ménage emprunteur y apparaît très supérieure à celle observée en moyenne dans les autres pays européens.

La position relative des ménages français selon ces critères est à peu près équivalente : elle se situe dans la moyenne européenne.

Les pays caractérisés par un faible endettement des ménages ont engagé un processus de rattrapage (cf. graphique 3). C'est en Grèce, en Irlande, en Italie et en Espagne que les crédits à l'habitat aux ménages ont progressé le plus rapidement au cours des six dernières années. En France, comme en Belgique, en Finlande et aux Pays-Bas, la progression moyenne du crédit à l'habitat sur la période a été voisine de 10 %. La faible progression en Allemagne a tiré vers le bas la moyenne de la zone euro.

Au cours des dernières années on observe également une tendance à l'allongement de la durée initiale des crédits à l'habitat dans les pays où les établissements bancaires prêtent sur les durées les plus courtes.

I | 2 Un endettement à long terme de durée variable

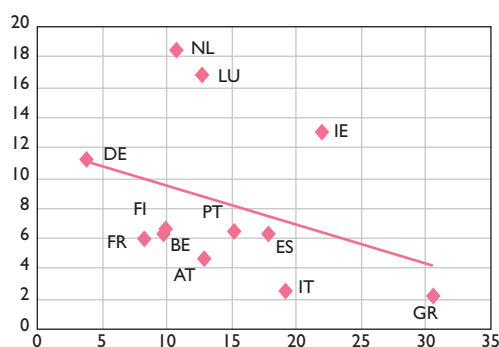
La quasi-totalité des prêts à l'habitat ont une durée initiale supérieure à 5 ans³ (cf. graphique 4). La proportion des prêts d'une durée comprise entre 1 an et 5 ans est ainsi généralement négligeable sauf en Autriche et en Irlande où elle atteint 8 à 9 %.

Les réponses au questionnaire qualitatif permettent de compléter cette analyse. Schématiquement, on peut distinguer deux groupes de pays :

- ceux où la durée moyenne des crédits immobiliers est comprise entre 15 et 20 ans — France, Espagne et Finlande — mais qui observent tous un allongement sur la période récente ;
- ceux où la durée moyenne est supérieure à 20 ans : Belgique, Allemagne, Luxembourg.

Graphique 3 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et croissance des crédits à l'habitat (abscisses)

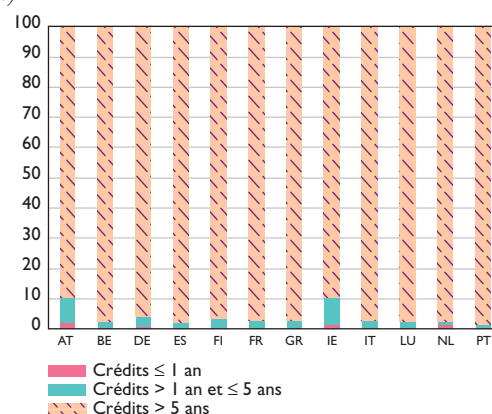
(crédits en milliers d'euros, taux de croissance moyen annuel en % de 1999 à 2003)



Sources : BCN, Eurostat

Graphique 4 Crédits à l'habitat aux ménages Répartition par durée initiale

(en %)

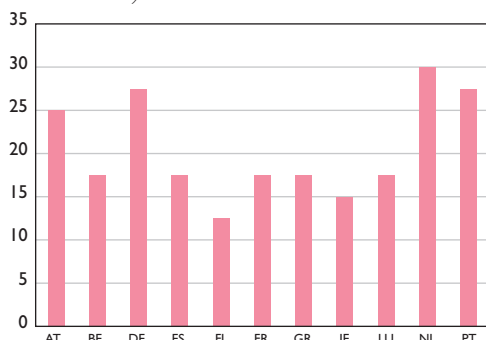


Source : BCN

3 Pour les crédits à l'habitat, les statistiques monétaires ne détaillent pas la catégorie des prêts supérieurs à 5 ans.

Graphique 5 Durée moyenne estimée des prêts hypothécaires

(en nombre d'années)



NB : Milieux des fourchettes, de durée estimée

Source : Fédération hypothécaire européenne, BCE

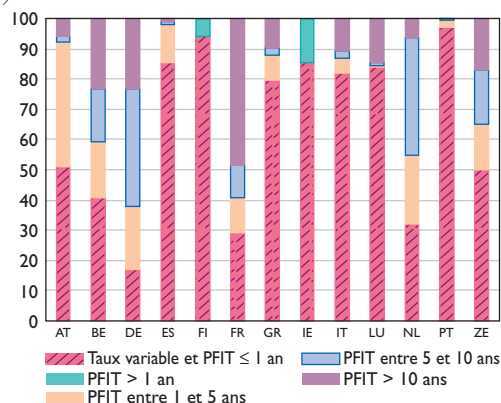
Il est à noter qu'en France, les crédits accordés aux ménages sont généralement obtenus dans le cadre du financement de leurs investissements immobiliers alors que dans plusieurs pays européens ils sont consentis à long terme pour d'autres objets (consommation), notamment à travers le mécanisme dit d'« hypothèque rechargeable » (*Mortgage Equity Withdrawal*) permettant la mobilisation à titre de garantie de la valeur immobilière positive et non utilisée d'une hypothèque déjà en place. Ainsi, en Grèce, il est désormais possible d'utiliser un produit hypothécaire pour le financement de la consommation.

Les statistiques de la Fédération hypothécaire européenne, complétées pour la Grèce et le Portugal par celles de la BCE (cf. graphique 5), permettent d'obtenir des informations plus précises même si leur champ est plus limité : elles concernent les seuls contrats nouveaux de crédit hypothécaire et il n'y a pas d'informations disponibles pour l'Irlande ⁴.

Dans les pays couverts par ces statistiques, la durée des crédits hypothécaires est partout supérieure ou égale à 15 ans, sauf en Finlande (10 à 15 ans).

Graphique 6 Répartition des crédits à l'habitat aux ménages selon la période de fixation initiale du taux d'intérêt**Crédits nouveaux consentis de janvier 2003 à mars 2005**

(en %)



NB : Pour la Finlande et l'Irlande, les PFIT > 1 an ne sont pas ventilées

Source : BCN

En Autriche, au Portugal et en Allemagne, elle atteint ou dépasse 25 ans, et aux Pays-Bas 30 ans. En France, elle s'établit entre 15 et 20 ans, comme en Grèce, en Belgique, en Espagne et au Luxembourg.

Ces différences semblent cependant se réduire. À l'exception des pays où la durée des crédits à l'habitat est déjà très longue, on observe, dans la plupart des cas, un allongement des durées qui permet notamment d'étaler la charge de remboursement et d'accroître la capacité d'emprunt en réponse au renchérissement des biens immobiliers.

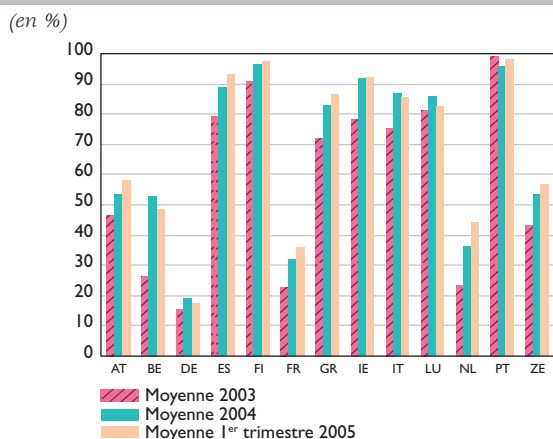
I | 3 Des modes de fixation des taux différenciés

En moyenne au sein de la zone euro les crédits se répartissent de manière à peu près équilibrée entre ceux assortis d'une période de fixation initiale du taux (PFIT) inférieure ou égale à un an ou à taux variable ⁵ (dénommés « à taux variable » dans la suite de l'article) et ceux dont la PFIT est supérieure à un an (cf. graphique 6).

⁴ Les données sur les prêts hypothécaires sont cependant à prendre avec prudence car leur champ ne recouvre pas strictement celui du crédit à l'habitat. Il est vrai que pour de nombreux pays, contrairement à la France, une forte proportion des crédits à l'habitat est de nature hypothécaire ; c'est le cas notamment de la Finlande, de la Grèce et de la Belgique. Il faut cependant noter que, dans ce dernier pays, l'hypothèque n'est en règle générale enregistrée qu'en cas de problème financier, la banque se contentant, pour les bons clients, de demander un « mandat d'hypothèque », ce qui permet de réduire les frais.

⁵ Les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an incluent les taux dont le taux est révisable au moins une fois par an ainsi que les crédits à taux fixe de durée initiale inférieure ou égale à un an. Les crédits de PFIT supérieure à un an incluent les crédits à taux révisable avec une périodicité supérieure à l'année ainsi que les crédits à taux fixe de durée initiale supérieure à un an. Des différences peuvent aussi concerner les modalités de fixation des taux variables : dans des pays tels la France ou l'Autriche, ceux-ci sont la plupart du temps assortis d'une garantie de taux plafond (« cap »), alors que dans d'autres pays ils ne font l'objet d'aucun dispositif de plafonnement à la hausse.

Graphique 7 Part des crédits à taux variable et de PFIT ≤ 1 an dans les contrats nouveaux de crédits à l'habitat



S'agissant de la situation individuelle des pays de la zone euro, on peut distinguer deux groupes de pays :

- ceux où la pratique des taux variables est largement répandue : Espagne, Finlande, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg et Portugal ; la part des crédits à taux variable est proche de 80 %, sinon supérieure ;
- ceux où cette part n'excède guère 30 % : France, Allemagne et Pays-Bas ; c'est en France qu'elle est la plus faible alors que la proportion de crédits d'une PFIT supérieure à 10 ans est la plus élevée (plus de la moitié des crédits).

On observe également que la part des crédits nouveaux à taux variable progresse dans la plupart des pays depuis 2003 (cf. graphique 7).

Au total, les modalités de fixation ou de révision des taux d'intérêt apparaissent largement déconnectées de la durée moyenne des prêts : des crédits longs — 90 à 95 % des crédits ont une durée supérieure à 5 ans — peuvent être ainsi associés à des taux variables ou à des PFIT courtes.

2| Facteurs explicatifs des différences observées

D'après la théorie du cycle de vie (Ando et Modigliani, 1963), les individus rationnels chercheraient à lisser

leur niveau de consommation dans le temps de façon à le rendre constant et proportionnel à leur « revenu permanent » plutôt que de le laisser fluctuer en fonction des variations de leur revenu courant. Le niveau de ce revenu courant est moindre en début et fin de cycle de vie et plus élevé en milieu de cycle. Le déficit (ou le surplus) engendré par l'écart entre revenu courant et revenu permanent (en vue de maintenir le niveau de consommation choisi) impliquerait ainsi un endettement ou un effort d'épargne qui serait largement fonction de l'âge de l'individu puisque le revenu perçu par un particulier varie tout au long de sa vie. La théorie du cycle de vie permettrait donc d'expliquer le comportement d'endettement des ménages.

Pour intéressantes qu'elles soient, ces analyses ont néanmoins leurs limites car elles postulent une perfection informationnelle des marchés financiers. Fondés au contraire sur le constat des nombreuses imperfections des marchés financiers, et notamment du marché du crédit (Stiglitz et Weiss, 1981), les développements récents de la littérature économique soulignent la soumission de l'octroi de crédit à diverses contraintes de liquidité ou de capacité d'endettement ; ces contraintes peuvent être imposées par le droit ou la réglementation ou par les prêteurs ; il peut s'agir de l'imposition d'un apport personnel minimum des ménages ou de l'exigence de garanties personnelles supplémentaires (cautions...) afin de remédier à la difficulté qu'éprouvent les prêteurs à recouvrer les hypothèques.

Un grand nombre de facteurs étant susceptibles d'influencer le marché du crédit à l'habitat, il convient de les présenter selon leur influence sur l'offre ou la demande de crédit, quand il est possible de les distinguer, ou selon leur influence sur l'environnement quand ils relèvent simultanément de la demande et de l'offre. Démêler les facteurs explicatifs de la demande ou de l'offre à partir des données agrégées — démarche utilisée dans le présent article — peut toutefois se révéler délicat. L'encadré 1 propose un éclairage sur l'apport complémentaire des données individuelles d'enquêtes à cet égard ainsi que l'étendue de ces facteurs explicatifs qui ne sont pas toujours strictement économiques.

2| I Facteurs liés à l'environnement macroéconomique

L'acquisition d'un logement financé à crédit paraît caractériser davantage les pays les plus riches de la

ENCADRÉ I

Facteurs d'offre et facteurs de demande dans l'évolution du recours au crédit immobilier L'apport des données individuelles d'enquêtes

À rebours des conclusions de la théorie du cycle de vie, la littérature empirique conduite à partir de données agrégées a généralement permis de mettre en évidence une forte sensibilité de la consommation au revenu courant, même en écartant le contenu en information du revenu courant sur les modifications du revenu permanent (Jappelli et Pagano, 1989). Toutefois il n'est pas exclu qu'une telle sensibilité découle d'un postulat erroné sur l'absence de rationalité des anticipations des ménages ou encore de biais d'agrégation.

Cela a conduit à se tourner vers des données individuelles pour éviter ces biais d'agrégation avec l'objectif de pouvoir isoler les ménages qui ont rencontré des contraintes dans l'accès au crédit. C'est le sens des travaux de Hall et Mishkin (1982) ou de Zeldes (1989) qui ont porté sur des données américaines (PSID de l'Université de Michigan). C'est dans ce type de travaux qu'a émergé l'idée de distinguer les ménages rationnés des autres, les données individuelles tirées des enquêtes autorisant alors une estimation séparée des fonctions d'offre et de demande de crédit.

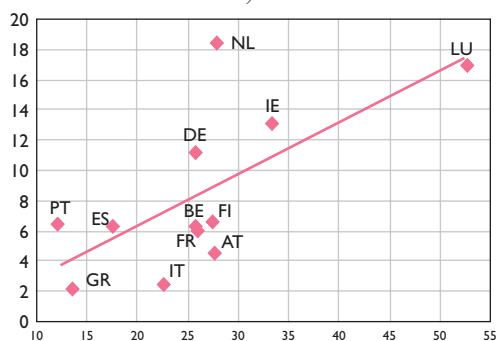
C'est précisément l'innovation introduite par Jappelli (1990) puis Cox et Jappelli (1993) qui a consisté à utiliser le Survey of Consumer Finances (voir Kennickell, 2003) comprenant des questions orientées vers l'étude du rationnement. Des travaux plus récents s'attachent également à estimer la probabilité de demande de la dette (Fabbri et Padula, 2001, mais aussi Magri, 2002, qui utilisent le Bank of Italy's Survey of Household Income and Wealth). Ces travaux introduisent ainsi des variables rendant compte des imperfections du marché du crédit dans des fonctions distinctes de demande et d'offre de crédit.

Pour estimer ces fonctions, du côté de la demande, Magri (2002) fait apparaître les facteurs non économiques tels que l'âge, le niveau d'éducation, la région de résidence ou encore la variable « habitation dans une commune de moins de 20 000 habitants ».

S'agissant de la fonction d'offre, l'évaluation de la banque va se fonder sur des variables très proches visant à déterminer la probabilité de défaut du client et la capacité de la banque à obtenir un remboursement en cas de défaut, situation où les deux « côtés » du marché sont influencés par les mêmes variables. C'est pourquoi on retient du côté de l'offre la plupart des facteurs énumérés ci-dessus mais aussi l'intensité de la concurrence mesurée par un indice de Herfindahl ou l'antériorité de la relation avec le client ou encore les coûts de recouvrement, plus précisément la durée moyenne de récupération du prêt et la proportion moyenne de cette récupération.

Graphique 8 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et PIB par habitant (abscisses)

(crédits et PIB en milliers d'euros)



Sources : BCN, Eurostat, OCDE

zone euro (cf. graphique 8) : la tendance des ménages à s'endetter pour financer leur logement tend à s'accroître avec le niveau de PIB par habitant ⁶.

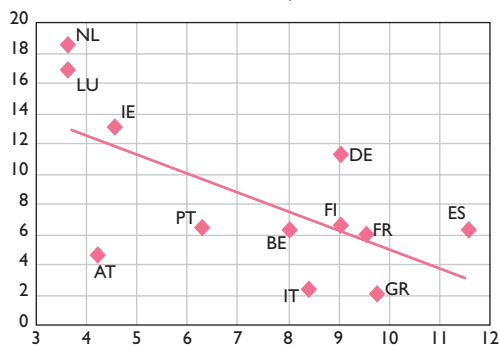
Cette remarque est confirmée par l'analyse du marché du crédit de l'Italie : alors que les ménages de ce pays sont encore très peu endettés, l'enquête précitée révèle que ce sont les ménages les plus riches ou ceux dont les revenus sont au-dessus de la moyenne qui tendent à recourir au crédit à l'habitat. Cette observation ressort également de l'étude de l'OEE (cf. l'étude sur l'endettement des ménages européens à fin 2004, dans ce même *Bulletin*) qui montre, à partir de données d'enquêtes, que dans les quatre pays où l'information est disponible ⁷,

⁶ La situation des ménages néerlandais apparaît atypique à cet égard dans la mesure où ils empruntent nettement plus que des ménages de pays dont le PIB par habitant est de même niveau (Autriche et Finlande notamment).

⁷ Allemagne, Italie, France et Royaume-Uni

Graphique 9 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et taux de chômage (abscisses)

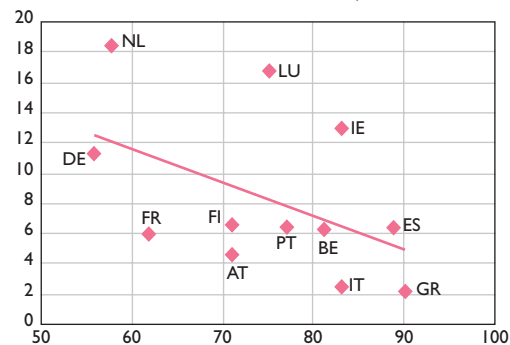
(crédits en milliers d'euros, taux en %)



Sources : Banques centrales nationales, Eurostat

Graphique 11 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et proportion de propriétaires (abscisses)

(crédits en milliers d'euros, proportion en %)



Sources : Banques centrales nationales, Eurostat, Fédération hypothécaire européenne

le recours au crédit immobilier ou hypothécaire augmente avec le revenu des ménages.

Un moindre taux de chômage constitue également un facteur favorable à l'endettement immobilier, en solvabilisant la demande de crédits et en sécurisant l'offre. Ce facteur paraît particulièrement net dans les cas extrêmes que représentent à cet égard d'un côté le Luxembourg et les Pays-Bas et de l'autre la Grèce et l'Italie (cf. graphique 9).

2|2 Facteurs influençant la demande de crédit

L'accroissement du prix des logements paraît pouvoir être mis en relation avec l'essor de l'endettement (cf. graphique 10) bien que cette relation n'apparaisse

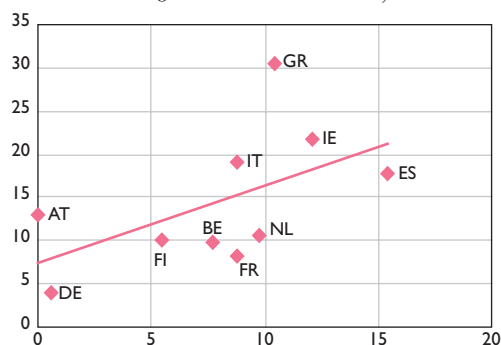
pas très étroite ni univoque (le premier pouvant être aussi bien source que conséquence du second).

Contrairement à l'intuition, ni l'importance de la détention de la résidence principale ni la proportion de propriétaires au sein de la population ne constituent des facteurs contribuant à l'importance de l'endettement. On observe même plutôt une relation inverse entre ces deux variables et le crédit à l'habitat par habitant (cf. graphique 11).

Une forte proportion de propriétaires caractérise en effet plutôt les pays à dominante rurale, caractérisés par une moindre propension à l'endettement immobilier (cf. graphique 12). À l'inverse, les pays plus urbanisés ont une faible proportion de propriétaires mais ceux-ci s'endettent plus systématiquement pour acquérir leur logement.

Graphique 10 Croissance des crédits à l'habitat (ordonnées) et croissance du prix de l'immobilier (abscisses)

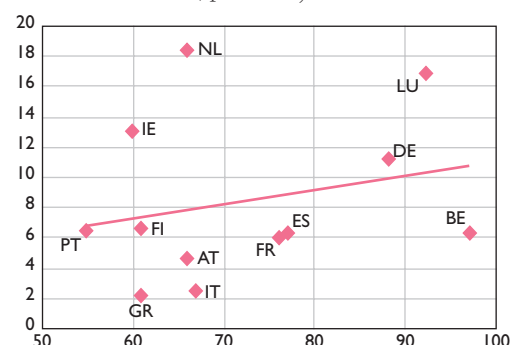
(taux de croissance moyen en % de 1999 à 2003)



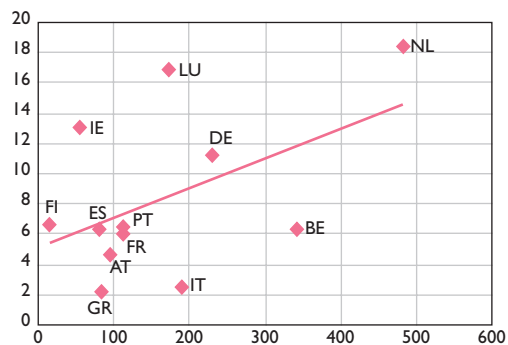
Sources : BCN, Fédération hypothécaire européenne

Graphique 12 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et part de la population urbaine dans la population totale (abscisses)

(crédits en milliers d'euros, part en %)



Sources : BCN, Eurostat et ONU

Graphique 13 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et densité de la population (abscisses)(crédits en milliers d'euros, densité en nombre d'habitant au Km²)

Sources : Banques centrales nationales, OCDE et Eurostat

La densité de la population engendre également une pression à la hausse sur le prix des terrains et de l'immobilier et semble contribuer par ce biais à stimuler l'endettement (cf. graphique 13).

D'autres facteurs influencent également la demande des ménages, comme par exemple les dispositions fiscales (déduction des charges d'intérêt, taxation des transactions...) ou l'importance des prêts aidés (crédits à taux administré ou bonifié). Les autres frais relatifs à l'acquisition de logement (frais de notaire...) et la plus ou moins grande rigidité du marché locatif (risque d'expulsion, cautions...) peuvent également jouer un rôle quoique leurs effets soient difficiles à mesurer précisément.

2/3 Facteurs influençant l'offre de crédit

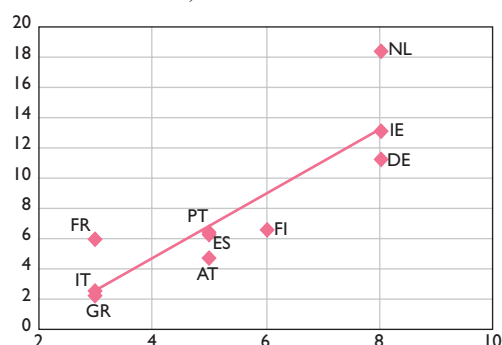
Les facteurs influençant l'offre conduisent, pour l'essentiel, les banques à alléger ou, au contraire, à renforcer les procédures aboutissant à rationner la demande de crédit face aux imperfections informationnelles du marché.

La sécurité que confère au prêteur un système juridique performant (réduisant par exemple le risque de non recouvrement des banques ou permettant de saisir rapidement les biens immobiliers hypothéqués) constitue en principe un élément favorable à l'offre de crédit.

Cette relation (cf. graphique 14) oppose notamment les cas extrêmes, Pays-Bas et, dans une moindre mesure, Irlande et Allemagne d'un côté et Italie et Grèce de l'autre. Elle se vérifie à l'analyse du délai de recouvrement des hypothèques (cf. graphique 15).

Graphique 14 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et efficacité du système juridique (abscisses)

(crédits en milliers d'euros)



Sources : Banques centrales nationales, Banque mondiale (Doing business) *

* Cet indicateur (« legal right index ») vise à mesurer l'efficacité du système de garantie et des lois sur la faillite du point de vue de l'obtention d'un crédit en combinant différents facteurs et en étalonnant l'indice de 0 (système totalement inefficace) à 10 (système parfaitement efficace). Il est cependant très contesté, notamment par le gouvernement français, du point de vue des critères qu'il retient, considérés comme privilégiant les normes anglo-saxonnes. On observe ainsi qu'il classe la France au dernier rang des pays européens avec l'Italie et la Grèce, au même niveau que des pays comme le Tchad ou l'Angola. À titre de comparaison, un indicateur analogue, mais basé sur d'autres critères, calculé pour les années 1980-1983 par l'agence de risque pays Business International Corporation et utilisé par Chiuri et Jappelli (2003), attribuait une note de 8 sur 10 au système juridique français.

Graphique 15 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et délai de mobilisation des hypothèques (abscisses)

(crédits en milliers d'euros, délais en mois)



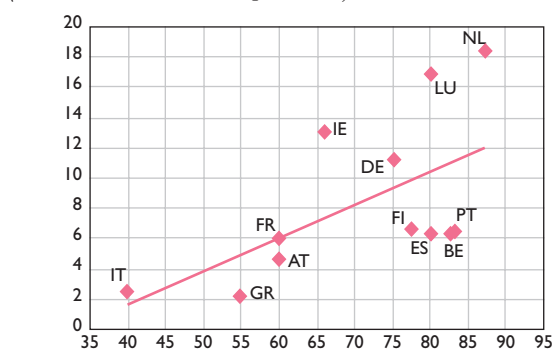
NB : Cet indicateur doit être utilisé avec prudence car il a été mesuré pour 1990.

Sources : BCN, Eurostat, Fédération bancaire européenne

On notera toutefois que cette différence de fonctionnement sur le plan juridique n'a pas empêché

Graphique 16 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et part de la valeur du logement financée à crédit (abscisses)

(crédits en milliers d'euros, part en %)



Sources : BCN, Eurostat

le développement récent du crédit en Italie et en Espagne.

La sécurité accrue qu'offre un système juridique performant permet aussi aux banques d'être moins exigeantes vis-à-vis des emprunteurs en ce qui concerne la mise de fonds exigée (cf. graphique 16). Dans les pays où cette sécurité est la plus tangible (Pays-Bas, Finlande), les banques contribuent ainsi proportionnellement

d'avantage au financement de l'acquisition du logement (ratio « *loan to value* » plus élevé).

À l'inverse, on observe que dans les cas de l'Italie et de la Grèce, le faible endettement des ménages au titre du financement de l'habitat est associé à une couverture relativement limitée de l'acquisition du bien immobilier par le crédit (ratio « *loan to value* »).

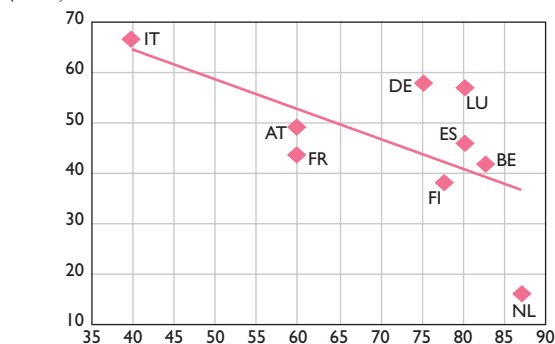
Le niveau plus ou moins élevé de cette barrière à l'entrée paraît freiner ou, au contraire, faciliter l'acquisition d'un logement par les classes d'âge les plus jeunes (cf. graphique 17).

D'avantage de sécurité permet aussi aux banques de s'engager à plus long terme (cf. graphique 18), accroissant ainsi mécaniquement la capacité des ménages à s'endetter sur plus longue durée.

Enfin un autre effet expansif peut également résulter de la possibilité, parfois offerte aux ménages, de mobiliser les plus-values sur le patrimoine mobilier en se faisant consentir des tranches complémentaires de crédit (pouvant être affectées à d'autres usages que l'habitat) *via* des dispositifs tels que celui de l'« hypothèque rechargeable » (cf. 1|2).

Graphique 17 Écart relatif entre la proportion de propriétaires à 46-55 ans et à 26-35 ans (ordonnées) et part de la valeur de logement financée à crédit (abscisses)

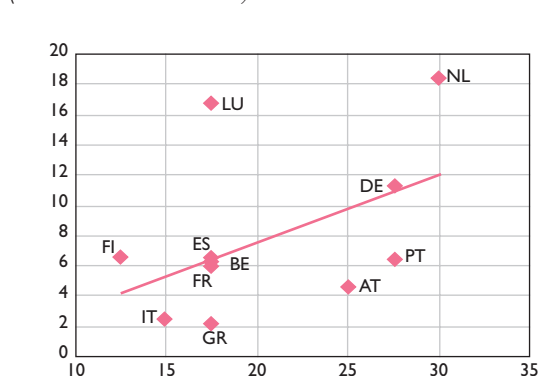
(en %)



Sources : Eurostat, Fédération hypothécaire européenne

Graphique 18 Crédits à l'habitat par habitant (ordonnées) et durée des crédits hypothécaires (abscisses)

(crédits en milliers d'euros)



NB : Milieux des fourchettes de durées estimées

Sources : BCE, Eurostat, Fédération hypothécaire européenne

ENCADRÉ 2

Une analyse synthétique des différents facteurs explicatifs de l'endettement immobilier des ménages

Le traitement par une analyse en composantes principales des données relatives à l'endettement immobilier des ménages et aux facteurs explicatifs analysés plus haut ¹ fait ressortir les éléments suivants.

Les deux premiers axes explicatifs ont une contribution cumulée qui explique 62 % de la corrélation globale.

Le premier axe est corrélé positivement principalement avec les crédits à l'habitat par habitant et le PIB par habitant. Il est corrélé négativement avec le taux de chômage, la proportion de propriétaires et la croissance des crédits à l'habitat.

Le second axe est corrélé positivement avec :

- la proportion de propriétaires au sein de la population ;
- celle des emprunteurs pour le logement ;
- la part des crédits assortis d'un taux variable ;
- la croissance des crédits à l'habitat.

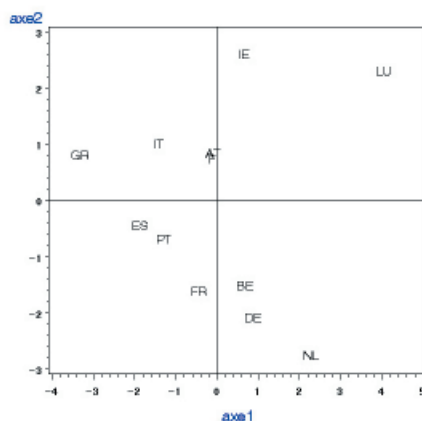
Il est corrélé négativement avec la part des crédits d'une durée initiale supérieure à 5 ans et la densité de la population.

Le graphique fait ressortir la partition suivante :

• l'axe 1 oppose d'une part la Grèce et dans une moindre mesure l'Italie, l'Espagne et le Portugal où les ménages ont faiblement recours à l'emprunt et où le PIB par habitant est le plus faible, au Luxembourg et aux Pays-Bas où l'endettement est le plus important et où le taux de chômage est le plus faible. La France se situe dans une position intermédiaire.

• l'axe 2 oppose les Pays-Bas, et dans une moindre mesure l'Allemagne, la France et la Belgique (pays où la part des crédits d'une durée initiale supérieure à 5 ans est forte et où la proportion de propriétaires est faible dans l'ensemble) au Luxembourg et à l'Irlande qui présentent des caractéristiques opposées.

Analyse des composantes principales de l'endettement immobilier – Axes 1 et 2



¹ Seuls les facteurs pour lesquels les données étaient disponibles pour l'ensemble des pays de la zone euro ont pu être retenus pour cet exercice.

Matrice des corrélations croisées

(en %)

	PIB par habitant	Taux var et PFIT ≤ 1 an	Durée initiale > 5 ans	Proportion des propriétaires	Proportion d'emprunteurs pour le logement	Proportion de la valeur du logement financée à crédit	Part de la population urbaine	Taux de chômage	Densité de la population	Croissance moyenne des crédits à l'habitat (1999-2003)
Crédits à l'habitat par habitant	67,4	13,1	- 42,6	- 48,0	12,0	61,5	24,8	- 59,6	49,5	- 34,7
PIB par habitant	—	30,4	- 77,6	- 26,0	73,3	21,3	46,8	- 57,5	13,0	- 31,2
Taux var et PFIT ≤ 1 an	—	—	- 31,5	29,9	43,0	20,3	- 23,2	- 36,4	- 43,2	6,8
Durée initiale > 5 ans	—	—	—	- 17,7	- 66,8	18,6	- 8,6	64,1	9,3	- 28,3
Proportion des propriétaires	—	—	—	—	5,8	- 29,2	- 17,3	16,7	- 43,0	81,1
Proportion d'emprunteurs pour le logement	—	—	—	—	—	- 20,2	35,1	- 17,1	- 32,9	- 13,1
Proportion de la valeur du logement financée à crédit	—	—	—	—	—	—	25,2	- 29,4	52,4	- 47,0
Part de la population urbaine	—	—	—	—	—	—	—	15,2	40,2	- 50,7
Taux de chômage	—	—	—	—	—	—	—	—	- 23,8	0,6
Densité de la population	—	—	—	—	—	—	—	—	—	- 38,0

Références

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

"The Life-Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests", *American Economic Review*, n° 53, p. 55-84

Catte (P.), Girouard (N.), Price (R.) et Andre (C.) (2004)

"Housing markets, wealth and the business cycle", *OECD Working Paper*, n° 394

Chiuri (M.C.) et Jappelli (T.) (2003)

"Financial market imperfections and home ownership: A comparative study", *European Economic Review*, n° 47, p. 857-875

Cox (D.) et Jappelli (T.) (1993)

"The effect of borrowing constraints on consumer liabilities", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, p. 197-213

Fabbri (D.) et Padula (M.) (2001)

"Does poor legal enforcement make households credit-constrained?", *Centro Studi in Economia e Finanza working paper*, n° 65, Università degli Studi di Salerno, août 2001, version remaniée en novembre 2002

Hall (R. E.) et Mishkin (F.S.) (1982)

"The sensitivity of consumption to transitory income estimates from panel data on households", *Econometrica*, vol. 50, p. 461-481

Jappelli (T.) (1990)

"Who is constrained in the U.S. economy?", *Quarterly Journal of Economics*, n° 104, p. 219-234

Jappelli (T.) et Pagano (M.) (1989)

"Consumption and capital market imperfections: an international comparison", *American Economic Review*, n° 79, p. 1 088-1 105

Kennickell (A.B.) (2003)

"A rolling tide: changes in the distribution of wealth in the U.S., 1989-2001", working paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/pubs/oss/oss2/method.html>

Lecat (R.) et Mésonnier (J.S.) (2005)

« Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 133, janvier, p. 29-47

Magri (S.) (2002)

"Italian households' debt: determinants of demand and supply", *Temi di discussione del Servizio Studi*, n° 454, Banque d'Italie, octobre

Stiglitz (J.) et Weiss (A.) (1981)

"Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, n° 71, p. 393-409

Wilhelm (F.) (2005)

« L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 140, août, p. 37-51

Zeldes (S.P.) (1989)

"Consumption and liquidity constraints: An empirical investigation", *Journal of Political Economy*, vol. 97, p. 305-346

Target 2 : du concept à la réalité

Nicolas DE SÈZE
Direction générale des Opérations

Sous le nom de Target 2, la deuxième génération du système de paiement Target de l'Eurosystème est en cours de réalisation et démarrera en novembre 2007. Capitalisant sur le succès de Target, l'objectif fixé à Target 2 est de renforcer la contribution de l'Eurosystème à l'intégration financière européenne tout en maintenant des relations décentralisées entre les banques centrales nationales (BCN) et les banques.

Target 2 reposera sur une plate-forme technique commune (Single Shared Platform – SSP) construite et gérée, pour compte commun de l'ensemble des banques centrales du SEBC qui la partageront, par un groupe de trois banques centrales (« 3CB ») : la Banque de France, la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque d'Italie. Les spécifications du futur système ont été mises au point en étroite consultation avec les utilisateurs.

Dans l'article qui suit, on rappellera en introduction la genèse du projet Target 2. On examinera ensuite comment les objectifs stratégiques fixés pour Target 2 passent du concept à la réalité. On décrira enfin l'organisation mise en place autour du projet Target 2.

Mots clés : *Target*, RTGS, système de paiement,
infrastructures post-marché, Eurosystème,
intégration financière européenne
Codes JEL : E58, G15

Target¹, système de paiement de montant élevé en euro mis en œuvre par l'Eurosystème, est né avec l'Union économique et monétaire (UEM). Deux objectifs fondamentaux avaient été assignés au système lors de son lancement le 1^{er} janvier 1999 :

- d'une part, servir de « vecteur de transmission » à la politique monétaire unique de l'Eurosystème. L'égalisation des taux d'intérêt de marché monétaire sur les diverses places financières de l'euro impliquait en effet de disposer d'un outil permettant d'effectuer en temps réel le règlement des opérations de marché sur l'ensemble de la zone euro ;
- d'autre part, contribuer à renforcer la sécurité des règlements de montant élevé grâce à un fonctionnement en mode « RTGS » (*Real-Time Gross Settlement*), c'est-à-dire opération par opération avec finalité immédiate.

Target a pleinement atteint ces deux objectifs et constitue l'« épine dorsale » des infrastructures de marché de la zone euro. Avec 1 800 milliards d'euros échangés chaque jour en moyenne, Target se place au premier rang des systèmes de paiement mondiaux, devant le système américain FEDWIRE.

Lorsque Target a été conçu, le choix avait été fait de s'appuyer sur les systèmes RTGS nationaux existants dans chacun des pays de l'Union européenne, en les reliant entre eux (« *interlinking* ») via le réseau SWIFT. Ce choix était à l'époque notamment dicté par la nécessité absolue que Target soit opérationnel dès le premier jour de l'UEM. Il a pour contrepartie que Target repose sur un concept d'harmonisation minimum, limitant ainsi la capacité du système à contribuer à l'intégration financière européenne.

C'est ce qui a conduit l'Eurosystème, dès fin 1999, à engager une réflexion stratégique sur l'évolution à long terme de Target. En octobre 2002, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a adopté une série d'orientations que l'on peut résumer comme suit : mieux répondre aux besoins des utilisateurs en harmonisant les services offerts et renforcer l'efficacité du système (*cost efficiency*) et son évolutivité, tout en maintenant des relations décentralisées entre les banques centrales nationales (BCN) et les banques.

Dans une consultation publique lancée en décembre 2002, l'Eurosystème a invité les utilisateurs de Target à « donner leur avis sur les moyens les mieux adaptés pour mettre en œuvre l'approche retenue pour Target 2 et communiquer leurs besoins pour le futur système ». Dans leur réponse (avril 2003), les banques européennes ont marqué leur adhésion aux orientations retenues par l'Eurosystème, tout en soulignant trois points :

- l'harmonisation des services offerts doit s'accompagner d'une consolidation de l'infrastructure technique de Target. Seul un système comportant une plate-forme unique pourra permettre de répondre aux besoins des banques (en particulier les banques multi-implantations ou *multi-country banks*) qui souhaitent mettre en place une gestion intégrée et efficace de l'ensemble de leur liquidité et flux de paiement en euros ;
- la mise en œuvre de Target 2 devra respecter un principe de neutralité « politique, géographique et commerciale » vis-à-vis de l'activité des différentes places financières ;
- les spécifications de Target 2 devront répondre aux besoins des utilisateurs (cf. *user requirements* adressés à l'Eurosystème dès octobre 2002) et être mises au point en étroite consultation avec eux.

C'est dans ce contexte que la Banque de France, la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque d'Italie ont décidé de « joindre leurs forces » et proposé de construire et gérer, pour compte commun de l'ensemble des banques centrales intéressées, la future plate-forme technique de Target 2.

Annoncée fin juillet 2003, cette proposition des trois banques centrales (« 3CB ») s'est traduite par une offre de service présentée en octobre 2003 à l'ensemble des banques centrales du Système européen de banques centrales (SEBC). À l'issue d'une analyse très approfondie, cette offre des « 3CB » a été formellement acceptée par le Conseil des gouverneurs de la BCE en décembre 2004. L'ensemble des banques centrales du SEBC ont ensuite confirmé leur participation au futur système, à l'exception toutefois de la Banque de Suède et de la Banque d'Angleterre, qui ont décidé de ne pas participer à Target 2.

¹ Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer (en français : système de transfert express automatisé trans-européen à règlement brut en temps réel).

En parallèle, les spécifications du système ont été mises au point en étroite consultation avec les utilisateurs. La version finale des spécifications fonctionnelles détaillées (*User Detailed Functional Specifications, UDFS*) a été diffusée le 30 novembre 2005. Le démarrage de *Target 2* interviendra à partir du 19 novembre 2007 et s'opérera en trois « vagues » successives. La France, appartenant à la deuxième « vague », migrera le 18 février 2008.

I | Les orientations stratégiques : du concept à la réalité

Le « dialogue » entre l'Eurosystème et les utilisateurs sur la manière de concilier, avec *Target 2*, l'objectif d'intégration financière européenne et le maintien de relations décentralisées entre les BCN et les banques, a fait émerger quatre orientations stratégiques : harmonisation, consolidation, robustesse et efficience.

I | I Harmonisation

Harmonisation technique

L'objectif d'harmonisation des interfaces et normes de communication se traduit dans *Target 2* par :

- la définition d'écrans et de messages communs à l'ensemble des utilisateurs,
- l'adoption, pour les messages inter-applicatifs, de la syntaxe XML (*eXtended Mark-up Language*), qui constitue un standard mondial,
- la décision d'utiliser *SWIFT* comme seul réseau d'accès à *Target 2*, au moins au démarrage. Cette décision répondait à une forte demande des banques européennes. Sachant que le réseau *SWIFT* est déjà utilisé dans *Target 1* non seulement pour l'*interlinking* mais aussi pour l'accès au RTGS national dans la plupart des pays, cette harmonisation « vers *SWIFT* » n'impacte en fait que les utilisateurs d'un nombre limité de pays.

Harmonisation fonctionnelle

En réponse aux besoins exprimés par les utilisateurs, *Target 2* offrira un ensemble harmonisé et très complet de fonctionnalités inspirées des RTGS européens les plus avancés. On notera au passage que la « richesse » et la sophistication des spécifications de *Target 2* contrastent nettement avec celles d'un système tel que *FEDWIRE*, de conception relativement ancienne et beaucoup plus simple ².

Outre une série de mécanismes d'optimisation (cf. encadré 1) et de procédures harmonisées d'interface avec les systèmes dits « exogènes » (cf. encadré 2), *Target 2* offre deux fonctionnalités introduites en réponse à une demande émanant plus particulièrement des banques multi-implantations :

- la notion de compte virtuel (ou *liquidity pooling*), qui permet de gérer de manière intégrée la liquidité intrajournalière qui se trouve répartie entre plusieurs comptes définis comme constituant un « groupe de comptes » ;
- la possibilité de principe pour un participant de régler directement les positions espèces des systèmes exogènes auxquels il participe sur son compte RTGS dans la SSP, quelle que soit la localisation du système exogène.

Harmonisation tarifaire

L'objectif d'harmonisation tarifaire se traduit dans *Target 2* par trois avancées notables :

- abandon de la distinction entre paiements domestiques et transfrontières, conformément à la notion de *Single Euro Payment Area* (SEPA) : dans *Target 2*, tous les paiements seront tarifés comme des paiements domestiques ;
- cette tarification « domestique » sera elle-même harmonisée pour l'ensemble des participants au système, quelle que soit leur localisation, conformément au principe « à service égal, prix égal » ;

² Pour une comparaison avec *FEDWIRE*, voir le rapport publié en mai 2005 par le Comité sur les systèmes de Paiement et de Règlement (CPSS) des banques centrales du G 10 : "New developments in large-value payment systems" (consultable sur le site internet de la Banque des Règlements Internationaux (www.bis.org)).

ENCADRÉ I

Target 2 : Mécanismes d'optimisation

Les mécanismes d'optimisation mis en oeuvre dans Target 2 ont pour objet d'améliorer les performances du système par rapport à celles d'un RTGS fonctionnant purement en mode « brut » (opération par opération). Ils permettent de réduire la « consommation » de liquidité des participants tout en améliorant la fluidité des échanges. Ils peuvent être classés en deux catégories : les processus d'offsetting et les processus d'optimisation proprement dits. Ils fonctionnent en parallèle de manière totalement désynchronisée.

Les processus d'offsetting sont activés dès l'arrivée d'une opération dans le système. Ils ont pour but de permettre une imputation immédiate de cette opération, en combinaison avec d'autres opérations déjà en attente. Ainsi, la réception d'un virement émis par un participant A au bénéfice d'un participant B donnera lieu à la recherche, dans la file d'attente de B, d'opérations de sens inverse (i.e. de B vers A) qui, imputées simultanément avec ce virement, permettront de réduire les besoins de liquidité de A et B. Dans le cas où l'opération ne peut être imputée immédiatement, elle est placée en file d'attente, et est alors traitée par les processus d'optimisation décrits ci-après.

Les processus d'optimisation sont au nombre de cinq. Les trois premiers sont appliqués aux paiements placés en file d'attente et sont activés en séquence pendant toute la journée. Les deux derniers correspondent à des modalités d'imputation particulières :

1. l'optimisation en « tout ou rien » consiste à « mettre à plat » l'ensemble des files d'attente de l'ensemble des participants afin d'examiner ce qui se passerait si le tout était imputé d'un coup ;
2. l'optimisation « partielle » consiste à identifier les opérations dont la mise à l'écart permettrait de débloquer une file d'attente ;
3. l'optimisation « multiple » consiste à examiner l'ensemble des positions bilatérales d'une banque vis-à-vis de l'ensemble de ses contreparties afin d'identifier les opérations dont la mise à l'écart permettrait d'accélérer les traitements ;
4. l'optimisation du règlement des systèmes exogènes faisant usage de la procédure d'interface n° 5 (règlement multilatéral simultané : cf. encadré 2). Ce processus permet de faciliter l'imputation d'un ou plusieurs systèmes exogènes en tentant une imputation simultanée avec des opérations « normales » placées dans les files d'attente des participants ;
5. l'optimisation du règlement des systèmes exogènes faisant usage de la procédure d'interface n° 6 (règlement sur des sous-comptes dédiés : cf. encadré 2). Il s'agit en fait de l'équivalent du processus d'optimisation n° 1, appliqué aux sous-comptes.

• le niveau de cette tarification harmonisée convergera vers celui des tarifs domestiques les plus avantageux observés aujourd'hui dans Target 1.

La tarification de Target 2 vise au demeurant à concilier deux objectifs : d'un côté assurer un large accès au système, ce qui suppose une tarification qui ne dissuade pas les petits établissements d'opter pour une participation directe ; de l'autre, assurer le maintien de volumes importants dans Target 2, ce qui suppose une tarification attrayante pour les grands établissements qui fournissent aujourd'hui l'essentiel du trafic de Target.

Dans cet esprit, l'Eurosystème a proposé, dans un rapport d'étape sur Target 2 publié fin octobre 2005, un schéma de tarification qui laisserait à chaque utilisateur le choix entre deux options :

- soit une redevance périodique faible (100 euros/mois), assortie d'un tarif fixe à l'opération (*flat rate*) de 0,80 euro par transaction,
- soit une redevance périodique plus élevée (1 250 euros/mois), assortie d'un tarif dégressif en fonction des volumes, commençant à 0,60 euro par transaction et descendant jusqu'à 0,20 euro par transaction (barème dégressif par tranches).

ENCADRÉ 2

Target 2 : Interfaces avec les systèmes exogènes (ancillary systems)

On qualifie d'« exogènes » les systèmes qui fonctionnent en dehors d'un RTGS mais dont le règlement ultime s'effectue dans ce dernier : systèmes d'échanges de paiements de détail (ex : en France : le SIT et son successeur STET), systèmes de règlement-livraison d'opérations sur titres (ex : RGV et RELIT+), chambres de compensation d'instruments financiers (ex : LCH-Clearnet).

Pour renforcer le rôle de Target comme « épine dorsale » des infrastructures de marché de la zone euro, il était essentiel que Target 2 offre des interfaces efficaces avec les systèmes exogènes. Toutefois, compte tenu du nombre élevé de systèmes exogènes ayant vocation à se régler dans Target 2 (plusieurs dizaines), il n'était pas envisageable de développer autant d'interfaces que de systèmes exogènes. La solution retenue a consisté à développer six procédures harmonisées, conçues pour couvrir l'ensemble des besoins des systèmes exogènes, en particulier les systèmes de règlement de titres, que ceux-ci fonctionnent selon le modèle dit « interfacé » ou selon le modèle dit « intégré »¹.

Procédure 1 : transfert de liquidité en temps réel (pour les systèmes de règlement titres fonctionnant selon le modèle intégré)

Procédure 2 : règlement unitaire en temps réel (pour les systèmes de titres fonctionnant selon le modèle interfacé (en mode « brut »))

Procédure 3 : règlement bilatéral (pour le règlement de fichiers contenant des soldes non liés)

Procédure 4 : règlement multilatéral standard (pour le règlement de fichiers contenant des soldes liés, les imputations étant réalisées en fonction de la liquidité disponible pendant une période déterminée)

Procédure 5 : règlement multilatéral simultané (pour le règlement de fichiers contenant des soldes liés, les imputations étant réalisées à un moment unique)

Procédure 6 : règlement sur des sous-comptes dédiés (réservation de liquidité)

Ces six procédures peuvent être combinées avec des mécanismes optionnels (période d'information, période de règlement, utilisation d'un fonds de garantie). Il convient enfin de noter que la procédure 6 a été adaptée pour fonctionner pendant la nuit et permettre l'imputation de l'ensemble des systèmes exogènes.

Pour prendre l'exemple des systèmes exogènes français, RGV utilisera les procédures 1 et 3 (ainsi que la procédure 6 pendant la nuit) ; LCH-Clearnet la procédure 3 ; le SIT (et/ou STET) la procédure 5.

¹ Dans le modèle interfacé, la livraison des titres et le règlement des espèces sont traités sur deux plates-formes techniques différentes. Dans le modèle intégré, les deux volets sont traités sur la même plate-forme technique.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a toutefois précisé que les banques seraient consultées avant qu'une décision finale ne soit prise sur ce schéma de tarification. Cette consultation est en cours.

I | 2 Consolidation

Dans la décision du Conseil des gouverneurs d'octobre 2002, la consolidation de l'infrastructure technique de Target était initialement envisagée selon

un schéma progressif et incitatif que l'on peut résumer comme suit :

- Target 2 serait au départ un système à plates-formes multiples, mais fortement harmonisé et en nombre réduit, l'abandon du principe « un RTGS par pays » permettant aux banques centrales qui le souhaitent de se regrouper sur une (et une seule) plate-forme partageable (*Single Shareable Platform* ou SSP) ;
- un tarif unifié serait appliqué à l'ensemble des plates-formes et ce tarif serait basé sur un *benchmark*

défini comme le système ayant le plus faible coût à l'opération ;

- les plates-formes ne couvrant pas leurs coûts sur la base de ce tarif unifié seraient contraintes de fermer au plus tard quatre ans après le démarrage de *Target 2*.

Comme on l'a vu plus haut, ce schéma progressif a laissé place à une consolidation plus radicale puisque, sous l'effet combiné de la réponse des banques à la consultation publique et de l'initiative des « 3CB », *Target 2* comportera dès le départ une seule plate-forme technique. Tout en conservant le sigle SSP, la « plate-forme partageable » (*Single Shareable Platform*) est ainsi devenue la « plate-forme partagée » (*Single Shared Platform*).

Dans certains pays toutefois, certaines opérations se règlent aujourd'hui sur des *home accounts* (comptes locaux ouverts sur les livres d'une banque centrale mais hors périmètre RTGS). Ces opérations ont vocation à se régler dans *Target 2* mais il s'avère que le transfert de ces règlements vers la SSP ne pourra pas toujours s'opérer simultanément au démarrage de *Target 2*. L'Eurosystème a convenu d'accorder à ces pays un délai supplémentaire — dénommé « période de transition » — de quatre ans au maximum après le démarrage de *Target 2*.

I | 3 Robustesse

La consolidation de l'infrastructure technique de *Target 2* sur une plate-forme unique implique pour cette dernière des impératifs très élevés en matière de robustesse et de *business continuity*. L'architecture technique de la SSP a été conçue pour répondre à ce défi. Elle reposera sur trois « régions », chacune comportant elle-même deux sites distincts, reliés en mode synchrone permettant, en cas d'incident, un redémarrage quasi-immédiat et totalement transparent pour les utilisateurs.

Les deux premières « régions », gérées respectivement par la Banque d'Italie et la Banque fédérale d'Allemagne, seront conjointement en charge du *Payment and Accounting Processing Services System* (PAPSS), correspondant aux fonctions proprement dites de règlement en temps réel.

Le PAPSS tournera en production alternativement dans les deux régions, selon un processus de rotation périodique. En outre, afin d'assurer la totale polyvalence des équipes, un principe d'organisation dit « *active/active* » a été mis en place : quelle que soit la région où « tourne » effectivement le PAPSS à un moment donné, sa gestion quotidienne sera assurée pour partie par une équipe de la Banque fédérale d'Allemagne et pour partie par une équipe de la Banque d'Italie.

Un système de recopie asynchrone des données entre les deux régions permettra, en cas de sinistre affectant l'ensemble des deux sites d'une région (*regional disaster*), de reprendre rapidement l'exploitation du PAPSS dans l'autre région.

La troisième « région », gérée par la Banque de France, sera en charge du *Customer Related Services System* (CRSS), infocentre constituant la véritable « mémoire » du système *Target 2* (archivage, statistiques, facturation, réponses à des requêtes des banques centrales...).

Cette répartition de l'infrastructure technique entre plusieurs régions et plusieurs sites, combinée à l'organisation mise en place pour la gestion opérationnelle du système, mettent *Target 2* au meilleur état de l'art en matière de robustesse et de *business continuity*.

I | 4 Efficience

La notion de *cost efficiency* était au cœur de la décision du Conseil des gouverneurs d'octobre 2002. L'objectif était d'améliorer le rapport qualité/coût de *Target*, au bénéfice des utilisateurs et des banques centrales.

L'harmonisation « vers le haut » des fonctionnalités et services offerts par *Target 2*, de même que l'architecture technique et l'organisation conçues pour assurer un très haut niveau de robustesse et de *business continuity* sont, toutes choses égales par ailleurs, de nature à alourdir les coûts du système. Mais ces éléments seront plus que compensés par les économies d'échelle qui résulteront de la consolidation de l'infrastructure technique, de sorte que les coûts de *Target 2* seront, au total, sensiblement inférieurs à ceux de *Target 1*.

Cette baisse des coûts bénéficiera aux utilisateurs : globalement, le prix moyen par transaction facturé dans *Target 2* devrait être inférieur d'environ 20 % à celui observé dans *Target 1*.

La réduction des coûts de *Target 2* sera également mise à profit pour clarifier la couverture des coûts. La décision du Conseil des gouverneurs d'octobre 2002 précisait à cet égard que le tarif de *Target 2* devrait permettre une couverture totale des coûts du système, déduction faite d'un « facteur de bien public » (*public good factor*) destiné à prendre en compte les « externalités positives » générées par *Target* (réduction du risque systémique, contribution à la stabilité financière...).

L'application à *Target 2* du concept de *public good factor* a fait l'objet d'études approfondies par un groupe d'experts composé d'économistes de banques centrales et d'universitaires, afin d'apporter au Conseil des gouverneurs un éclairage théorique sur le niveau auquel pourrait être fixé le *public good factor* à déduire du prix facturé aux utilisateurs ³.

2| L'organisation mise en place autour du projet *Target 2*

2|1 Au niveau de l'Eurosystème

Dans sa dimension la plus large, *Target 2* est un projet de l'Eurosystème, reposant sur un schéma de « gouvernance » à trois niveaux :

- le premier niveau est celui du Conseil des gouverneurs de la BCE, qui prend les décisions les plus structurantes telles que celles relatives aux services offerts ou à la tarification ;
- le deuxième niveau est celui des banques centrales qui participeront à la SSP (*participating central banks*). Celles-ci ont notamment pour rôle de définir et valider les spécifications du système et d'assurer le lien avec les communautés d'utilisateurs ;

- le troisième niveau est celui des trois banques centrales prestataires (*providing central banks*), conjointement chargées de la conception, de la réalisation et de la gestion de la SSP, sur la base d'un contrat de service (*service level agreement*) avec les *participating central banks*.

La clé du succès du projet repose sur une répartition claire et efficace des rôles entre ces trois niveaux de gouvernance et, plus particulièrement, sur une coopération harmonieuse entre le deuxième et le troisième niveau. Elle repose également sur un dialogue constant, constructif et efficace avec les utilisateurs.

2|2 Au niveau des « 3CB »

La coopération entre la Banque de France, la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque d'Italie pour la réalisation et la gestion de la plate-forme partagée de *Target 2* est organisée par un accord tripartite (*trilateral agreement*) qui définit notamment les rôles et responsabilités respectives, tant pour la phase projet que pour la gestion opérationnelle du système.

Dirigé par un *Project Manager* ⁴ soutenu par un *Project Management Office*, le projet « 3CB » est structuré en quatre domaines, chacun placé sous la responsabilité d'un coordinateur qui supervise le travail des équipes des trois banques centrales :

- le domaine « spécifications fonctionnelles » est coordonné par la Banque de France,
- le domaine « développements applicatifs » par la Banque fédérale d'Allemagne,
- le domaine « infrastructure technique » par la Banque d'Italie,
- et le domaine « migration » par la Banque fédérale d'Allemagne.

³ Ces travaux ont été, pour partie, publiés en juillet 2005 et sont consultables sur le site Internet de la BCE (www.ecb.int), cf. Working paper series, n° 505 "Public good issues in Target. Natural monopoly, scale economies, network effects and cost allocation", n° 506 "Settlement finality as a public good in large-value payment systems", n° 507 "Incorporating a "public good factor" into the pricing of large-value payment systems" et n° 508 "Systemic risk in alternative payment system designs".

⁴ V. Bonnier, de la Banque de France, est le Project manager. Les quatre domaines (spécifications fonctionnelles, développements applicatifs, infrastructures technique et migration) du projet « 3CB » sont placés sous la responsabilité de, respectivement, P. Leblanc (Banque de France), N. Stuckman (Banque fédérale d'Allemagne), S. Orsini (Banque d'Italie) et S. Vonderau (Banque fédérale d'Allemagne).

Le *Project Manager* anime le *Project Management Committee* (PMC), qui réunit chaque mois les quatre coordinateurs ainsi que les responsables nationaux de projet de chacune des trois banques centrales. Le *Project Manager* rapporte devant un comité de haut niveau, le *Project Steering Committee* (PSC) qui se réunit chaque trimestre.

2|3 Au niveau de la Place de Paris

Target 2 devant remplacer les deux systèmes français de paiement de gros montant (Transferts Banque de France – TBF, et *Paris Net Settlement* – PNS), la communauté bancaire française s'est fortement mobilisée, dès avant la consultation publique sur *Target 2* de fin 2002, pour définir ses besoins à l'égard du futur système. Ceci lui a permis en outre de jouer un rôle très actif dès le début des travaux des banques européennes sur *Target 2*.

Au plan stratégique, le dossier *Target 2* fait l'objet d'un suivi régulier par les instances de haut niveau de la Fédération bancaire française (Comité d'orientation des moyens de paiement, Commission de prospective, voire Comité exécutif). Ce suivi s'appuie sur les travaux d'une *Task force* dédiée animée par la Centrale des règlements interbancaires (TFSC), qui assure la liaison avec les travaux des banques européennes sur *Target 2*.

Au plan opérationnel, les travaux de place relatifs à la migration à *Target 2* sont animés par la Banque de France et reposent sur un Comité « migration » (CT2), assisté d'un groupe technique (GT2), qui assurent la liaison avec les travaux de l'Eurosysteme sur *Target 2*.

2|4 Au niveau de la Banque de France

L'organisation mise en place à la Banque de France pour le projet *Target 2* vise à assurer une coordination et un pilotage efficaces et réactifs des travaux conduits au sein de la Banque, en sa double qualité de *providing central bank* (contribution aux travaux « 3CB ») et de *participating central bank* (niveau 2 de gouvernance). Elle établit une claire séparation des rôles tout en favorisant les synergies.

La contribution de la Banque de France aux travaux « 3CB » est confiée à une équipe-projet dédiée d'une soixantaine de personnes, qui regroupe le *Project Manager*, le *Project Management Office*, la coordination fonctionnelle, les équipes de maîtrise d'ouvrage, de maîtrise d'œuvre et les équipes techniques.

Les travaux de la Banque de France au titre du niveau 2 de gouvernance sont confiés à une autre équipe-projet dédiée. Celle-ci est chargée, d'une part, de gérer la migration de la Banque à *Target 2*, et, d'autre part, de suivre et d'animer les travaux de place relatifs à la migration. Elle participe à ce titre à l'organisation de diverses manifestations (conférences, ateliers thématiques...) et diffuse de l'information permettant aux acteurs de la place de préparer leur migration au nouveau système. Ces informations sont notamment diffusées via le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr, onglet « systèmes de paiement et de titres », rubrique *Target 2*) : rapports publiés par l'Eurosysteme, spécifications du système, lettres d'information, supports de formation etc.

Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro

Sanvi AVOUYI-DOVI

Direction de la Recherche

Service de Recherche en Économie
et Finance

Rafal KIERZENKOWSKI

Direction des Études

et des Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires

Catherine LUBOCHINSKY

*Direction pour la coordination
de la stabilité financière*

Service des Études sur les marchés
et la Stabilité financière

Lorsqu'on étudie le degré d'homogénéité d'un ensemble de pays, il est traditionnel de comparer leurs cycles d'activité. Si ces pays sont appelés à former une union monétaire, on peut étendre la comparaison aux cycles définis par d'autres variables, en particulier les variables financières ou monétaires. Il s'agit la plupart du temps d'examiner la synchronisation ou le co-mouvement des variables (c'est-à-dire le fait que des variables se retrouvent durablement dans la même phase du cycle) ou d'étudier l'évolution des différentes variables en fonction du temps. C'est dans cette optique que se situe cette étude consacrée à une comparaison de l'évolution de variables réelles et financières de trois pays nouvellement membres de l'Union européenne – UE – (Hongrie, Pologne et République tchèque) et candidats à terme à l'entrée dans la zone euro, prise ici comme référence. Plus précisément, on étudie le co-mouvement entre le crédit bancaire accordé aux entreprises et la production industrielle réels d'un côté, celui entre les variables précédentes et le taux d'intérêt réel à trois mois de l'autre.

D'une manière générale, il n'existe pas de consensus sur la robustesse des méthodes de comparaison des variables. De ce fait, plusieurs approches (détection de présence de variables dans la même phase du cycle, identification des différentes composantes des séries – composantes cycliques, tendances, etc. – et comparaison de ces composantes, etc.) sont utilisées ici pour tester la validité des résultats ou la pertinence des diagnostics.

Les principaux enseignements tirés de l'analyse sont les suivants :

- la dépendance entre le crédit aux entreprises et la production industrielle serait plutôt faible dans les différents pays ; en revanche, le taux d'intérêt réel jouerait un rôle significatif sur la distribution du crédit ;
- l'intégration des marchés de crédit des nouveaux pays membres serait faible mais une certaine similitude prévaudrait entre les cycles de crédit de la Pologne ainsi que, à un moindre degré, de la Hongrie et de la zone euro ;
- il existerait une corrélation plus ou moins forte entre activité réelle de la zone euro et des nouveaux pays membres de l'UE : elle serait très prononcée avec la Hongrie, un peu plus faible avec la Pologne, et presque non significative avec la République tchèque ;
- un lien significatif existerait entre productions industrielles de la Pologne et de la Hongrie d'une part, entre la Pologne et la République tchèque d'autre part. Le premier lien pourrait être interprété comme un effet zone euro (voir point précédent) alors que le second serait la conséquence de l'importance des flux d'échanges bilatéraux entre les deux pays ;
- un lien négatif existerait entre les composantes cycliques de la production industrielle et des taux d'intérêt en Hongrie, comme dans la zone euro, ce qui n'est pas vérifié notamment en République tchèque.

Mots clés : Co-mouvement, cycle, crédit, taux d'intérêt,
production industrielle, nouveaux pays membres de l'UE

Codes JEL : E23, E32, E51, P00

NB : Une version plus étendue de cette étude (cf. Avouyi-Dovi et alii, 2005) a été présentée au troisième atelier de travail sur les pays émergents organisé par la Banque d'Espagne, les 24-25 novembre 2005.

I | Introduction

L'élargissement potentiel de la zone euro est une incitation à examiner l'optimalité d'une union monétaire intégrant des pays ayant des caractéristiques parfois sensiblement différentes. Certaines théories, comme celle des zones monétaires optimales, proposent une panoplie de critères (importance des relations commerciales entre partenaires potentiels, caractère symétrique ou asymétrique des chocs, etc.) pouvant garantir l'efficacité d'une telle union. Cela explique sans doute le nombre croissant de travaux consacrés à la synchronisation des cycles des nouveaux pays membres de l'Union européenne, notamment avec ceux de la zone euro. Dans une étude comparative portant à la fois sur les méthodes, les variables utilisées et les pays, Fidrmuc et Korhonen (2004), par exemple, ont fourni une revue des principaux résultats récents disponibles sur la synchronisation entre les économies des nouveaux pays membres et la zone euro.

Plusieurs approches sont retenues dans la littérature récente : certaines sont fondées sur une analyse des chocs à travers des modèles statistiques traditionnels (les VAR structurels, etc.) ; d'autres se concentrent sur l'examen de phénomènes de co-mouvement ou de synchronisation et s'appuient soit sur l'utilisation de statistiques de test, soit sur la mise en œuvre de modèles à plusieurs régimes. La taille et le degré de fiabilité des données disponibles pour les pays de l'Europe centrale ont conduit à privilégier ici (cf. aussi Artis et alii, 2004 et, Darvas et Szapary, 2005) la deuxième approche fondée sur les statistiques de test, moins gourmande en données.

Par ailleurs, dans les études de cycles concernant notamment les pays de l'Europe centrale et la zone euro, l'activité est représentée soit par le PIB, en fréquence trimestrielle (Darvas et Szapary, 2005), soit par un indice mensuel de production industrielle – IPI – (Artis et alii, 2004). Outre le fait que les résultats obtenus avec l'IPI et le PIB sont qualitativement identiques, ici, le choix de l'indicateur d'activité retenu pour cette étude, l'IPI, a été motivé par le souci d'utiliser les séries officielles longues afin d'éviter, dans la mesure du possible, d'avoir à

réaliser des travaux de rétropolation sur chaque série (cf. partie 2).

Par rapport à la littérature existante, l'étude se distingue sur les points suivants :

- l'examen des co-mouvements de variable d'activité est mené conjointement avec ceux des variables de crédit bancaire aux entreprises et de taux d'intérêt réel à 3 mois. On pourrait ainsi avoir les prémises d'une analyse de l'effet du crédit bancaire dans la transmission de la politique monétaire. Ceci semble particulièrement pertinent pour les pays de l'Europe centrale en raison du faible degré de liquidité de leurs marchés financiers ;
- l'étude menée est cohérente par pays, puis inter pays ou en référence à la zone euro ;
- trois approches différentes ont été utilisées pour renforcer la pertinence ou la fiabilité des diagnostics : évaluation d'un indice de concordance, identification et comparaison des composantes cycliques des différentes variables, mesures de corrélations tenant compte des composantes (corrélations dynamiques) des variables. À notre connaissance, il n'existe pas dans la littérature des applications de cette dernière approche, notamment à l'analyse des cycles de crédit dans les trois pays retenus ici ;
- les résultats obtenus sur les cycles réels et de crédit peuvent être rapprochés des politiques monétaires soit en analysant le comportement des taux d'intérêt réels de court terme au cours des phases d'expansion et de récession de la production industrielle et du crédit, soit en calculant les corrélations entre les différentes composantes de la production industrielle ou du crédit et des taux d'intérêt réels.

La suite de l'étude est organisée de la façon suivante : la deuxième partie présente les données et un bref aperçu de l'environnement des trois nouveaux pays membres de l'UE ; la troisième est consacrée à l'analyse des co-mouvements *via* notamment une estimation des indices de concordance ; des évaluations de corrélations par composantes sont présentées dans la quatrième partie ; la dernière reprend les principaux enseignements de l'étude.

2| Données et bref aperçu des systèmes financiers des nouveaux pays membres

Comme on l'a indiqué plus haut, la sphère réelle est décrite par la production industrielle en volume, la seule variable d'activité cohérente et disponible sur une période suffisamment longue, notamment pour les nouveaux pays membres considérés dans cette analyse. Le taux interbancaire à 3 mois est retenu comme variable indicatrice de la politique monétaire. La variable de crédit correspond aux prêts bancaires accordés au secteur des sociétés et quasi-sociétés non financières¹. Le taux d'intérêt et le crédit aux entreprises ont été déflatés par l'indice des prix à la production². Les données, en fréquence mensuelle, sont issues de sources nationales et internationales et couvrent la période allant de janvier 1994 à septembre 2004. Excepté les taux d'intérêt, les séries sont corrigées des variations saisonnières en utilisant une méthode identique pour tous les pays privilégiant, entre autres, une identification automatique des points aberrants.

Une analyse rapide de la situation des trois nouveaux pays membres étudiés conduit aux remarques suivantes (cf. tableau 1) :

- la taille du secteur bancaire et la profondeur du processus d'intermédiation restent cependant relativement faibles dans les nouveaux pays membres. En 2004 par exemple, les actifs bancaires rapportés au PIB s'élevaient, respectivement, à 84 %, 65,3 % et 96 % en Hongrie, Pologne et République tchèque contre 281 % dans la zone euro. On note également des écarts importants entre les ratios du crédit domestique accordé au secteur privé rapporté au PIB. À la fin 2004, celui-ci était compris entre 30 et 45 % dans les nouveaux pays membres contre 114 % dans la zone euro. Toutefois, ces écarts se resserrent si l'on considère, en pourcentage du PIB, le crédit bancaire alloué aux sociétés non financières ;
- la taille et le rôle des marchés financiers sont très faibles. En 2004 par exemple, la capitalisation boursière variait entre 19 et 30 % dans les nouveaux pays membres contre 53 % dans la zone euro ;

Tableau 1 Ratios financiers et bancaires

(en % du PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Capitalisation boursière									
Pologne	5,0	7,4	9,2	14,9	18,0	13,9	14,1	14,2	18,8
Hongrie	nd	nd	nd	30,0	30,7	18,8	17,4	16,8	21,4
République tchèque	nd	nd	nd	13,3	23,3	16,0	16,8	22,1	29,6
Zone euro	31,5	42,2	57,2	68,8	91,5	74,1	58,3	47,4	53,3
Actifs bancaires									
Pologne	53,7	55,0	60,1	61,9	65,8	66,5	64,6	64,7	65,3
Hongrie	nd	nd	69,2	69,2	68,7	69,1	70,4	79,6	84,0
République tchèque	129,7	135,7	131,3	132,0	133,6	122,3	106,3	100,7	96,0
Zone euro	nd	231,7	237,1	247,6	252,8	264,9	264,8	270,5	280,9
Crédit domestique au secteur privé									
Pologne	21,0	22,7	24,5	27,6	28,9	28,4	28,6	29,0	27,7
Hongrie	22,1	24,3	24,2	26,1	32,3	33,7	35,8	43,4	46,6
République tchèque	69,8	71,3	62,4	56,8	49,9	41,3	31,4	32,1	33,4
Zone euro	nd	88,9	94,1	99,0	104,1	107,9	108,4	111,4	114,3
Crédit bancaire aux sociétés non financières									
Pologne	17,6	18,5	19,6	20,9	21,1	20,4	19,8	19,4	17,4
Hongrie	18,3	20,8	20,5	21,4	24,2	23,5	22,1	24,0	24,6
République tchèque	54,8	55,4	47,9	43,5	39,1	27,5	22,5	21,7	20,9
Zone euro	35,7	37,0	38,2	38,7	40,7	42,2	41,6	41,5	41,5

nd : non disponible

Sources : Eurostat, FMI (Indicateurs de solidité financière, IFS)

¹ En l'absence de série longue officielle, la variable de crédit de la zone euro a été construite en combinant différentes sources statistiques : les sources BCE (en fréquence mensuelle depuis janvier 2003, en fréquence trimestrielle depuis septembre 1997) et les sources nationales regroupées dans les bases de données de la BRI.

² Il s'agit de l'indice global concernant la Hongrie, la Pologne et la République tchèque et de l'indice hors construction pour la zone euro.

• l'encours des dettes en titres des entreprises est faible. En 2003, il ne représentait que 3,3 % du PIB en Pologne, 0,9 % en Hongrie et 3,8 % en République tchèque, contre 61 % dans la zone euro (BCE, 2005 ; FMI, 2004).

Le marché du crédit bancaire constitue donc un pilier important dans le financement de l'activité des entreprises³. Les enseignements tirés des enquêtes vont dans le même sens : selon les enquêtes mensuelles de la Banque centrale de Pologne, par exemple, une forte majorité d'entreprises polonaises étaient « entièrement ou presque dépendantes du crédit bancaire » à la fin des années quatre-vingt-dix (Lyziak, 2001)⁴. Il résulte de cette analyse que les banques fournissent l'essentiel du crédit à l'économie.

Par ailleurs, de nombreuses fusions et acquisitions, réalisées pour l'essentiel depuis la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, ont conduit à une forte concentration du secteur bancaire : en 2003, le poids des cinq plus grands établissements dans l'actif des institutions de crédit s'élevait à plus de 50 % en Hongrie, Pologne et République tchèque, ce qui est nettement supérieur aux niveaux observés en Allemagne, en France ou au Royaume-Uni. En outre, la participation des non-résidents dans le secteur bancaire est désormais très élevée dans les trois pays : ramenée au total de l'actif, elle valait 96 % pour les banques tchèques, 83,3 % pour les banques hongroises et 67,8 % en Pologne en 2003. On pourrait y voir les jalons d'une intégration financière en marche.

Les chiffres relatifs au commerce extérieur semblent refléter l'idée d'une intégration réelle forte : en 2004, les exportations de biens des trois pays vers l'Union européenne représentaient entre 79 et 86 % du total tandis que la part des importations en provenance de l'UE était comprise entre 68 et 74 % (cf. tableau 2). Les exportations et, dans une moindre mesure, les importations concernent essentiellement les produits industriels.

Tableau 2 Échanges commerciaux avec l'Union européenne des 15

(en %)

	1990	1995	2000	2004
Part des exportations en direction de l'UE				
Pologne	56,0	77,2	80,5	79,1
Hongrie	45,2	71,7	81,6	79,2
République tchèque	nd	62,9	85,1	86,4
Part des importations en provenance de l'UE				
Pologne	55,9	71,0	68,7	68,4
Hongrie	48,8	69,0	65,3	71,3
République tchèque	nd	64,3	77,3	74,8 (a)

(a) année 2003

nd : non disponible

Source : The Vienna Institute for International Studies – WIIW

3| Concordance des cycles

Dans l'approche classique, le cycle est défini à l'aide du niveau d'une variable. Il se caractérise comme une succession de phases d'expansion et de récession. Il est donc essentiel de définir et d'identifier de façon précise les points de retournement. À partir des points de retournement ainsi identifiés, une phase de récession (expansion) est définie comme le temps séparant un pic (creux) d'un creux (pic).

Cette vision du cycle a été remise à l'ordre du jour grâce, notamment, aux travaux de Harding et Pagan (2002 et 2004) qui ont proposé une méthode simple pour analyser le fait de retrouver deux séries dans la même phase – récession ou expansion – du cycle (*i.e.* la concordance de deux séries, voir Avouyi-Dovi et Matheron, 2003, pour une application récente)⁵. L'indice de concordance peut être défini par le nombre de périodes dans lesquelles deux variables se retrouvent dans la même phase du cycle, divisé par la taille de l'échantillon étudié. Ainsi, il vaut 1 (cas d'une parfaite concordance) si les deux séries se retrouvent toujours dans la même phase ; il y a au contraire

³ Contrairement à la zone euro, même si elle a enregistré une progression soutenue entre 2002 et 2003, la part des prêts bancaires aux ménages est relativement faible dans les actifs des établissements de crédit (21,4 à 26,3 % en Hongrie ; 16,7 à 21,1 % en République tchèque ; 37,4 à 38,9 % en Pologne – BCE, 2005 –). Ceci justifie (du moins pour les nouveaux pays membres), le choix de la variable de crédit aux entreprises dans cette étude.

⁴ Il convient de noter que les ratios de crédit aux entreprises rapporté au PIB affichent les profils similaires en Pologne, Hongrie et zone euro (hausse prononcée du début des années quatre-vingt-dix au début des années deux mille suivie d'une légère contraction et d'une quasi stabilité). En revanche, en République tchèque, ce ratio a très fortement baissé entre 1998 et 2003, suite à l'effondrement d'une douzaine de banques avant de se stabiliser à un niveau proche de ceux des deux autres pays (cf. Pruteanu, 2004).

⁵ Cf. Cashin et alii (1999) pour une application à l'analyse de la concordance des prix des biens, McDermott et Scott (2000) pour une comparaison des cycles réels dans les principaux pays de l'OCDE

parfaite anti-concordance (décalage prononcé ou opposition de phase) si l'indice vaut 0. Le degré de concordance est alors évalué en fonction de la plus ou moins forte proximité de l'indice de 1 ⁶.

L'analyse des résultats portant sur cette première approche conduit aux observations suivantes.

- Les points de retournement observés sur les marchés de crédit sont moins fréquents (Hongrie, zone euro) ou en nombre égal (Pologne) à ceux identifiés pour la production industrielle, les durées des phases de récession sont toutefois comparables. Le cas de la République tchèque, affectée par l'effondrement de nombreux établissements de crédit, est plus spécifique ⁷.

- On note l'absence de concordance entre la production industrielle et le crédit en République tchèque et dans la zone euro (cf. tableau 3.1) mais que certaines entrées en récession sont précédées par des contractions de crédit. La synchronisation des cycles réels et de crédit apparaît faible pour la Pologne et plus forte pour la Hongrie, à un seuil de confiance relativement élevé.

- Il n'apparaît pas de concordance significative entre les variables de crédit des nouveaux pays membres mais les co-mouvements entre les productions industrielles semblent plus marqués (cf. tableau 3.2) : on observe une anti-concordance (indice proche de 0) des distributions de crédit et une faible concordance de la production industrielle en République tchèque et en Hongrie. En revanche, un lien plus marqué apparaît entre les activités industrielles en Pologne et en Hongrie à un seuil élevé de confiance de 20 %.

- Un lien fort existe (cf. tableau 3.3) entre le cycle de production de la zone euro et celui prévalant en Hongrie d'une part, dans une moindre mesure, entre ceux de la Pologne et de la zone euro d'autre part. S'agissant des cycles de crédit, seule la Pologne affiche une concordance significative et élevée avec la zone euro.

Pour ce qui concerne l'analyse de co-mouvements entre l'activité réelle, le crédit et le taux d'intérêt réel, on note surtout :

- une interdépendance entre les périodes de récession observée sur le crédit et les taux d'intérêt dans tous les pays ;

Résultats des estimations des indices de concordance

Tableau 3.1
Production industrielle et crédits par pays

Pologne	Hongrie	Rép. tchèque	Zone euro
0,57364 (c)	0,82171 (a)	0,41860	0,58140

Tableau 3.2 Inter nouveaux pays membres

Variable	Hongrie/ Pologne	Rép. tchèque/ Pologne	Rép. tchèque/ Hongrie
Crédit aux entreprises	0,68992	0,34884	0,22481 (c)
Production industrielle	0,79845 (a)	0,64341	0,55039 (c)

Tableau 3.3
Zone euro et nouveaux pays membres

Variable	Zone euro/ Pologne	Zone euro/ Hongrie	Zone euro/ Rép. tchèque
Crédit aux entreprises	0,85271 (c)	0,74419	0,38760
Production industrielle	0,72093 (a)	0,82946 (c)	0,55039

(a) Coefficient significatif à 20 %

(b) Coefficient significatif à 10 %

(c) Coefficient significatif à 5 %

- une situation plus contrastée dans le cas de la production industrielle : les phases de récession se juxtaposent avec des baisses de taux en Pologne ; en revanche, en Hongrie et en République tchèque certaines phases de hausses de taux accompagnent des phases de retournement de l'activité.

Les résultats relatifs aux indices de concordance soulignent simplement le fait que les périodes d'expansion et de récession de la production industrielle et du crédit ne coïncident pas totalement. Ils n'impliquent pas que les cycles étudiés sont déconnectés. En outre, l'indice de concordance étant calculé à partir de variables en niveau, il ne prémunit pas forcément contre la présence d'une tendance dans les variables étudiées. C'est l'une des raisons qui incite à recourir à

⁶ On connaît les propriétés des distributions de l'indice. On sait ainsi mesurer son degré de significativité ou son intervalle de confiance (cf. Harding et Pagan, 2004). Sa valeur empirique doit donc être examinée en tenant compte du degré de significativité estimé.

⁷ Les graphiques sont disponibles auprès des auteurs et peuvent être fournis à la demande.

une approche fondée sur le calcul de corrélations entre les composantes stationnaires des variables avec une définition appropriée du cycle économique.

4| Corrélations entre composantes cycliques et corrélations dynamiques

Dès le début des années soixante-dix, Engle soulignait la difficulté d'expliquer, quel que soit l'instrument retenu, à la fois, par exemple, les changements lents et brutaux des variables. Il préconisait de décomposer les mouvements des variables (Engle, 1974) et d'examiner ensuite les différents types de mouvements. Aujourd'hui, le cycle d'activité est défini comme l'ensemble des mouvements dont la période de reproduction est comprise dans un intervalle de temps ou de fréquences donné⁸. Cette période est comprise entre 18 et 96 mois pour l'économie américaine mais Anas et alii (2004) retiennent l'intervalle de 18 à 72 mois comme celui correspondant au cycle de la zone euro. Compte tenu de la taille de l'échantillon étudié (en tout une dizaine d'années), c'est l'hypothèse d'Anas et alii qui est retenue ici.

De manière générale, la composante cyclique d'une série peut être déterminée par élimination des mouvements de long terme ou tendance imputables aux facteurs économiques structurels, et ceux de court terme. On montre que les composantes cycliques obtenues par filtrage sont sans tendance et donc stationnaires. C'est un filtre considéré plus performant que celui proposé par Hodrick et Prescott pour isoler les mouvements cycliques, le filtre à bande passante de Christiano et Fitzgerald (2003), qui est utilisé dans cette partie⁹.

La méthode retenue consiste à déterminer la composante cyclique de chaque variable et à calculer ensuite les corrélations entre ces composantes¹⁰. Par

la suite, l'analyse est complétée par l'estimation des corrélations sur les différents sous-ensembles de reproduction pour étudier le degré de liaison des diverses composantes des variables (*i.e.* les corrélations dynamiques, Croux et alii, 2001).

Le calcul des corrélations entre les composantes cycliques est effectué entre les variables contemporaines, avancées ou décalées. Soit x_t la composante cyclique du crédit et y_{t+k} celle de la production industrielle avancée (k positif) ou retardée (k négatif) de k périodes :

- pour $k = 0$, une corrélation significativement positive indique un comportement similaire des composantes cycliques des deux variables (on dit alors que l'on observe un comportement procyclique du crédit) ; à l'opposé, une corrélation négative correspond à un comportement opposé des deux variables (dit contracyclique du crédit) ;
- pour $k = -1$ (ou $+1$) par exemple, une corrélation significativement positive signale que la composante cyclique du crédit précède (ou devance) celle de la production industrielle d'un mois ;
- comme ce sont les données mensuelles qui sont utilisées, on suppose que k prend des valeurs allant de -12 à $+12$ mois¹¹.

La mise en œuvre de cette approche permet de tirer les conclusions suivantes :

- la composante cyclique du crédit aux entreprises (cf. tableau 4.1) est négativement liée à celle de la production industrielle dans la zone euro et en Pologne et précéderait la production industrielle de quelques mois, surtout en Pologne. En revanche, il n'existe pas de relation significative entre ces deux composantes en Hongrie et en République tchèque¹² ;
- les cycles de production industrielle entre les nouveaux pays membres apparaissent plus

⁸ On parle alors d'analyse de séries temporelles dans les domaines de fréquences : les hautes fréquences sont associées à la partie résiduelle de la variable (chocs exogènes, saisonnalités, etc.) ; les basses fréquences correspondent à la tendance ; les fréquences intermédiaires sont relatives aux cycles ou aux composantes cycliques. Dans le cas américain, les hautes fréquences sont associées à une période de reproduction inférieure à six trimestres (supérieure à $\pi/3$ en analyse spectrale) et les basses fréquences à une période supérieure à 32 trimestres (inférieure à $\pi/16$ en analyse spectrale).

⁹ Cf. Avouyi-Dovi et Matheron (2003) pour une présentation synthétique des détails techniques ou Zhu (2005) pour une comparaison des performances des principaux filtres.

¹⁰ La partie permanente est dirigée par une tendance. Dans ce cas, pour éviter la mise en évidence de relations fallacieuses, c'est le taux de croissance des composantes permanentes qui doit être étudié. Cependant, le caractère réduit de l'échantillon utilisé dans l'analyse conduit à des taux de croissance des composantes permanentes très persistants, provoquant dans certains cas une non convergence des algorithmes. Dès lors, nous avons décidé de ne pas étudier les corrélations entre les taux de croissance des composantes permanentes des variables.

¹¹ Les corrélations sont estimées par une méthode sans biais, celle des moments généralisés augmentée d'un terme de correction de l'hétéroscédasticité d'Andrews et Monahan (1992).

¹² Nous trouvons également que la comparaison des composantes cycliques du crédit dans les nouveaux pays membres révèle l'existence d'une relation positive entre la Hongrie et la Pologne (avec un retard compris entre huit et dix mois) et d'une relation négative entre la République tchèque et la Pologne. On obtient un résultat similaire (avec des corrélations plus faibles mais significatives) entre la République tchèque et la Hongrie.

synchrones (cf. tableau 4.2) : les corrélations sont, en général, positives et particulièrement fortes entre les productions polonaise et hongroise, plus réduites entre la Pologne et la République tchèque et non significatives entre la Hongrie et la République tchèque ;

- on observe (cf. tableau 4.3) que les cycles de crédit de l'UEM sont positivement corrélés avec ceux de la Pologne et de la Hongrie, mais négativement avec la République tchèque. Cette relation semble contemporaine dans le cas de la Pologne mais les cycles de la zone euro devanceraient ceux de la Hongrie et de la République tchèque de quelques mois ;

- pour la production industrielle (cf. tableau 4.4), les nouveaux pays membres présenteraient une intégration plus prononcée avec l'UEM : c'est en Hongrie et, dans une moindre mesure, en Pologne qu'elle est la plus forte. Ceci signifie que ces pays ne seraient pas « déphasés » par rapport à l'ensemble de la zone. Il serait intéressant de vérifier comment se situent ces nouveaux pays

membres par rapport aux membres de l'UEM pris individuellement ;

- les corrélations des composantes cycliques des taux d'intérêt réels et des crédits sont fortement et significativement positives dans la zone euro et, dans une moindre mesure, en Hongrie et en Pologne (cf. tableau 4.5). Cette caractéristique des taux d'intérêt réels s'affiche de façon contemporaine dans la zone euro, avec un léger retard (3 à 4 mois) dans le cas hongrois mais avec une avance significative en Pologne ;

- enfin, une relation négative est mise en exergue entre les composantes cycliques des taux d'intérêt et de la production industrielle dans la zone euro et en Hongrie (cf. tableau 4.6) ; le résultat est plus contrasté en Pologne mais le lien semble significativement positif en République tchèque.

L'analyse des corrélations dynamiques corrobore dans une large mesure les conclusions tirées de l'analyse précédente ¹³.

Tableau 4.1 Crédit aux entreprises (*t*) – production industrielle (*t±k*) par pays

<i>k</i>	Pologne	Hongrie	Rép. tchèque	Zone euro
- 12	- 0,09	- 0,41	- 0,19	0,34 (*)
- 11	- 0,17	- 0,38	- 0,19	0,27
- 10	- 0,24	- 0,35	- 0,18	0,19
- 9	- 0,32 (*)	- 0,31	- 0,18	0,10
- 8	- 0,39 (**)	- 0,27	- 0,17	- 0,01
- 7	- 0,45 (**)	- 0,22	- 0,17	- 0,12
- 6	- 0,51 (**)	- 0,17	- 0,16	- 0,23
- 5	- 0,54 (**)	- 0,12	- 0,15	- 0,33 (*)
- 4	- 0,57 (**)	- 0,08	- 0,14	- 0,43 (**)
- 3	- 0,57 (**)	- 0,03	- 0,13	- 0,52 (**)
- 2	- 0,55 (**)	0,01	- 0,13	- 0,58 (**)
- 1	- 0,52 (**)	0,05	- 0,12	- 0,63 (**)
0	- 0,47 (**)	0,08	- 0,11	- 0,66 (**)
+ 1	- 0,39 (*)	0,12	- 0,11	- 0,65 (**)
+ 2	- 0,30 (*)	0,15	- 0,10	- 0,63 (**)
+ 3	- 0,21	0,17	- 0,09	- 0,58 (**)
+ 4	- 0,12	0,19	- 0,07	- 0,53 (**)
+ 5	- 0,04	0,20	- 0,05	- 0,46 (**)
+ 6	0,03	0,20	- 0,02	- 0,39
+ 7	0,09	0,20	0,01	- 0,31
+ 8	0,13	0,20	0,05	- 0,22
+ 9	0,16	0,19	0,08	- 0,14
+ 10	0,18	0,18	0,11	- 0,06
+ 11	0,18	0,17	0,14	0,01
+ 12	0,17	0,15	0,16	0,08

* : Coefficient significatif à 10 % – ** : Coefficient significatif à 5 %

Tableau 4.2 Production industrielle inter nouveaux pays membres

<i>k</i>	Hongrie (<i>t</i>) – Pologne (<i>t±k</i>)	Rép. tchèque (<i>t</i>) – Pologne (<i>t±k</i>)	Rép. tchèque (<i>t</i>) – Hongrie (<i>t±k</i>)
- 12	- 0,13	0,01	- 0,25
- 11	0,00	0,06	- 0,22
- 10	0,13	0,12	- 0,19
- 9	0,26 (**)	0,18	- 0,15
- 8	0,39 (**)	0,24 (*)	- 0,11
- 7	0,50 (**)	0,30 (**)	- 0,07
- 6	0,60 (**)	0,36 (**)	- 0,02
- 5	0,69 (**)	0,41 (**)	0,02
- 4	0,75 (**)	0,44 (**)	0,06
- 3	0,79 (**)	0,45 (**)	0,10
- 2	0,81 (**)	0,45 (**)	0,14
- 1	0,81 (**)	0,42 (**)	0,17
0	0,78 (**)	0,38 (**)	0,19
+ 1	0,73 (**)	0,30 (*)	0,20
+ 2	0,66 (**)	0,21 (*)	0,20
+ 3	0,57 (*)	0,10	0,18
+ 4	0,48 (*)	- 0,02	0,16
+ 5	0,37 (*)	- 0,15	0,12
+ 6	0,27	- 0,27 (*)	0,07
+ 7	0,16	- 0,38 (**)	0,01
+ 8	0,06	- 0,48 (**)	- 0,05
+ 9	- 0,04	- 0,56 (**)	- 0,12
+ 10	- 0,13	- 0,62 (**)	- 0,18
+ 11	- 0,21	- 0,65 (**)	- 0,24
+ 12	- 0,28 (*)	- 0,65 (**)	- 0,29

* : Coefficient significatif à 10 % – ** : Coefficient significatif à 5 %

¹³ Les graphiques et les commentaires détaillés portant sur les corrélations dynamiques peuvent être consultés dans la version plus étendue du papier.

Tableau 4.3 Crédit aux entreprises : zone euro et nouveaux pays membres

k	Zone euro (t) – Pologne ($t \pm k$)	Zone euro (t) – Hongrie ($t \pm k$)	Zone euro (t) – Rép. tchèque ($t \pm k$)
- 12	- 0,11	- 0,07	0,29
- 11	- 0,06	- 0,05	0,26
- 10	0,01	- 0,03	0,22
- 9	0,08	- 0,02	0,17
- 8	0,16	0,00	0,11
- 7	0,25 (*)	0,03	0,04
- 6	0,33 (**)	0,05	- 0,03
- 5	0,41 (**)	0,08	- 0,12
- 4	0,49 (**)	0,11	- 0,21
- 3	0,56 (**)	0,15	- 0,30 (**)
- 2	0,62 (**)	0,19	- 0,39 (**)
- 1	0,66 (**)	0,23	- 0,47 (**)
0	0,69 (**)	0,27 (*)	- 0,55 (**)
+ 1	0,66 (**)	0,30 (**)	- 0,61 (**)
+ 2	0,63 (**)	0,33 (**)	- 0,65 (**)
+ 3	0,58 (**)	0,35 (**)	- 0,68 (**)
+ 4	0,53 (**)	0,37 (**)	- 0,70 (**)
+ 5	0,47 (**)	0,38 (**)	- 0,71 (**)
+ 6	0,41 (**)	0,39 (**)	- 0,71 (**)
+ 7	0,34 (*)	0,38 (**)	- 0,69 (**)
+ 8	0,28	0,37 (**)	- 0,66 (**)
+ 9	0,23	0,36 (*)	- 0,62 (**)
+ 10	0,17	0,34	- 0,56 (**)
+ 11	0,12	0,31	- 0,50 (**)
+ 12	0,08	0,28	- 0,42 (**)

* : Coefficient significatif à 10 % – ** : Coefficient significatif à 5 %

Tableau 4.4 Production industrielle : zone euro et nouveaux pays membres

k	Zone euro (t) – Pologne ($t \pm k$)	Zone euro (t) – Hongrie ($t \pm k$)	Zone euro (t) – Rép. tchèque ($t \pm k$)
- 12	- 0,03	- 0,25	- 0,30
- 11	0,07	- 0,15	- 0,23
- 10	0,18	- 0,04	- 0,15
- 9	0,29 (**)	0,07	- 0,06
- 8	0,39 (**)	0,20	0,03
- 7	0,49 (**)	0,32 (*)	0,13
- 6	0,58 (**)	0,44 (**)	0,23
- 5	0,65 (**)	0,55 (**)	0,32 (**)
- 4	0,71 (**)	0,66 (**)	0,39 (**)
- 3	0,74 (**)	0,74 (**)	0,44 (**)
- 2	0,75 (**)	0,81 (**)	0,48 (**)
- 1	0,74 (**)	0,86 (**)	0,49 (**)
0	0,71 (**)	0,89 (**)	0,47 (**)
+ 1	0,64 (**)	0,89 (**)	0,43 (**)
+ 2	0,56 (**)	0,86 (**)	0,37 (**)
+ 3	0,46 (**)	0,80 (**)	0,30 (*)
+ 4	0,35 (**)	0,72 (**)	0,21
+ 5	0,23 (*)	0,63 (**)	0,12
+ 6	0,11	0,52 (**)	0,03
+ 7	- 0,01	0,40 (**)	- 0,06
+ 8	- 0,12	0,27 (*)	- 0,15
+ 9	- 0,22	0,14	- 0,23
+ 10	- 0,30 (*)	0,01	- 0,29 (*)
+ 11	- 0,38 (**)	- 0,11	- 0,35 (**)
+ 12	- 0,43 (**)	- 0,23	- 0,39 (**)

* : Coefficient significatif à 10 % – ** : Coefficient significatif à 5 %

Tableau 4.5 Taux d'intérêt à 3 mois (t) – crédit aux entreprises ($t \pm k$) par pays

k	Pologne	Hongrie	République tchèque	Zone euro
- 12	- 0,46 (**)	0,26	- 0,08	- 0,26 (*)
- 11	- 0,43 (*)	0,30	- 0,14	- 0,14
- 10	- 0,39 (*)	0,34	- 0,20	- 0,01
- 9	- 0,34	0,37	- 0,26	0,12
- 8	- 0,29	0,40 (*)	- 0,32 (*)	0,27 (*)
- 7	- 0,23	0,42 (**)	- 0,36 (**)	0,40 (**)
- 6	- 0,16	0,44 (**)	- 0,41 (**)	0,54 (**)
- 5	- 0,09	0,45 (**)	- 0,44 (**)	0,66 (**)
- 4	- 0,02	0,46 (**)	- 0,48 (**)	0,76 (**)
- 3	0,05	0,46 (**)	- 0,50 (**)	0,84 (**)
- 2	0,12	0,45 (**)	- 0,52 (**)	0,90 (**)
- 1	0,18	0,44 (**)	- 0,54 (**)	0,94 (**)
0	0,25	0,42 (**)	- 0,55 (**)	0,94 (**)
+ 1	0,30 (**)	0,40 (**)	- 0,55 (**)	0,91 (**)
+ 2	0,34 (**)	0,37 (**)	- 0,55 (**)	0,86 (**)
+ 3	0,38 (**)	0,34 (**)	- 0,54 (**)	0,78 (**)
+ 4	0,41 (**)	0,31 (*)	- 0,53 (**)	0,69 (**)
+ 5	0,44 (**)	0,27	- 0,51 (**)	0,58 (**)
+ 6	0,46 (**)	0,23	- 0,48 (**)	0,46 (**)
+ 7	0,48 (**)	0,19	- 0,45 (**)	0,33 (**)
+ 8	0,50 (**)	0,14	- 0,40 (*)	0,20
+ 9	0,51 (**)	0,10	- 0,35	0,07
+ 10	0,52 (**)	0,05	- 0,28	- 0,05
+ 11	0,53 (**)	0,00	- 0,21	- 0,17
+ 12	0,52 (**)	- 0,05	- 0,14	- 0,27 (**)

* : Coefficient significatif à 10 % – ** : Coefficient significatif à 5 %

Tableau 4.6 Taux d'intérêt à 3 mois (t) – production industrielle ($t \pm k$) par pays

k	Pologne	Hongrie	République tchèque	Zone euro
- 12	0,55 (**)	0,05	0,35	0,44 (**)
- 11	0,56 (**)	- 0,05	0,40 (*)	0,36 (**)
- 10	0,56 (**)	- 0,15	0,43 (**)	0,26
- 9	0,54 (**)	- 0,26	0,46 (**)	0,15
- 8	0,52 (**)	- 0,36 (**)	0,48 (**)	0,03
- 7	0,48 (**)	- 0,45 (**)	0,48 (**)	- 0,09
- 6	0,43 (**)	- 0,53 (**)	0,48 (**)	- 0,21
- 5	0,36 (*)	- 0,60 (**)	0,46 (**)	- 0,33 (**)
- 4	0,29	- 0,64 (**)	0,44 (**)	- 0,43 (**)
- 3	0,21	- 0,67 (**)	0,40 (**)	- 0,53 (**)
- 2	0,13	- 0,68 (**)	0,36 (**)	- 0,60 (**)
- 1	0,03	- 0,67 (**)	0,30 (**)	- 0,66 (**)
0	- 0,06	- 0,63 (**)	0,25	- 0,70 (**)
+ 1	- 0,15	- 0,58 (**)	0,19	- 0,72 (**)
+ 2	- 0,25	- 0,51 (**)	0,14	- 0,71 (**)
+ 3	- 0,34 (**)	- 0,43 (**)	0,08	- 0,69 (**)
+ 4	- 0,43 (**)	- 0,34	0,03	- 0,66 (**)
+ 5	- 0,51 (**)	- 0,25	- 0,01	- 0,61 (**)
+ 6	- 0,58 (**)	- 0,15	- 0,05	- 0,55 (**)
+ 7	- 0,64 (**)	- 0,04	- 0,07	- 0,48 (**)
+ 8	- 0,69 (**)	0,06	- 0,09	- 0,40 (**)
+ 9	- 0,73 (**)	0,16	- 0,09	- 0,31 (*)
+ 10	- 0,75 (**)	0,25	- 0,09	- 0,23
+ 11	- 0,75 (**)	0,34 (*)	- 0,09	- 0,13
+ 12	- 0,74 (**)	0,41 (*)	- 0,09	- 0,04

* : Coefficient significatif à 10 % – ** : Coefficient significatif à 5 %

Plusieurs enseignements émergent des différentes approches retenues dans cette étude pour analyser la synchronisation des variables réelles et financières relatives aux trois nouveaux pays membres de l'UE comparés à l'UEM. Il ne semble pas exister un fort lien de dépendance (corrélations relativement modestes ou non significatives) entre crédit et activité dans les différents pays. Toutefois, la production industrielle en tant que variable d'activité n'intègre pas le secteur des services, secteur dont le poids est important dans la zone euro et en plein essor dans ces trois pays. Ceci peut engendrer un biais dans les comparaisons avec l'indicateur de crédit dont le périmètre est plus large.

Les marchés de crédit aux entreprises des nouveaux pays membres de l'UE ne semblent pas réagir aux mêmes déterminants. L'intégration de ces marchés avec celui de la zone euro est cependant assez forte, en particulier dans le cas de la Pologne et dans une moindre mesure en Hongrie. La participation importante des banques de la zone euro dans le capital des systèmes bancaires polonais et hongrois peut constituer un élément explicatif de cette observation.

En revanche, il existerait une forte intégration des cycles réels. Les cycles de production industrielle seraient positivement corrélés, en particulier entre la Pologne et la Hongrie, et dans une moindre mesure entre la Pologne et la République tchèque. Simultanément, la production industrielle de la zone euro serait surtout fortement corrélée avec celle de la Hongrie et dans une moindre mesure avec celle de la Pologne. Il est donc probable que l'intégration des cycles d'activité polonais et hongrois transite par les cycles d'affaires de l'UEM. L'existence d'une corrélation significative entre activités polonaise et tchèque résulterait davantage de l'importance des flux d'échanges bilatéraux entre les deux pays (Avouyi-Dovi et alii, 2005). Un lien négatif existerait entre les composantes cycliques de la production industrielle et des taux d'intérêt en Hongrie, comme dans la zone euro, ce qui n'est pas vérifié notamment en République tchèque.

Si la synchronisation des cycles de crédit de la zone euro et de la Hongrie ou de la Pologne devait se confirmer, elle faciliterait la prise de décision dans une union monétaire élargie. Cette conclusion vaut également pour la sphère réelle : bien que l'indicateur d'activité retenu soit imparfait, la corrélation de la production industrielle en Hongrie et en Pologne avec celle de la zone euro indiquerait un faible risque de chocs asymétriques. Ces observations contrastent avec celles obtenues pour la République tchèque : les cycles de crédit apparaissent déphasés et ceux de la production industrielle faiblement corrélés avec ceux de l'UEM actuelle, dans ce dernier cas probablement en raison de la crise de change de 1997 qui a engendré un choc majeur sur les grands équilibres macroéconomiques du pays. Cependant, l'assainissement du système bancaire ainsi que la similitude des structures économiques et l'ouverture importante de l'économie tchèque à la zone euro devraient permettre une convergence plus forte à l'avenir.

Bibliographie

Anas (J.), Billio (M.), Ferrara (L.) et Lo Duca (M.) (2004)

"A turning point chronology for the Euro-zone", *Greta Working Paper*, n° 04.01, avril

Andrews (D.) et Monahan (C.) (1992)

"An improved heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix estimator", *Econometrica*, n° 60, p. 953-966

Artis (M.J.), Marcellino (M.), Proietti (T.) (2004)

"Characterizing the business cycle for accession countries", *CEPR Discussion Paper*, n° 4 457, juin

Avouyi-Dovi (S.) et Matheron (J.) (2003)

"Interactions between real cycles, financial cycles and interest rates: stylized facts", *RSF, Banque de France*, n° 3, p. 80-99, novembre

Avouyi-Dovi (S.), Kierzenkowski (R.) et Lubochinsky (C.) (2005)

"Are business, credit and interest rate cycles converging or diverging? A comparison of Poland, Hungary, the Czech Republic and the euro", mimeo, disponible sur le site de la Banque d'Espagne (<http://www.bde.es/doctrad/confere/confere-4.html/>)

Banque centrale européenne (BCE) (2004)

Report on EU banking structure, Banque centrale européenne, Francfort, novembre

Banque centrale européenne (BCE) (2005)

Banking structures in the new EU member states, Banque centrale européenne, Francfort, janvier

Cashin (P.), McDermott (J.) et Scott (A.) (1999)

"The myth of comoving commodity prices", *Working Paper* n° 99-169, Fonds monétaire international

Christiano (L.) et Fitzgerald (T.) (2003)

"The band pass filter", *International Economic Review*, vol. 44, p. 435-465

Croux (C.), Forni (M.) et Reichlin (L.) (2001)

"A measure of comovement for economic variables: Theory and empirics", *Review of Economics and Statistics*, vol. 83, p. 232-241

Darvas (Z.), Szapary (G.) (2005)

"Business cycle synchronization in the enlarged EU", *CEPR Discussion Paper*, n° 5 179, août

Engle (R.F.) (1974)

"Band spectrum regression", *International Economic Review*, vol. 15:1, p. 1-11

Fidrmuc (J.), Korhonen (I.) (2004)

"A meta-analysis of business cycle correlation between the euro area and CEECs: What do we know - and who cares?", *BOFIT Discussion Papers*, n° 20

Fonds monétaire international (FMI) (2004)

Global financial stability report, Fonds monétaire international, Washington, D.C, septembre

Harding (D.) et Pagan (A.) (2002a)

"Dissecting the cycle: A methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, p. 365-381

Harding (D.) et Pagan (A.) (2004)

"Synchronization of cycles", *Centre for applied macroeconomic analysis, Working paper* n° 3/2004, The Australian National University

Lyziak (T.) (2001)

"Monetary transmission mechanism in Poland. Theoretical concepts vs. Evidence", *NBP Working Papers*, Banque nationale de Pologne, n° 19, Varsovie

McDermott (J.) et Scott (A.) (2000)

"Concordance in business cycles", *Document de travail* 00-37, Fonds monétaire international

Pruteanu (A.) (2004)

"The role of banks in the Czech monetary policy transmission mechanism", *Czech National Bank Working Paper Series*, n° 3.

Zhu (F.) (2005)

"The fragility of the Philipps curve: A bumpy ride in the frequency domain", *BIS Working Papers* n° 183, Bank For International Settlements, octobre

Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance

Mireille BARDOS

Direction des Entreprises

Observatoire des entreprises

La recherche appliquée aux méthodes de détection précoce de la défaillance et d'évaluation du risque de crédit s'intègre à la fonction de surveillance de la stabilité financière exercée par la Banque de France.

Les premiers scores à vocation opérationnelle — c'est-à-dire utilisables par les banques et les entreprises — ont été mis au point par la Banque de France en 1982 pour les secteurs industriels. Ils ont été ensuite déclinés à d'autres secteurs et perfectionnés. Les principes garantissant la performance ont systématiquement été mis en œuvre : vérification de la qualité des données, veille sur l'acuité des méthodes, contrôles réguliers des résultats, réestimations éventuelles. En effet, on ne souligne jamais assez que la pertinence des scores exige une action régulière de maintenance de la qualité.

Aujourd'hui les scores contribuent à la détection précoce de la défaillance et apportent une aide précieuse au diagnostic individuel. Ils fournissent une probabilité de défaillance pour chaque entreprise et permettent également la prévision globale du risque sur un portefeuille d'engagements.

De tels outils étayent la réflexion sur le développement des instruments de surveillance préconisés par le Comité de Bâle. Ils favorisent l'approfondissement des techniques d'analyse du risque de crédit et s'avèrent ainsi étroitement complémentaires des notations des entreprises attribuées par des analystes.

L'article présente l'ensemble des scores actuellement disponibles à la Banque de France, leurs applications et les recherches qu'ils permettent de développer, ainsi que les dernières mises à jour en termes de taux de défaillance sectoriels et de probabilité de défaillance à l'horizon de trois ans selon les classes de risque.

Mots clés : diagnostic d'entreprise, risque de crédit, *credit scoring*,
probabilité de défaillance, défaut de paiement, classes de risque,
maintenance des scores

Codes JEL : C53, D21, D81, G11, G33

I | Les scores en vigueur et leur diffusion externe

I | I Les scores couvrent 9 grands secteurs et 160 000 entreprises

Destinés à mesurer le risque de crédit, les scores s'appuient sur la technique d'analyse discriminante. Initialement limité aux seules entreprises industrielles, leur champ couvre maintenant les grands secteurs de l'activité productive en France. Ainsi l'homogénéité du champ d'application de chaque score se trouve garantie. 80 % des entreprises de la base FIBEN sont dotées d'un score.

Les contrôles réguliers de la qualité prédictive des scores, rendus plus nécessaires par un contexte économique en mutation, ont conduit à renouveler les formules de certaines fonctions discriminantes. Pour quelques secteurs, une deuxième génération de scores a ainsi vu le jour ces dernières années.

À l'issue de nombreux travaux méthodologiques ¹, le choix technique s'est fixé sur l'analyse discriminante linéaire de Fisher en raison de sa robustesse temporelle et de sa facilité d'interprétation, qualités indispensables pour l'analyste d'entreprise qui l'utilise.

Pour que la prévision du risque de défaillance prenne toute son ampleur, il est nécessaire d'associer à la valeur du score d'une entreprise sa probabilité de défaillance à un horizon donné. Un soin particulier a été apporté à l'estimation de ces probabilités.

Rigoureusement contrôlées, les données comptables de FIBEN ² sont représentatives du tissu des grandes mais aussi des petites et moyennes entreprises, puisqu'un recensement systématique est recherché dès que le chiffre d'affaires annuel atteint 0,75 million d'euros. Elles permettent des calculs de probabilités sur une base fiable. Dès lors, une estimation de la probabilité de défaillance utilisant le théorème de Bayes et appliquée aux distributions empiriques des scores a été préférée à toute autre méthode théorique reposant sur des hypothèses dont la validité n'est manifestement pas vérifiée ³. Ainsi, des classes de risque homogènes sont définies. À chacune est

Tableau I Nombre d'entreprises bénéficiant d'un score Banque de France

(en milliers)

Secteur – score concerné	Nombre d'entreprises ayant un score
Industrie – BDFI2	42
Commerce de détail et réparation automobile – BDFCD	36
Commerce de gros – BDFCG	32
Transports – BDFT2	7
Construction – BDFB	20
Hôtels – BDFH2	3
Restaurants – BDFR2	3
Services aux entreprises sous-secteur A – BDFSA	9
Services aux entreprises sous-secteur B – BDFSB	8
Total	160
Ensemble des bilans disponibles dans FIBEN	210

associée une probabilité de défaillance à l'horizon de trois ans, dont la précision est contrôlée grâce à l'estimation d'un intervalle de confiance.

Construction des classes de risque et évaluation des probabilités de défaillance sont étroitement liées. Les intervalles qui délimitent ces classes sont déterminés de manière à garantir la stabilité temporelle des probabilités, quel que soit l'échantillon. En particulier, les intervalles de confiance doivent être d'ampleur limitée et ne pas, ou très peu, se chevaucher d'une classe à l'autre.

Le tableau 2 présente les résultats pour le score industrie BDFI2 par classe de risque. Définie par un intervalle de score, la probabilité de défaillance à l'horizon de trois ans est estimée à partir des données annuelles de score telles qu'elles étaient disponibles en 1998, 1999, 2000 et 2001. Ces probabilités fluctuent légèrement d'une année à l'autre, du fait des petites variations de l'échantillon. C'est donc la valeur moyenne μ qui sert de référence et dont on évalue l'intervalle de confiance [INF ; SUP] au niveau 99 %. Le taux de défaillance futur ne devrait pas s'écarter significativement de la prévision μ : ce taux futur devrait être dans la fourchette [INF ; SUP] sauf dans un cas sur cent.

L'utilisateur peut apprécier l'intensité du risque en comparant cette probabilité *a posteriori* μ au taux de

¹ Breiman et alii (1984), Gnanadesikan (R.) et alii (1989), Gouriéroux (C.) (1989), Hand (D.J.) (1981), Mc Lachlan (C.J.) (1992), Bardos (M.) (2001)

² FIBEN est l'acronyme du Fichier bancaire des entreprises (voir annexe).

³ Bardos (M.), Zhu (W.H.) (1998 et 1997)

Tableau 2 Industrie – Score BDFI2Probabilité de défaillance *a posteriori* à horizon de trois ans

	Classes de risque	Probabilités annuelles <i>a posteriori</i>				μ	Écart type	Intervalle de confiance	
		1998	1999	2000	2001			INF	SUP
BDFI2 < - 2,4	1	46,00	45,30	47,62	45,31	46,06	1,09	44,43	47,69
- 2,4 ≤ BDFI2 < - 1,8	2	31,91	34,59	33,50	34,66	33,66	1,28	31,74	35,59
- 1,8 ≤ BDFI2 < - 0,8	3	22,34	22,65	23,38	24,15	23,13	0,81	21,92	24,35
- 0,8 ≤ BDFI2 < - 0,3	4	15,90	17,42	18,49	19,20	17,75	1,44	15,60	19,91
- 0,3 ≤ BDFI2 < 0	5	11,13	11,35	13,15	15,84	12,87	2,18	9,60	16,14
0 ≤ BDFI2 < 0,4	6	7,30	8,65	9,48	9,60	8,76	1,06	7,17	10,34
0,4 ≤ BDFI2 < 1,2	7	3,47	3,63	4,40	4,54	4,01	0,54	3,20	4,81
1,2 ≤ BDFI2 < 1,6	8	2,02	2,03	1,70	2,10	1,96	0,18	1,70	2,23
1,6 ≤ BDFI2 < 2,4	9	0,88	0,68	0,79	0,91	0,81	0,10	0,66	0,97
2,4 ≤ BDFI2	10	0,30	0,30	0,38	0,32	0,33	0,04	0,27	0,38

$$INF = \mu - 3s \text{ et } SUP = \mu + 3s \text{ (} s = \text{erreur standard} = \text{écart-type} / \sqrt{\text{nb année} - 1} \text{)}$$
Probabilité *a priori* = 7,75 %

mise à jour : septembre 2005

défaillance réel observé sur trois ans entre 2002 et 2004 (ou probabilité *a priori*) qui est de 7,75 %. Si la probabilité *a posteriori* est supérieure à la probabilité *a priori*, la classe est risquée ; si ces deux probabilités sont de niveau comparable, la classe est dite neutre ; à l'inverse, si la probabilité *a posteriori* est inférieure à la probabilité *a priori*, la classe est dite favorable.

Par exemple, une firme industrielle dont le score BDFI2 = - 0,735 appartient à la classe 4, sa situation est donc risquée puisqu'elle a une probabilité moyenne de défaillir dans les trois ans de 17,75 %, bien supérieure au risque *a priori* de 7,75 %. Dans le futur, la mesure du risque moyen d'une firme appartenant à la classe 4 peut être un peu différente. L'intervalle de confiance indique que, dans 99 % des cas, cette probabilité sera comprise entre 15,60 % et 19,91 %.

Un tableau synthétique des probabilités *a posteriori* est fourni à l'analyste financier pour tous les scores (tableau 4). Ainsi, disposant du score de l'entreprise à évaluer, il connaîtra sa probabilité de défaillance *a posteriori* à l'horizon de trois ans.

I | 2 L'évaluation du risque de crédit à la Banque de France

La Banque de France a recours à deux instruments complémentaires d'appréciation du risque de crédit : la cotation Banque de France et les scores Banque de France.

La cotation d'une entreprise est déterminée au moins une fois par an par un analyste financier à partir de la documentation comptable de l'entreprise et de renseignements qualitatifs. Elle s'appuie sur une méthodologie éprouvée et documentée ainsi que sur la connaissance de l'entreprise et de son environnement par l'analyste financier. Elle peut être révisée à tout moment grâce à la collecte de nouvelles informations jugées pertinentes pour l'analyse du risque de crédit. Conforme aux normes bancaires de Bâle II, la cotation évalue, à un horizon de trois ans, la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements financiers. Cette évaluation vise à prévoir son risque de défaut correspondant soit à une défaillance (constatation judiciaire d'une cessation de paiement), soit à des difficultés graves de trésorerie. La mesure du risque est fournie par les taux de défaut effectivement constatés (à un an, deux ans, trois ans...) qui sont associés à chaque note.

La population concernée est constituée des entreprises recensées dans le fichier FIBEN dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 million d'euros ou dont l'endettement bancaire est supérieur à 0,38 million d'euros.

Le score est le résultat d'une étude statistique ⁴ et non d'un dire d'expert. Les variables explicatives, issues des informations comptables, sont des ratios économiques et financiers statistiquement sélectionnés en raison de leur capacité à différencier les entreprises susceptibles d'avoir des difficultés et les autres. Leur nombre optimal n'excède pas dix,

⁴ Voir la brochure qui présente l'ensemble de la méthode des scores, Bardos (M.), Foulcher (S.) et Bataille(É.) (2004 a et b), ainsi que les articles de recherche des cahiers de recherche de l'Observatoire des entreprises téléchargeables sur le site internet www.banque-france.fr/Publications/Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises.

chacun d'entre eux devant être le plus possible non corrélé aux autres. Le score est une combinaison linéaire de ces ratios résultant de l'application d'une procédure d'analyse discriminante linéaire de Fisher. Il est calculé automatiquement chaque année dès que le bilan de l'entreprise est saisi et considéré comme valide au terme des multiples contrôles informatiques mis en œuvre. Grâce à la probabilité de défaillance associée à la valeur du score, cet instrument fournit une prévision à moyen terme à un horizon de trois ans (par référence à la date d'arrêt du bilan).

Pour garantir la pertinence statistique, les scores sont construits sur des ensembles sectoriels homogènes et de grande taille ; en conséquence, toutes les entreprises ne disposent pas actuellement d'un score. L'extension de la méthode au-delà des 80 % de la base aujourd'hui couverts reste néanmoins un objectif.

La nature des variables

La défaillance d'entreprise est un phénomène complexe. Les processus en sont variés et plus ou moins rapides. L'objectif est de capter la grande majorité de ces processus par une analyse multicritère. La cotation des entreprises de taille économiquement significative et le score de ces mêmes entités utilisent tous les deux des données comptables. Les ratios choisis synthétisent plusieurs approches financières de l'entreprise : les performances, l'autonomie financière, la solvabilité...

Certes, des variables reposant sur la comptabilité d'entreprise décrivent des situations datant de plusieurs mois et permettent plutôt de repérer les processus de défaillance progressifs, tandis que des difficultés apparaissant brusquement ne pourront être identifiées par de telles variables. Cependant, force est de constater que, dans la grande majorité des cas, l'entreprise présente, avant la défaillance ou le non-paiement de ses dettes, une fragilité qui peut être assez aisément mise en évidence.

Une approche plus qualitative est propice à l'approfondissement de l'analyse ou à la détection d'autres facteurs de risques. Pour intervenir dans la construction d'un outil statistique, elle nécessiterait de recourir à des enquêtes coûteuses et difficiles

à mener à grande échelle. Elle conduirait à des variables codées où la subjectivité de l'enquêteur peut intervenir. C'est pourquoi, dans la construction des scores, la Banque de France a privilégié la seule approche comptable, quantifiable et largement applicable, malgré les limites qu'elle présente. La cotation utilise, par contre, pleinement l'information qualitative, dès lors qu'elle est disponible, permettant ainsi approfondissement et réactivité du diagnostic.

Expertise et outil statistique : des méthodes complémentaires

Le diagnostic d'entreprise est le domaine privilégié des experts. Ainsi, à la Banque de France, la cotation est le résultat d'une expertise menée par les analystes financiers dans les unités administratives.

Cependant, l'examen statistique de la situation économique et financière des entreprises d'un secteur, en vue de la détection précoce des difficultés d'entreprises, est extrêmement fructueux. Par l'analyse multicritère, il peut permettre la construction d'un score qui fournit une image synthétique du profil de l'entreprise. Celui-ci est, dans la très grande majorité des cas, révélateur de la santé de l'entreprise. Si un tel outil ne peut se substituer au jugement de l'expert, il peut contribuer à l'informer rapidement sur le niveau de risque de l'entreprise et concourir au diagnostic grâce aux aides à l'interprétation qui l'accompagnent. L'analyste pourra alors se concentrer sur les aspects les plus délicats ou les moins quantifiables de l'évaluation, en particulier les aspects qualitatifs.

Ainsi expertise en analyse financière et utilisation d'un score ne sont pas contradictoires, au contraire elles se complètent et permettent d'affiner l'analyse du risque de crédit.

I | 3 La diffusion des scores

Disposant de scores ⁵ probabilisés sur neuf secteurs, la direction des Entreprises les met à la disposition des banques sous forme d'un « module » FIBEN ⁶ accessible par voie télématique. Véritable dispositif

⁵ Pour éviter un usage abusif et non maîtrisé de l'outil, la formule des scores est cryptée.

⁶ Les services en ligne FIBEN sont en effet accessibles sous forme de « Modules » qui regroupent les informations autour de thèmes communs. Chaque utilisation de FIBEN peut ainsi établir un itinéraire de consultation de modules en fonction de ses besoins. Le score correspond au module 38.

d'analyse du risque individuel à partir du score de l'entreprise, ce module fournit les instruments nécessaires à l'interprétation que sont la probabilité de défaillance, la mise en situation de l'entreprise vis-à-vis de son secteur d'activité et les contributions des ratios à la valeur du score. L'encadré ci-dessous présente, sur un cas d'entreprise du commerce de détail et de la réparation automobile, la maquette de l'écran accessible aux banques.

On notera que le score est construit de telle sorte que plus sa valeur est élevée, meilleure est la situation

de l'entreprise et qu'à l'inverse plus cette valeur diminue, plus l'entreprise est risquée. En outre, une aide à l'interprétation est fournie par les contributions des ratios à la valeur du score. En effet, le score peut être présenté comme la somme des contributions des ratios retenus dans sa détermination. Les ratios dont la contribution est négative identifient les points faibles de l'entreprise, d'autant plus marqués que les valeurs correspondantes sont fortement négatives. À l'inverse, les ratios à contribution positive indiquent les points forts, d'autant plus significatifs que ces valeurs sont élevées.

ENCADRÉ I

Exemple d'une information sur le score accessible aux établissements de crédit : Module 38

Interprétation

Encadré « Indicateurs de défaillance »

De 2000 à 2002, l'entreprise a nettement amélioré sa situation puisque d'une classe risquée (probabilité de défaillance de 7,7 %), elle est passée en classe neutre en 2001 et a atteint une classe favorable en 2002 (probabilité de défaillance à 1,6 % inférieure au taux de défaillance sur trois ans observé dans le commerce de réparation automobile : 2,7 %).

Encadré « Positionnement de l'entreprise par rapport au secteur »

Comparativement aux firmes de son secteur d'activité, l'entreprise se situait en 2000 et 2001 dans le quart des affaires ayant les scores les plus faibles, sans être toutefois parmi les 10 % les plus risquées. En 2002, son score s'améliore, sans atteindre toutefois la médiane.

Encadré « Score et contributions des ratios »

En 2001, les concours bancaires courants semblent trop élevés (contribution 3), constatation à rapprocher du poids de l'endettement, dont le niveau est conséquent sans être excessif (contribution 5 proche de 0). La structure du haut de bilan est par ailleurs assez satisfaisante (contribution 6 positive). Toutefois, l'entreprise semble rechercher de la trésorerie en raison de dettes fiscales et sociales conséquentes (contribution 1 proche de 0 bien inférieure à la médiane du secteur 0,314) et de délais fournisseurs un peu longs (contribution 2 plus négative que celle du secteur). L'importance des charges financières vis-à-vis de l'excédent brut global est à un niveau correct.

En 2002, toutes les contributions s'améliorent, sauf la première qui subit un très léger recul. L'amélioration concerne surtout l'endettement financier qui s'allège grâce notamment à une réduction des crédits bancaires courants. Par ailleurs, la solvabilité à court terme se renforce (contribution 4).

FIBEN

CONFIDENTIEL

20/10/2003

[Indicateurs de défaillance] [Positionnement] [Score et contributions]

Analyse du risque

38

Score Banque de France

999 999 999

SOCIÉTÉ X

Adresse

1 rue du Paradis.
CP VILLE
Banque de France
SUCCURSALE Y

Secteur d'activité

503A COMMERCE DE GROS D'ÉQUIPEMENTS AUTOMOBILE au

31/12/2002

INDICATEURS DE DÉFAILLANCE

Date de clôture	12/2000	12/2001	12/2002
Durée	12 mois	12 mois	12 mois
Effectif	101	109	138
Probabilité de défaillance à 3 ans (%)	7,7	3,9	1,6

La probabilité est à relativiser en cas d'effectifs supérieurs à 500

Taux de défaillance sur 3 ans dans le commerce de détail et la réparation automobile 2,7 %

POSITIONNEMENT DE L'ENTREPRISE PAR RAPPORT AU SECTEUR

Secteur d'activité	503A		
Date de clôture	12/2000	12/2001	12/2002
Score supérieur au 9 ^e décile			
Score compris entre le 3 ^e quartile et le 9 ^e décile			
Score compris entre le 2 ^e et le 3 ^e quartile			
Score compris entre le 1 ^{er} et le 2 ^e quartile			
Score compris entre le 1 ^{er} décile et le 1 ^{er} quartile	X	X	X
Score inférieur au 1 ^{er} décile			

Plus le score est élevé, meilleur est le positionnement de l'entreprise par rapport à son secteur

SCORE ET CONTRIBUTIONS DES RATIOS (comparaison aux médianes du secteur)

	Contributions Individuelles		Secteur
Date de clôture	12/2001	12/2002	2002
1. Poids des dettes fiscales et sociales	-0,035	-0,060	0,314
2. Délai fournisseur	-0,171	-0,166	-0,128
3. Importance des CBC *	-0,534	-0,325	0,367
4. Importance des charges financières dans l'EBG **	0,346	0,488	0,672
5. Poids de l'endettement financier	0,038	0,137	0,256
6. Poids FRNG ***	0,323	0,338	0,437
SCORE BDFCD	-0,033	0,412	1,498

Informations couvertes par le secret bancaire conformément aux dispositions du Contrat FIBEN

* CBC = concours bancaires courants

** EBG = excédent brut global

*** FRNG = fonds de roulement net global

Informations couvertes par le secret bancaire conformément aux dispositions du Contrat FIBEN
* CBC = concours bancaires courants **EBG = excédent brut global *** FRNG = fonds de roulement net global

ENCADRÉ 2

Interprétation du score BDFCD grâce aux contributions des ratios

La contribution 1 est liée au poids des dettes fiscales et sociales relativement à l'activité ; ces dettes s'allègent quand elle s'élève.

La contribution 2 est liée à l'importance des délais de paiement des dettes fournisseurs ; les délais de paiement des dettes fournisseurs raccourcissent quand elle s'élève.

La contribution 3 est liée à l'importance des concours bancaires courants comparativement au niveau de l'activité ; la part des concours bancaires diminue quand elle s'élève.

La contribution 4 est liée à l'importance des charges financière vis-à-vis de l'excédent brut global ; l'entreprise renforce sa solvabilité à court terme quand elle s'élève.

La contribution 5 est liée au poids de l'endettement financier (incluant le crédit-bail et les dettes groupe et associés) ; l'importance de la dette diminue quand elle s'élève.

La contribution 6 est liée à la structure de bilan ; la structure du bilan s'améliore quand elle s'élève.

2| Perspectives de recherche sur les scores

2| I Évaluation du risque sur une population et construction de tableaux de bord

Un score probabilisé offre une mesure individualisée du risque de crédit. Disposant de cette information sur une population d'entreprises, des analyses statistiques en termes de suivi d'un portefeuille d'engagement peuvent être menées.

La méthode IRISK⁷, développée par la Banque de France, propose des tableaux de bord mettant en jeu plusieurs indicateurs de risque indépendants. Ces indicateurs permettent de caractériser le type de risque dont relève un portefeuille et de le suivre sur plusieurs années.

Cette méthode est appliquée une fois par an à tous les grands secteurs ayant un score, afin de mieux apprécier « leur potentiel de risques ».

Des résultats sont incorporés aux études sectorielles de l'Observatoire⁸.

À titre d'exemple, un des tableaux de bord d'IRISK est présenté ci-dessous sur les PME de l'industrie. De tels tableaux peuvent être élaborés pour des ensembles répondant à des critères souhaités (taille, secteur, liste d'entreprises constituant une clientèle).

Dans le secteur de l'industrie, le tableau 3 fait apparaître une diminution du risque de crédit des PME en début de période, comme le montrent la baisse du pourcentage d'entreprises risquées jusqu'en 2001 (colonne 1) et la réduction de la part risquée de l'endettement bancaire jusqu'en 2000 seulement (colonnes 4 et 5).

Après ces dates, chacun de ces indicateurs augmente.

En 2002, la part risquée de l'endettement bancaire a atteint son niveau le plus élevé de la période, anticipant la montée des risques l'année suivante (augmentation du nombre de procédures collectives). Cette part baisse ensuite en 2003, annonçant l'amélioration de la situation des entreprises observée en 2004. Est ainsi mis en valeur le caractère prédictif de ces indicateurs.

⁷ Pour une présentation de cette méthode, voir Bardos (M.) et Plihon (D.) (1999)

⁸ Abbas (N.) et Cayssials (J.L.) (2005)

Tableau 3 Indicateurs IRISK

PME : entreprises industrielles dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 milliards d'euros

(en % ; effectifs en nombre de salariés)

	Part des entreprises dans les classes risquées	Part des effectifs dans les classes risquées	Part du chiffre d'affaires dans les classes risquées	Part risquée moyenne de l'endettement bancaire	Part risquée maximale de l'endettement bancaire	Effectifs moyens	Part de l'endettement bancaire des 1 % les plus endettées
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1998	18,95	19,28	16,05	8,89	10,08	39	19,85
1999	17,48	18,87	15,45	8,55	9,71	39	19,80
2000	16,07	18,68	15,33	8,39	9,52	39	19,87
2001	15,77	19,26	16,03	8,48	9,62	39	19,49
2002	16,96	19,69	16,13	8,77	9,90	39	19,62
2003	17,57	20,20	16,39	8,38	9,48	38	19,46

– proportion des entreprises dans les classes risquées : les classes risquées prises en compte dans ce tableau sont les classes 1, 2, 3, 4 associées au score BDFI2 ;

– part des effectifs et du chiffre d'affaires des firmes des classes risquées : les pourcentages comparés à la proportion de firmes risquées du secteur donnent des éléments sur la taille des entreprises risquées ;

– part risquée moyenne de l'endettement bancaire dans le secteur à l'horizon de trois ans : $100 \times \sum p_i E_i / \sum E_i$, où pour chaque entreprise i , p_i désigne sa probabilité de défaillance au cours des trois prochaines années, et E_i le montant de son encours de crédit bancaire ;

– part risquée maximale de l'endettement bancaire dans le secteur à l'horizon de trois ans : $100 \times \sum pm_i E_i / \sum E_i$, où pm_i est la probabilité maximale qui représente le risque dans le pire des cas (elle est fournie par la borne supérieure de l'intervalle de confiance de la probabilité moyenne, cf. tableau 2 : « industrie – score BDFI2 » du paragraphe 1) ;

– effectifs salariés moyens ;

– part de l'endettement bancaire supporté par 1 % des entreprises les plus endettées du secteur : c'est un indicateur de concentration.

Mise à jour : août 2005. À cette date, un nombre important de bilans clôturés au 31/12/2004 sont d'ores et déjà collectés et traités au plan individuel par les implantations de la Banque de France. Cependant, ce n'est généralement qu'en automne que les traitements de centralisation statistique sont totalement finalisés. C'est pourquoi ce tableau ne présente pas de données 2004.

2|2 Les axes de recherche sur le risque de crédit auxquels peuvent contribuer les scores

Avec 220 000 documentations comptables d'entreprises recensées, FIBEN permet de réaliser en vraie grandeur des recherches sur le risque de crédit. Plusieurs thèmes font actuellement l'objet d'approfondissements.

La corrélation du risque ⁹, du fait des relations existant entre entreprises et des effets de chaîne induits, a un impact important sur l'évaluation des pertes potentielles.

Le lien entre risque et conjoncture ¹⁰, s'il peut être explicite, permettrait de mieux anticiper le risque de défauts futurs en intégrant, dans l'analyse, des variables macroéconomiques ou des facteurs

spécifiques. Par ailleurs, le caractère procyclique de certaines règles institutionnelles pourrait aussi être mieux évalué ¹¹.

Les trajectoires des entreprises ¹² fournissent l'étude dynamique du risque et apportent des précisions à la mesure du risque. En particulier, les matrices de transitions entre classes de risque permettent d'étudier la dépendance de la situation de l'entreprise à ses états passés dans les processus de défaillance.

La concentration de l'endettement ¹³ pose une autre question majeure. En effet, s'il est vrai que les PME, prises dans leur ensemble, présentent généralement des taux de défaillance et une part de dette risquée plus élevée que les grandes entreprises, il n'en demeure pas moins qu'au niveau de l'entreprise considérée individuellement, les pertes potentielles liées à la défaillance sont plus importantes pour une grande

⁹ Foulcher (S.), Gouriéroux (C.) et Tiomo (A.) (2004a) et (2004b)

¹⁰ Bataille (É.), Bruneau (C.), Flageollet (A.) et Michaud (F.) (2005)

¹¹ Bardos (M.), Foulcher (S.) et Oung (V.) (2003)

¹² Bardos (M.) (1998a) et (1998b)

¹³ Bardos (M.) et Plihon (D.) (1999), Nahmias (L.) (2005)

firme que pour une PME. Ainsi, pour les créanciers, la défaillance d'une grande entreprise est souvent moins probable que pour une PME, mais le risque apparaît plus élevé lorsqu'il s'est matérialisé.

La réflexion sur les modèles de risque de crédit nécessite des comparaisons entre systèmes de notation des entreprises. Cette analyse est délicate puisqu'elle doit tenir compte des différences entre les populations évaluées et s'appuyer sur une profondeur historique suffisante où la méthodologie doit être demeurée constante. Des travaux statistiques sur la simulation des distributions des taux de défaut par note ¹⁴ permettent d'établir des échelles de référence dans ces comparaisons.

3| La maintenance des scores et la mise à jour du système

Le caractère opérationnel des scores, tant dans le diagnostic individuel que dans la construction de tableaux de bord utilisables par les banques, l'autorité de supervision bancaire ainsi que la Banque centrale, impose un contrôle de qualité très strict et régulier.

Ce contrôle est effectué à un premier niveau par les analystes financiers qui utilisent le score comme aide au diagnostic.

Un contrôle de qualité systématique est également réalisé chaque année en intégrant les informations les plus récentes sur les données comptables d'entreprises et les défaillances constatées par les tribunaux de commerce.

La confrontation des avis des analystes financiers et des résultats statistiques constitue un atout majeur pour faire progresser l'analyse financière et améliorer les outils de détection précoce du risque que sont les scores.

Tout ce suivi est essentiel pour disposer d'appréciations pertinentes. La qualité de la discrimination peut, en effet, évoluer d'une année sur l'autre pour

différentes raisons. Des modifications structurelles touchant l'ensemble des entreprises, notamment des changements dans les techniques de gestion, peuvent intervenir et rendre moins efficaces certains clignotants du risque. En outre, des fluctuations du cycle économique peuvent affecter les niveaux des ratios et impacter la distribution du score. Au fil des ans, les taux de bons classements par les scores peuvent alors se modifier ou s'affaiblir. Selon le cas, cela conduira à la redéfinition des classes de risque et à un nouveau calcul des probabilités de défaillances associées ou à la refonte complète du score.

Le score reste discriminant tant que les courbes de distribution des scores par catégories, firmes défaillantes d'une part et firmes non défaillantes d'autre part, sont clairement séparées.

Si le taux de défaillance sectoriel évolue sensiblement, la réestimation des probabilités de défaillance par classe de risque s'impose.

Si les courbes de distribution des scores se déplacent sous l'effet de la conjoncture tout en restant bien séparées l'une de l'autre, il faut redéfinir les classes de risque et par suite recalculer les probabilités *a posteriori*.

Enfin si les courbes ne sont plus séparées, il faut construire un nouveau score.

C'est pourquoi les utilisateurs doivent veiller à ce que les concepteurs de scores publient régulièrement une information actualisée permettant de s'assurer que ces diverses conditions d'efficacité sont bien réunies.

Le tableau 4 fournit, par secteur et pour tous les scores élaborés par la Banque de France, la toute dernière mise à jour des probabilités de défaillance par classe de risque ainsi que les taux de défaillance sur trois ans. Ce sont ces chiffres, arrondis à la première décimale, qui seront intégrés très prochainement dans le module de FIBEN diffusé à la profession bancaire, précédemment donné en exemple.

¹⁴ Blockwitz (S.), Hohl (S.) (2001) et Tiomo (A.) (2002)

Tableau 4 Indicateurs de risque à l'horizon de trois ans : taux de défaillance sectoriel
Probabilité de défaillance *a posteriori* par classe de risque

(probabilité de défaillance en %)

Score BDFI2 (industrie) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 7,8 %										
Limites des intervalles de score	-2,4 -1,8 -0,8 -0,3 0 0,4 1,2 1,6 2,4									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Probabilité de défaillance	46,1	33,7	23,1	17,8	12,9	8,8	4,0	2,0	0,8	0,3
Score BDFCD (commerce de détail et réparation automobile) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 2,7 %										
Limites des intervalles de score	-2 -1,3 -0,1 0,4 1,3 2,5									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6	7			
Probabilité de défaillance	25,6	14,6	7,7	3,9	1,6	0,6	0,3			
Score BDFCG (commerce de gros) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 4,8 %										
Limites des intervalles de score	-1,7 -1,1 -0,2 0,5 1,1 1,9									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6	7			
Probabilité de défaillance	28,5	17,8	10,7	4,9	2,0	1,0	0,6			
Score BDFT2 (transports) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 7,2 %										
Limites des intervalles de score	-2,95 -1,05 0,05 0,35 0,65 1,90									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6	7			
Probabilité de défaillance	59,6	32,2	12,7	6,2	4,3	1,9	0,5			
Score BDFB (construction) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 6,6 %										
Limites des intervalles de score	-2,2 -0,9 0 0,5 1,5									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6				
Probabilité de défaillance	54,7	31,9	15,8	6,4	2,1	0,9				
Score BDFH2 (hôtels) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 1,2 %										
Limites des intervalles de score	-3,5 -0,55 0,8 2,1									
Classe de risque	1	2	3	4	5					
Probabilité de défaillance	15,1	6,4	1,4	0,4	0,1					
Score BDFR2 (restaurants) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 3,6 %										
Limites des intervalles de score	-1,85 -0,2 0,15 1,55									
Classe de risque	1	2	3	4	5					
Probabilité de défaillance	18,5	6,7	3,8	1,9	1,3					
Score BDFS A (services aux entreprises sous-secteur A) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 6,0 %										
Limites des intervalles de score	-2,4 -0,9 -0,3 0,3 0,9 1,8									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6	7			
Probabilité de défaillance	29,8	19,9	12,0	5,7	3,2	1,6	0,8			
Score BDFS B (services aux entreprises sous-secteur B) : taux de défaillance du secteur sur trois ans de 5,7 %										
Limites des intervalles de score	-2 -1 -0,3 0,2 1,4									
Classe de risque	1	2	3	4	5	6				
Probabilité de défaillance	27,5	18,5	11,1	5,9	3,0	1,0				
Classe risquée Classe neutre Classe favorable										

Mise à jour : septembre 2005

La Banque de France a élaboré, avec les scores et la cotation, des outils d'analyse du risque de crédit particulièrement pertinents, qu'elle met à la disposition de la collectivité.

Cette activité participe de sa mission de surveillance de la stabilité financière. Les banques disposent ainsi d'outils externes accessibles en temps réels, qui vont leur permettre de gagner en efficacité et leur apporter une information complémentaire à celle dont elles disposent pour décider de l'octroi d'un prêt, suivre ensuite leurs engagements et, au total, maîtriser leurs risques.

Les chefs d'entreprises ont accès aux données de la Banque de France concernant leur affaire. La cotation et le score leur renvoient l'image que celle-ci donne à un analyste financier extérieur, neutre et indépendant, qui s'appuie sur des outils régulièrement affinés et contrôlés. En attirant l'attention des chefs d'entreprises sur des éléments de fragilité, la Banque de France contribue au renforcement des structures financières des PME et favorise ainsi le renforcement de leur aptitude à faire face à des aléas, inévitables dans une économie concurrentielle et ouverte comme l'est l'économie française.

Bibliographie

Abbas (N.) et Cayssials (J.L.) (2005)

« Commerce de détail en magasin non spécialisé, contexte, résultats, perspectives », Banque de France, Observatoire des entreprises

Bardos (M.) et Zhu (W.H.) (1997)

« Comparaison de l'analyse discriminante linéaire et des réseaux de neurones, applications à la détection de défaillance d'entreprises », *Revue de statistiques appliquées*, XLV (4), p. 65-92

Bardos (M.) (1998a)

"Detecting the risk of company failure", *The Journal of Banking and Finance*, n° 22

Bardos (M.) (1998b)

« Le score BDFI : du diagnostic individuel à l'analyse de portefeuille », Banque de France, *Les études de l'Observatoire des entreprises*

Bardos (M.) et Zhu (W.H.) (1998c)

"Comparison of linear discriminant analysis and neural networks, application for the detection of company failures, in *Bio-mimetic approaches in management science*", Kluwer Academic Publishers, p. 77-100

Bardos (M.) et Plihon (D.) (1999)

« Détection des secteurs risqués – La méthode IRISK », *Bulletin de la Banque de France*, n° 69, septembre

Bardos (M.) (2001)

« Analyse discriminante : application au risque et scoring financier », Dunod

Bardos (M.), Foulcher (S.) et Oung (V.) (2003)

« Exigence en capital et cycles économiques : une étude empirique sur données françaises », *Bulletin de la Commission Bancaire*, n° 28

Bardos (M.), Foulcher (S.) et Bataille (É.) (2004a)

« Les scores de la Banque de France : méthode, résultats, applications », Banque de France, Observatoire des entreprises, janvier

Bardos (M.), Foulcher (S.) et Bataille (É.) (2004b)

"Banque de France scores: method, results, practice", Banque de France, Observatoire des entreprises, décembre

Bataille (É.), Bruneau (C.), Flageollet (A.) et Michaud (F.) (2005)

"Are business cycle and corporate failures in France linked?", Banque de France, *Cahier d'études et travaux de recherches de l'Observatoire des entreprises*

Blockwitz (S.) et Hohl (S.) (2001)

"Reconciling Ratings", *Risk Magazine*, juin

Breiman (L.), Friedman (J.H.), Olshon (R.A.) et Stone (C.J.) (1984)

"Classification and regression trees", Edition Wadsworth International Group, Californie

Foulcher (S.), Gouriéroux (C.), Tiomo (A.) (2004a)

« Modélisation des corrélations de risque de crédit via une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire », Banque de France, *Cahier d'études et travaux de recherches de l'Observatoire des entreprises*

Foulcher (S.), Gouriéroux (C.), Tiomo (A.) (2004b)

« La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises », Banque de France, *Cahier d'études et travaux de recherches de l'Observatoire des entreprises*

Gnanadesikan (R.) et alii (1989)

"Discriminant analysis and clustering", *Statistical Science*, vol. 4, n° 1, p.34-69

Gouriéroux (C.) (1989)

« Économétrie des variables qualitatives », *Économica*

Hand (D.J.) (1981)

"Discrimination and classification", *Wiley series in probability and mathematical statistics*

McLachlan (G.J.) (1992)

"Discriminant analysis and statistical pattern recognition", New York, Wiley

Nahmias (L.) (2005)

« L'impact économique de la défaillance d'entreprises », *Bulletin de la Banque de France*, n° 138, juin

Tiomo (A.) (2002)

« Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulation », Banque de France, *Cahier d'études et travaux de recherches de l'Observatoire des entreprises*

Annexe

La base de données FIBEN de la Banque de France

Pour remplir sa fonction de refinancement des créances privées, la Banque de France a constitué un fichier de renseignements qui lui permet de vérifier l'éligibilité de ces créances, le fichier bancaire des entreprises (FIBEN).

Ce fichier, exclusivement ouvert à la profession bancaire et aux organismes publics à vocation économique, constitue aujourd'hui une banque de données très riche sur les entreprises. Il contient des informations à caractère descriptif (cotations, événements judiciaires, événements marquants ...) sur 3 millions d'entreprises et 2,5 millions de dirigeants qui appartiennent à l'une au moins des catégories suivantes :

- les entreprises individuelles ou personnes morales non financières résidentes ou non résidentes, bénéficiaires de crédits supérieurs au seuil de 76 000 euros, par guichet déclarant ¹,
- les entreprises ayant fait l'objet d'enregistrements d'incidents de paiement-effets,
- les personnes physiques ou morales soumises à une décision judiciaire,
- les sociétés dont le capital est supérieur à 76 000 euros pour les SA, 30 500 euros pour les SARL,
- les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 750 000 euros,
- toutes les personnes morales ou physiques détenant une fraction du capital ou exerçant une fonction de dirigeant dans les sociétés recensées,
- toutes les sociétés dont l'un des représentants légaux est déjà enregistré dans la base.

Les données comptables sont également collectées pour les entreprises dont le chiffre d'affaires atteint au moins 750 000 euros. 220 000 bilans annuels et 3 500 bilans consolidés sont ainsi enregistrés dans la base de données FIBEN. Au total, les informations qui y figurent sont de nature très diverses : descriptives, comptables et financières, judiciaires ou relatives aux incidents de paiement-effets et aux crédits déclarés par les établissements de crédit.

Toutes ces informations sont mises à jour en temps réel et donnent lieu à plus de 60 000 interrogations quotidiennes de la part de la profession bancaire.

¹ Ce seuil va être abaissé à 25 000 euros début 2006.

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France	S1
2	Indicateurs d'activité industrielle — Enquête mensuelle de conjoncture — France (données CVS)	S2
3	Indices des prix à la consommation	S3
4	Compétitivité de l'économie française	S4
5	Balance des paiements — Principales composantes (données trimestrielles) — France	S5
6	Balance des paiements — Transactions courantes et capital (données trimestrielles) — France	S6
7	Balance des paiements — Mouvements de capitaux (données trimestrielles) — France	S7
8	Balance des paiements — Ventilation géographique (données trimestrielles) — France	S8
9	Balance des paiements (données mensuelles) — France	S9
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S10

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers — France et zone euro	S11
12	Bilan de la Banque de France	S12
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France — France	S13
14	Dépôts — France	S14
15	Dépôts à terme — France	S15
16	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France	S16
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement — France et zone euro	S17
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente — France	S18
19	Financements et placements des agents non financiers — Zone euro	S19
20	Financements et placements des agents non financiers — France	S20
21	Financements et placements des sociétés non financières — France	S21
22	Financements et placements des ménages — France	S22
23	Financements et placements des administrations publiques — France	S23
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments — France	S24
25	Endettement intérieur total (EIT) — France	S25
26	Rémunération des dépôts — France et zone euro	S26
27	Coût du crédit — France et zone euro	S27
28	Coût du crédit — France	S28

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29	Taux d'intérêt	S29
30	Liquidité bancaire et refinancement — Zone euro	S30
31	Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires	S31
32/33	Titres de créances négociables — France	S32/S33
34	Titres d'OPCVM — France	S34
35	Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)	S35
36	Émissions d'actions cotées et d'obligations par les résidents français	S36

Autres statistiques

37	État des défaillances d'entreprises par secteurs — France	S37
38	Systèmes de paiement de masse — France	S38
39/40	Systèmes de paiement de montant élevé — Union européenne (à 15)	S39/S40
41	Systèmes de paiement de montant élevé — France	S41

Notice méthodologique

S43

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

S51

Séries chronologiques

S52

Les données publiées sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 20 décembre.

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

(données cvs)

	2005						
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	11	5	-7	9	24	-11	25
Biens intermédiaires	8	8	-11	6	23	-13	18
Biens d'équipement	17	1	9	15	22	-3	18
Industrie automobile	15	5	-33	6	44	-37	56
Biens de consommation	26	1	-2	9	21	-10	23
Industries agricoles et alimentaires	20	1	0	9	17	-12	25
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	7	5	-17	0	16	17	9
Biens intermédiaires	3	3	-17	0	17	14	11
Biens d'équipement	8	13	-14	2	17	16	21
Industrie automobile	11	-14	-41	-12	16	17	-24
Biens de consommation	12	6	-16	2	19	24	18
Industries agricoles et alimentaires	10	8	-5	3	11	14	4
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	18	3	-2	12	25	-11	19
Étrangères	12	10	-3	8	19	-5	20
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	5	6	6	7	8	7	9
Biens intermédiaires	-4	-3	-5	0	5	1	9
Biens d'équipement	22	25	28	31	34	33	38
Biens de consommation	14	12	9	9	10	12	13
Industries agricoles et alimentaires	0	-2	4	0	-4	-7	-3
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	6	7	6	5	4	5	4
Biens intermédiaires	7	10	12	7	2	5	2
Biens d'équipement	1	5	3	4	5	9	5
Industrie automobile	17	16	9	12	14	6	5
Biens de consommation	3	2	0	1	3	2	2
Industries agricoles et alimentaires	6	5	5	5	6	6	5
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	83,8	83,7	82,4	82,9	83,5	83,3	83,8
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-4	-3	-3	-1	1	-4	0
Au cours des prochains mois	-8	-9	-9	-7	-6	-5	-6
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	102	101	96	99	101	102	106

(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.

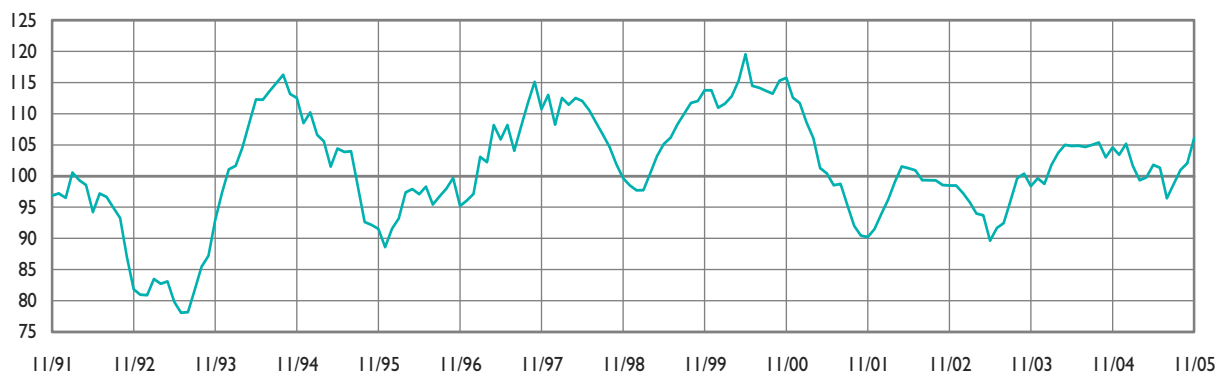
Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

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

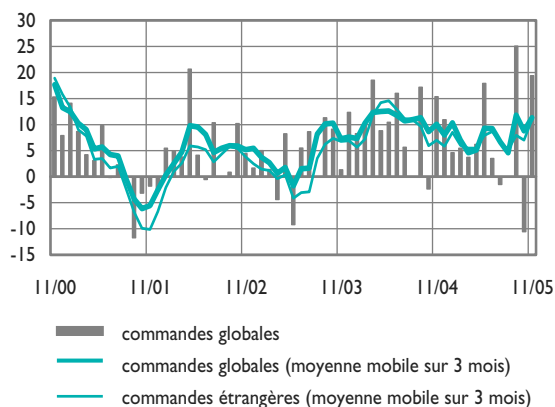
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



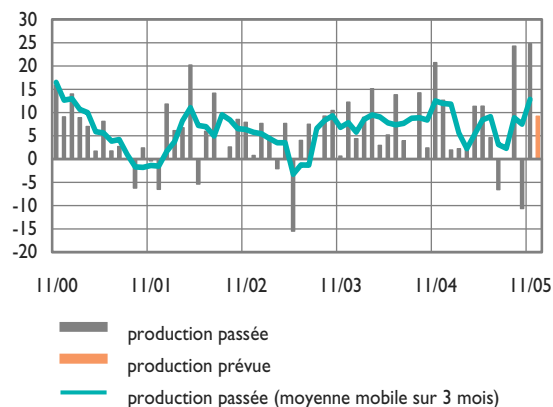
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



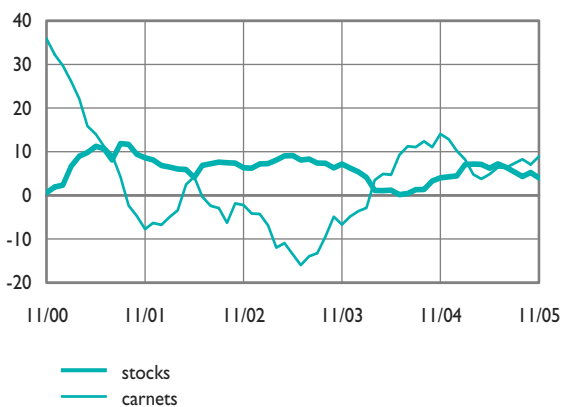
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en pourcentage)

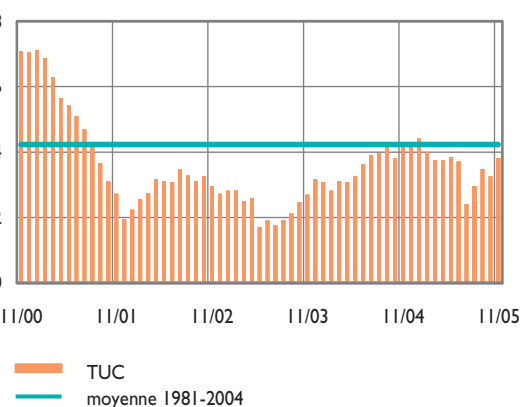
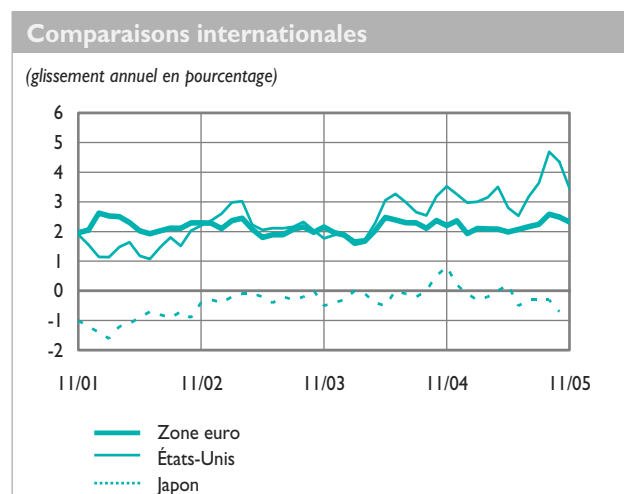
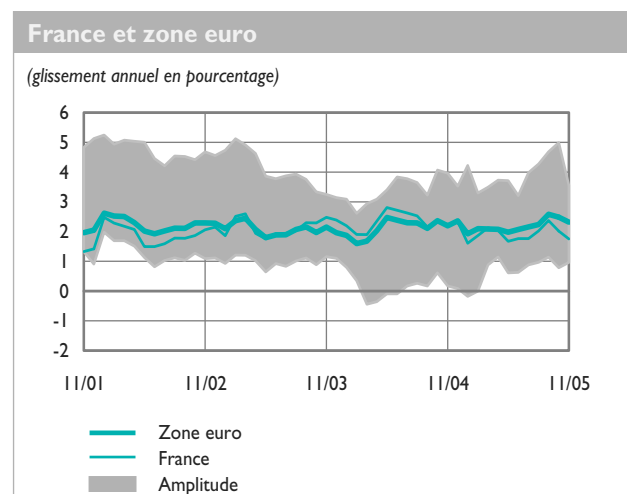


Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)									
	2005								
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
France	2,1	2,0	1,7	1,8	1,8	2,0	2,4	2,0	1,8
Allemagne	1,7	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9	2,6	2,4	2,3
Italie	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,6	2,4
Zone euro	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3
Royaume-Uni	1,9	1,9	1,9	2,0	2,3	2,4	2,5	2,3	2,1
Union européenne	2,1	2,1	2,0	2,0	2,1	2,2	2,5	2,4	2,2
États-Unis	3,1	3,5	2,8	2,5	3,2	3,6	4,7	4,3	3,5
Japon	-0,2	0,0	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	ND

(moyenne annuelle)									
(variation mensuelle CVS)									
	2002	2003	2004	2005					
				juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
France	1,9	2,2	2,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,0	-0,1
Allemagne	1,3	1,0	1,8	0,2	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,1
Italie	2,6	2,8	2,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,5	0,0
Zone euro	2,3	2,1	2,1	0,1	0,3	0,3	0,5	0,2	-0,2
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
Union européenne	2,1	1,9	2,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND
États-Unis	1,6	2,3	2,7	0,0	0,5	0,5	1,2	0,2	-0,6
Japon	-0,9	-0,3	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,2	-0,1	ND



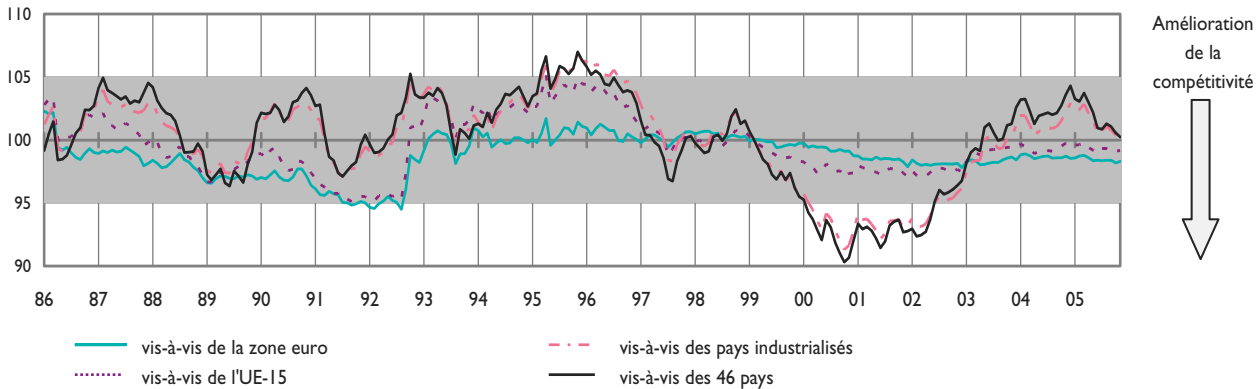
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

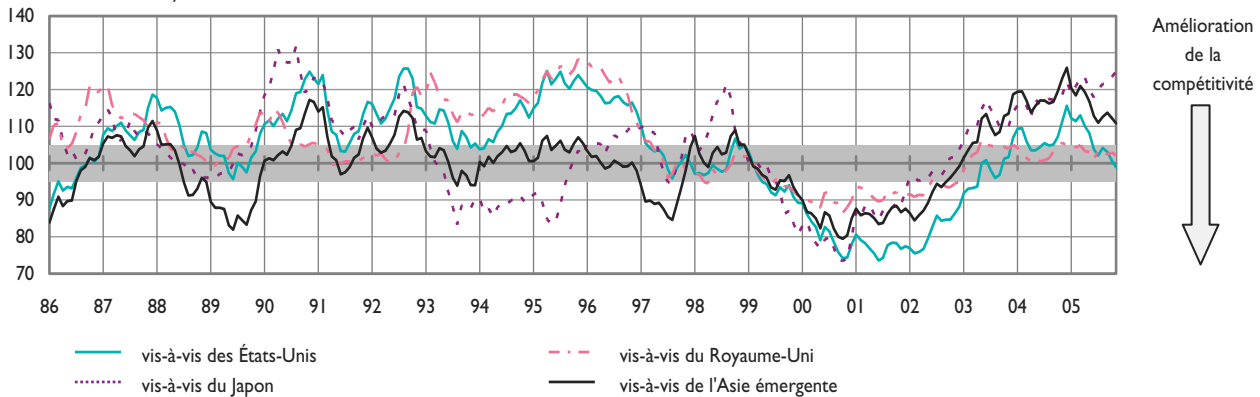
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



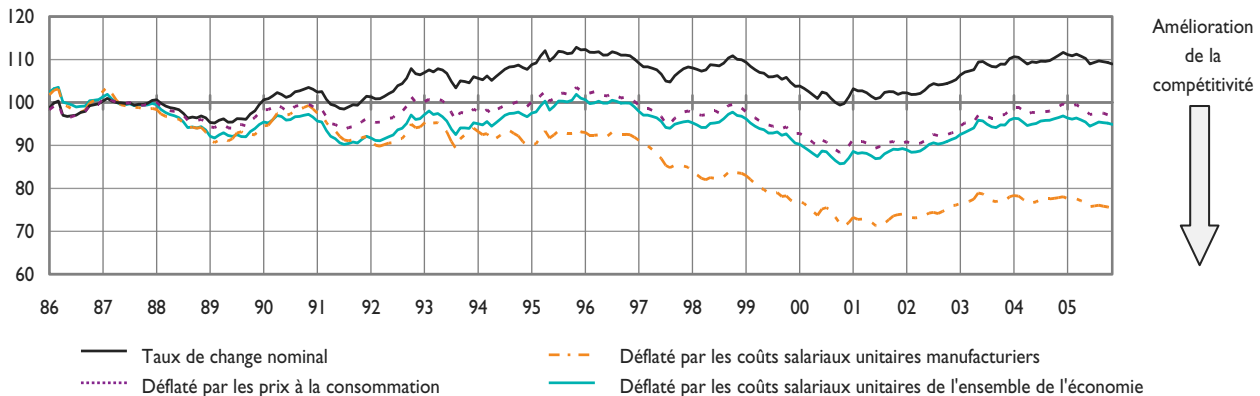
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période.

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

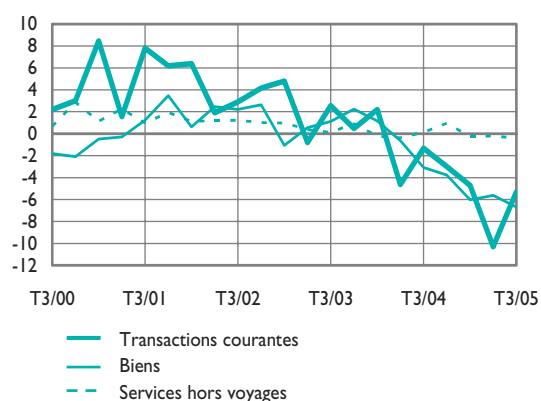
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2003	2004	2004		2005		
			T3 (b)	T4 (b)	T1 (b)	T2 (b)	T3 (c)
	(a)	(b)					
Compte de transactions courantes	7 019	-6 753	-1 330	-2 985	-4 709	-10 285	-5 299
Biens	2 865	-6 315	-3 074	-3 767	-6 034	-5 623	-6 695
Services hors voyages	2 366	456	123	936	-243	-211	-397
Voyages	11 636	9 813	2 934	2 717	989	2 698	2 614
Revenus	7 080	6 858	4 406	1 764	3 785	-1 631	5 492
Transferts courants	-16 928	-17 565	-5 719	-4 635	-3 206	-5 518	-6 313
Compte de capital	-7 666	1 741	644	403	135	386	260
Compte financier	9 710	323	-2 635	-911	-1 589	5 340	9 089
Investissements directs	-9 435	-18 913	-7 712	-2 824	-7 411	3 385	-6 639
Français à l'étranger	-47 090	-38 498	-6 909	-8 330	-18 166	-5 838	-16 004
Étrangers en France	37 655	19 585	-803	5 506	10 755	9 223	9 365
Investissements de portefeuille	5 770	-46 322	637	-16 049	-12 599	-808	13 871
Avoirs	-170 628	-179 964	-21 122	-48 899	-52 424	-45 088	-28 362
Engagements	176 398	133 642	21 759	32 850	39 825	44 280	42 233
Produits financiers dérivés	-6 058	5 100	2 924	-207	-4 109	9 589	57
Autres investissements	21 604	63 967	3 039	19 384	21 365	-7 882	-7
Avoirs de réserve	-2 171	-3 509	-1 523	-1 215	1 165	1 056	1 807
Erreurs et omissions nettes	-9 063	4 689	3 321	3 493	6 163	4 559	-4 050

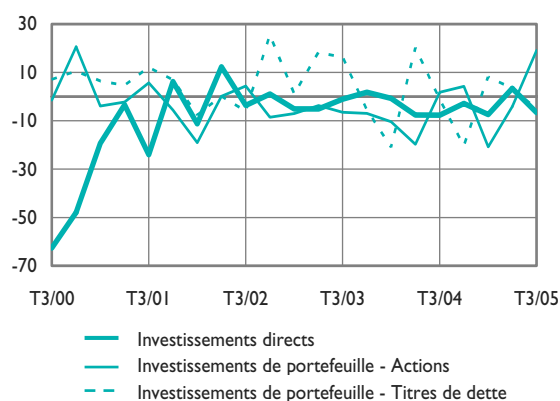
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

(c) chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	2003	2004	2004		2005		
			T3 (b)	T4 (b)	T1 (b)	T2 (b)	T3 (c)
Compte de transactions courantes	7 019	-6 753	-1 330	-2 985	-4 709	-10 285	-5 299
Biens	2 865	-6 315	-3 074	-3 767	-6 034	-5 623	-6 695
Exportations	319 995	338 689	80 054	89 099	86 034	90 326	84 134
Importations	317 130	345 004	83 128	92 866	92 068	95 949	90 829
Marchandises générales	3 463	-5 761	-2 750	-3 407	-5 749	-5 231	ND
Avitaillement	-765	-470	-112	-166	-134	-227	ND
Travail à façon et réparations	167	-84	-212	-194	-151	-165	ND
Services hors voyages	2 366	456	123	936	-243	-211	-397
Exportations	54 992	55 985	14 286	14 975	13 739	14 471	13 663
Importations	52 626	55 529	14 163	14 039	13 982	14 682	14 060
Transports	237	-504	-112	-131	-178	-221	ND
Services de communication	449	925	240	250	258	249	ND
Services de construction	1 285	1 196	276	338	439	312	ND
Services d'assurances	-248	-544	-127	-158	-347	-213	ND
Services financiers	-751	-846	-140	-156	-102	-168	ND
Services d'informatique et d'information	14	34	8	-21	-19	-28	ND
Redevances et droits de licence	1 443	1 539	488	755	536	371	ND
Autres services aux entreprises	608	-881	-320	221	-767	-353	ND
Services personnels, culturels et récréatifs	-416	-253	-110	-95	-38	-152	ND
Services des administrations publiques	-255	-210	-80	-67	-25	-8	ND
Voyages	11 636	9 813	2 934	2 717	989	2 698	2 614
Recettes	32 349	32 834	10 010	7 662	6 343	9 306	10 459
Dépenses	20 713	23 021	7 076	4 945	5 354	6 608	7 845
Revenus	7 080	6 858	4 406	1 764	3 785	-1 631	5 492
Rémunérations des salariés	8 240	8 409	2 121	2 111	2 115	2 123	2 140
Revenus des investissements	-1 160	-1 551	2 285	-347	1 670	-3 754	3 352
Directs	10 110	12 573	2 592	4 519	2 267	2 620	ND
De portefeuille	-10 871	-11 658	386	-4 142	509	-4 910	ND
Autres	-399	-2 466	-693	-724	-1 106	-1 464	ND
Transferts courants	-16 928	-17 565	-5 719	-4 635	-3 206	-5 518	-6 313
Transferts courants du secteur des APU	-11 099	-10 947	-4 119	-2 955	-1 185	-3 839	ND
Transferts courants des autres secteurs	-5 829	-6 618	-1 600	-1 680	-2 021	-1 679	ND
dont envoi de fonds des travailleurs	-2 113	-2 135	-609	-506	-476	-510	ND
Compte de capital	-7 666	1 741	644	403	135	386	260

(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

(c) chiffres provisoires

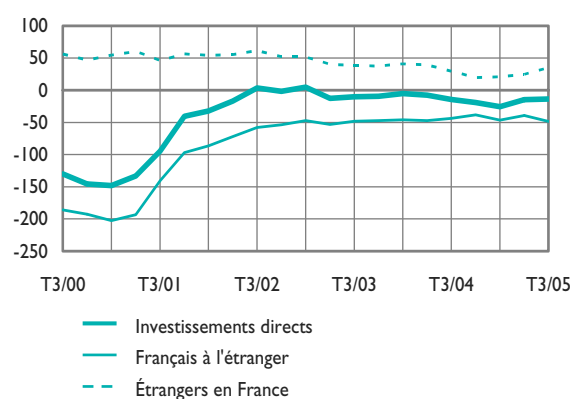
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2003	2004	2004		2005		
			T3 (b)	T4 (b)	T1 (b)	T2 (b)	T3 (c)
	(a)	(b)					
Compte financier	9 710	323	-2 635	-911	-1 589	5 340	9 089
Investissements directs	-9 435	-18 913	-7 712	-2 824	-7 411	3 385	-6 639
Français à l'étranger	-47 090	-38 498	-6 909	-8 330	-18 166	-5 838	-16 004
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-13 517	-26 664	-3 805	-7 393	-8 643	2 140	-9 163
Étrangers en France	37 655	19 585	-803	5 506	10 755	9 223	9 365
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	13 143	5 551	-4 013	1 925	5 817	2 438	2 562
Investissements de portefeuille	5 770	-46 322	637	-16 049	-12 599	-808	13 871
Avoirs	-170 628	-179 964	-21 122	-48 899	-52 424	-45 088	-28 362
Actions	-42 340	-49 120	-94	-12 151	-26 525	-821	30
Obligations	-101 254	-119 388	-22 066	-24 775	-34 971	-42 145	-20 265
Instruments du marché monétaire	-27 034	-11 456	1 038	-11 973	9 072	-2 122	-8 127
Engagements	176 398	133 642	21 759	32 850	39 825	44 280	42 233
Actions	18 121	25 016	1 900	16 375	5 754	-3 345	19 037
Obligations	144 158	94 450	11 587	31 634	23 110	35 227	13 517
Instruments du marché monétaire	14 119	14 176	8 272	-15 159	10 961	12 398	9 679
Produits financiers dérivés	-6 058	5 100	2 924	-207	-4 109	9 589	57
Autres investissements	21 604	63 967	3 039	19 384	21 365	-7 882	-7
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	31 109	40 659	-4 319	15 067	8 940	-8 415	3 116
Avoirs de réserve	-2 171	-3 509	-1 523	-1 215	1 165	1 056	1 807
Erreurs et omissions nettes	-9 063	4 689	3 321	3 493	6 163	4 559	-4 050

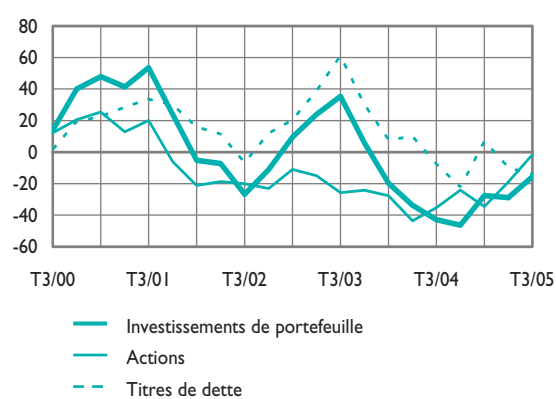
Investissements directs - soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille - soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

(c) chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	2ème trimestre 2005					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
Compte de transactions courantes	-15 043	-1 179	985	2 770	355	1 223
Recettes	69 804	20 122	4 282	13 204	2 347	6 564
Dépenses	84 847	21 301	3 297	10 434	1 992	5 341
Biens	-11 996	2 232	687	2 080	-232	441
Recettes	45 647	9 789	3 395	6 521	1 311	2 578
Dépenses	57 643	7 557	2 708	4 441	1 543	2 137
Services	-1 254	1 465	67	1 186	256	749
Recettes	7 016	3 976	556	3 632	522	1 929
Dépenses	8 270	2 511	489	2 446	266	1 180
Revenus	-226	-2 646	248	-541	328	275
Recettes	16 189	4 536	313	2 795	498	1 786
Dépenses	16 415	7 182	65	3 336	170	1 511
Transferts courants	-1 567	-2 229	-17	45	3	-242
Compte financier	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Investissements directs	4 505	831	-510	213	93	-1 577
Français à l'étranger	-5 746	3 719	-475	-1 006	117	-1 538
Étrangers en France	10 251	-2 888	-35	1 219	-24	-39
Investissements de portefeuille (c)	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Avoirs	-28 145	-9 336	-41	1 243	-1 051	-2 081
Actions	-4 874	3 791	76	1 478	2 298	-2 645
Obligations	-26 176	-4 594	-44	-3 512	-5 281	24
Instruments du marché monétaire	2 904	-8 533	-73	3 277	1 931	540
Autres investissements	-1 836	-3 266	582	7 884	-8 917	5 294
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	3 484	-4 800	200	2 971	-8 584	6 209

(a) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes.

(b) Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie.

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements.

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005			Cumul 12 mois	
					2004	2005
	oct. (a)	août (b)	sept. (b)	oct. (b)	oct. (a)	oct. (b)
Compte de transactions courantes	-3 217	-2 014	-527	-6 584	-3 828	-26 645
Biens	-663	-3 707	-1 306	-2 167	-1 817	-23 623
Services hors voyages	256	197	-278	229	545	58
Voyages	1 151	336	905	1 025	9 918	8 892
Revenus	-2 185	3 058	2 489	-3 708	6 430	7 887
Transferts courants	-1 776	-1 898	-2 337	-1 963	-18 904	-19 859
Compte de capital	33	53	144	-210	1 594	941
Compte financier	-7 994	-29 773	34 526	-5 759	-12 795	14 164
Investissements directs	-3 821	-4 382	-1 823	-5 648	-19 399	-15 316
Français à l'étranger	-6 549	-7 420	-5 300	-6 175	-45 029	-47 964
Capital social	-3 532	-6 980	-567	2 486	-26 364	-12 439
Bénéfices réinvestis	-322	-404	-404	-404	-3 516	-4 684
Autres opérations	-2 695	-36	-4 329	-8 257	-15 149	-30 841
Étrangers en France	2 728	3 038	3 477	527	25 630	32 648
Capital social	56	327	704	1 589	9 621	12 631
Bénéfices réinvestis	89	153	153	153	570	1 708
Autres opérations	2 583	2 558	2 620	-1 215	15 439	18 309
Investissements de portefeuille	-15 461	2 640	19 276	5 479	-59 172	5 355
Avoirs	-33 998	-7 261	950	-10 270	-196 103	-151 045
Actions	-13 415	11 293	198	5 429	-59 403	-20 623
Obligations	-18 614	-4 832	-5 255	-12 573	-130 077	-116 115
Instruments du marché monétaire	-1 969	-13 722	6 007	-3 126	-6 623	-14 307
Engagements	18 537	9 901	18 326	15 749	136 931	156 400
Actions	6 304	3 622	4 528	-1 038	16 566	30 479
Obligations	10 653	3 694	9 421	10 590	89 094	103 425
Instruments du marché monétaire	1 580	2 585	4 377	6 197	31 271	22 496
Produits financiers dérivés	-869	-131	-56	1 218	1 970	7 417
Autres investissements	13 334	-27 178	16 059	-7 914	66 630	11 612
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	12 892	-18 661	17 278	-8 756	51 097	-2 940
Avoirs de réserve	-1 177	-722	1 070	1 106	-2 824	5 096
Erreurs et omissions nettes	11 178	31 734	-34 143	12 553	15 029	11 540

(a) chiffres semi-définitifs

(b) chiffres provisoires

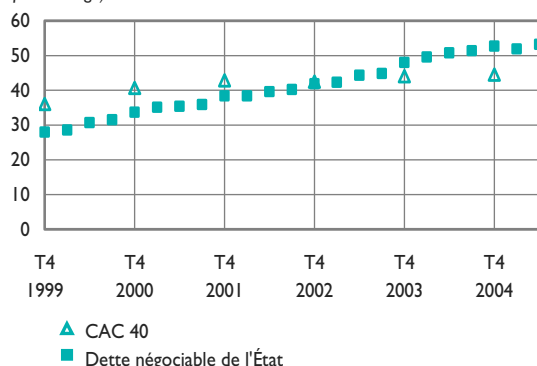
Figure 10
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T2
Créances	2 011,3	2 327,6	2 347,0	2 518,1	2 831,2	3 157,7
Investissements directs français à l'étranger	478,3	577,4	559,1	570,2	599,7	642,5
<i>Capitaux propres</i>	353,1	409,6	390,2	376,7	396,7	417,2
<i>Autres opérations</i>	125,2	167,8	168,9	193,5	203,0	225,3
Investissements de portefeuille	713,3	826,6	888,6	1 084,4	1 290,9	1 429,4
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	274,4	301,8	390,5	480,3	575,2	627,2
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	438,9	524,8	498,1	604,1	715,7	802,2
Produits financiers dérivés	102,1	124,6	103,1	100,8	102,0	127,2
Autres investissements	649,2	732,3	737,4	706,7	781,8	897,8
<i>IFM</i>	461,8	514,2	516,4	492,0	577,3	691,4
<i>Non IFM</i>	187,4	218,1	221,0	214,7	204,6	206,4
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8	60,7
Engagements	-2 120,7	-2 356,9	-2 315,0	-2 582,9	-2 904,4	-3 244,9
Investissements directs étrangers en France	-279,2	-335,1	-367,3	-411,9	-430,4	-453,6
<i>Capitaux propres</i>	-195,3	-212,2	-232,3	-261,6	-267,1	-275,4
<i>Autres opérations</i>	-83,9	-122,9	-135,1	-150,3	-163,2	-178,2
Investissements de portefeuille	-1 020,1	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 466,9	-1 615,9
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-182,9	-251,1	-242,9	-287,6	-320,1	-359,7
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-837,3	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 146,8	-1 256,2
Produits financiers dérivés	-105,6	-118,9	-107,1	-109,9	-109,9	-136,8
Autres investissements	-715,8	-784,8	-786,1	-773,2	-897,2	-1 038,6
<i>IFM</i>	-569,9	-622,1	-632,1	-624,2	-741,0	-864,9
<i>Non IFM</i>	-145,9	-162,7	-154,0	-149,1	-156,1	-173,7
Position nette	-109,4	-29,3	32,1	-64,7	-73,2	-87,1

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

(en pourcentage)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)

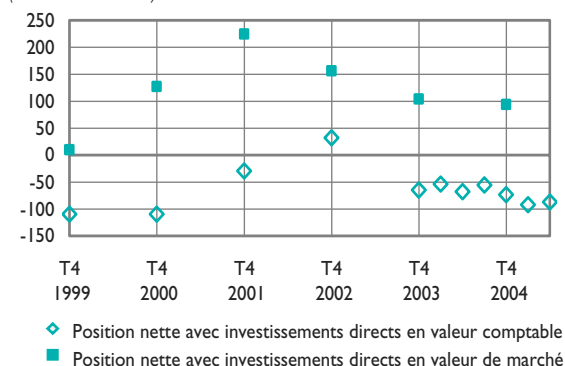


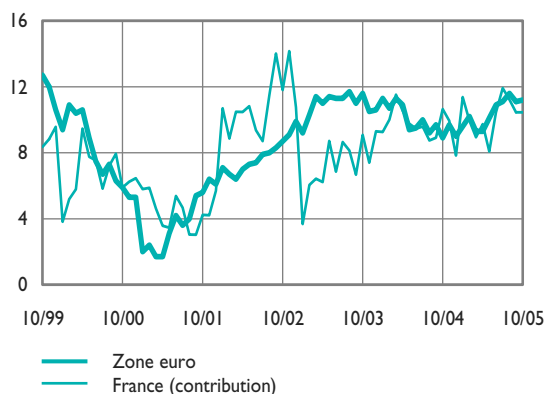
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

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

	2002	2003	2004	2004	2005						
	déc.	déc.	déc.	oct.	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
M1											
Zone euro	9,9	10,6	9,0	8,9	9,3	10,1	10,9	11,1	11,6	11,1	11,2
France (contribution)	10,8	9,3	7,8	10,6	9,7	8,1	10,4	11,9	11,2	10,5	10,4
M2											
Zone euro	6,7	7,6	6,7	6,3	7,4	7,6	8,0	8,3	8,6	8,8	8,6
France (contribution)	8,6	7,4	7,1	8,4	8,7	7,5	8,9	9,8	9,3	8,5	8,0
M3											
Zone euro	7,0	7,1	6,6	5,8	6,8	7,3	7,6	7,9	8,2	8,4	8,0
France (contribution)	6,9	4,8	8,2	8,4	8,8	10,5	9,9	10,6	9,9	10,2	9,4
Crédits au secteur privé											
Zone euro	4,8	5,5	7,2	6,8	7,4	7,5	8,0	8,3	8,4	8,6	8,8
France	4,3	5,3	9,0	8,4	7,9	8,6	8,9	9,6	9,2	9,4	8,3

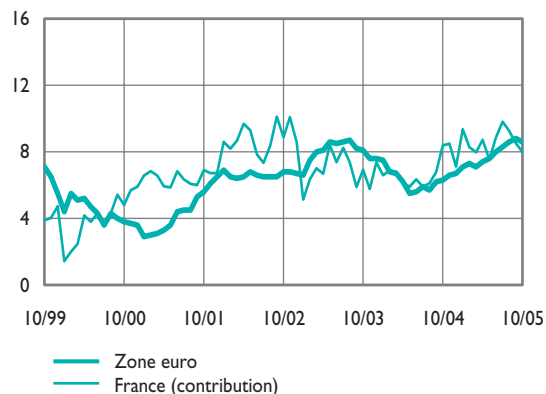
M1

(taux de croissance annuel en pourcentage)



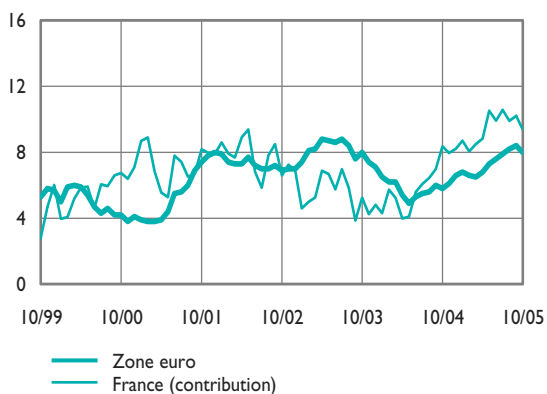
M2

(taux de croissance annuel en pourcentage)



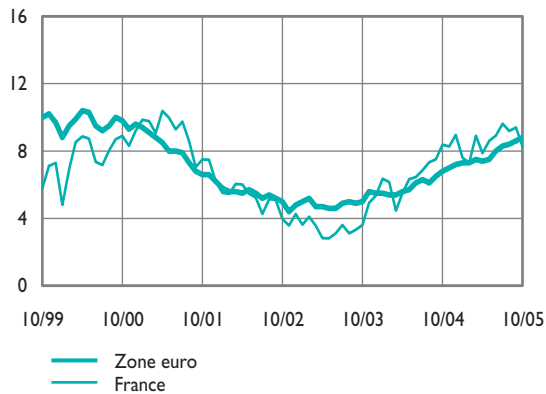
M3

(taux de croissance annuel en pourcentage)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en pourcentage)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 15 décembre 2005

Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Actif								
Territoire national	19,7	16,4	23,3	20,1	36,9	34,8	29,8	35,7
Crédits	17,0	11,5	17,7	14,6	30,3	27,7	22,3	27,7
IFM	16,1	11,1	17,3	14,1	30,0	27,4	21,9	27,4
Administration centrale	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	2,7	4,9	5,5	5,6	6,5	7,1	7,5	8,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	4,9	5,5	5,6	6,5	7,1	7,5	8,0
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	33,8	32,5	23,9	23,9	20,4	20,4	19,9	19,1
Reste du monde	21,0	18,3	22,9	23,9	23,7	24,6	23,9	19,1
Avoirs en or	31,8	32,1	30,9	32,4	32,9	32,8	36,5	35,7
Non ventilés par zones géographiques (a)	48,2	59,6	73,9	68,9	82,2	82,6	83,9	88,5
Total	154,6	158,9	174,9	169,2	196,2	195,2	194,0	198,0
Passif								
Dépôts - Territoire national	36,2	28,8	29,3	28,5	37,9	36,0	30,1	33,6
IFM	34,6	27,8	28,7	27,9	37,1	35,2	29,3	32,6
Administration centrale	0,8	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,4	0,3	0,8	0,8	0,8	0,7
Dépôts - Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts - reste du monde	1,8	3,8	7,3	5,6	6,8	8,1	7,5	7,4
Non ventilés par zone géographique	116,6	126,3	138,2	135,1	151,4	151,1	156,4	157,0
Billets et pièces en circulation (b)	74,2	85,0	97,8	92,1	104,2	102,9	104,0	104,9
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	38,4	35,5	32,9	36,1	39,0	39,0	41,9	41,9
Autres	4,0	5,8	7,4	6,9	8,3	9,2	10,5	10,3
Total	154,6	158,9	174,9	169,2	196,2	195,2	194,0	198,0

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

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

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

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Actif								
Territoire national	2 875,2	2 999,4	3 200,9	3 151,5	3 338,0	3 311,7	3 324,6	3 357,8
Crédits	2 209,0	2 265,7	2 416,4	2 364,5	2 520,1	2 489,6	2 517,2	2 548,5
IFM	951,7	947,8	1 013,1	981,0	1 053,3	1 028,2	1 038,4	1 069,9
APU	126,8	142,0	139,5	136,5	130,8	133,9	140,4	135,3
Secteur privé	1 130,5	1 175,9	1 263,8	1 246,9	1 335,9	1 327,5	1 338,4	1 343,4
Titres autres que des actions	416,4	431,2	460,8	455,2	476,2	472,8	460,4	460,7
IFM ≤ 2 ans	116,2	129,8	162,6	154,7	159,5	157,5	152,1	153,2
IFM > 2 ans	52,1	49,8	53,3	50,1	56,4	54,3	56,3	56,4
APU	152,4	157,5	155,8	154,1	165,5	166,2	160,9	156,5
Secteur privé	95,7	94,2	89,2	96,3	94,8	94,7	91,1	94,7
Titres d'OPCVM monétaires	58,4	63,7	67,8	72,8	69,4	75,3	75,9	78,6
Actions et autres participations	191,4	238,8	255,9	259,0	272,3	274,0	271,2	269,9
Autres États de la zone euro	408,6	465,9	553,9	549,8	634,4	638,0	618,8	661,1
Reste du monde	513,3	502,8	608,3	610,1	730,7	741,3	736,7	773,9
Non ventilés par zones géographiques	364,6	379,1	417,0	444,0	515,5	523,1	546,9	554,4
Total	4 161,7	4 347,1	4 780,2	4 755,4	5 218,6	5 214,1	5 227,0	5 347,3
Passif								
Dépôts - Territoire national	1 920,9	2 047,7	2 180,2	2 108,0	2 256,5	2 228,9	2 228,9	2 261,2
IFM	927,0	933,2	1 006,6	967,2	1 052,2	1 046,4	1 035,7	1 068,3
Administration centrale	11,7	39,0	43,9	30,0	28,4	16,9	32,8	22,8
Autres secteurs	982,2	1 075,5	1 129,6	1 110,8	1 176,0	1 165,6	1 160,4	1 170,1
Dépôts à vue	290,9	344,1	357,1	348,3	382,0	368,2	371,1	376,9
Dépôts à terme ≤ 2 ans	60,4	49,6	45,5	49,3	51,4	53,0	51,9	53,8
Dépôts à terme > 2 ans	283,3	299,3	306,4	297,1	303,4	304,3	305,2	303,2
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	319,9	351,8	377,5	368,6	388,3	390,3	388,5	388,2
Pensions	27,7	30,7	43,2	47,6	50,9	49,9	43,7	48,1
Dépôts - Autres États de la zone euro	195,4	201,8	238,6	242,9	254,7	258,1	246,1	274,7
IFM	170,8	173,6	201,5	200,8	212,6	214,4	205,8	230,2
Autres secteurs	24,5	28,2	37,1	42,0	42,0	43,7	40,2	44,6
Dépôts - reste du monde	437,3	429,9	511,7	511,7	640,0	617,8	638,8	661,8
Non ventilés par zones géographiques	1 608,1	1 667,8	1 849,6	1 892,8	2 067,5	2 109,3	2 113,3	2 149,5
Titres de créance émis ≤ 2 ans	206,5	218,3	259,4	252,3	282,4	281,9	278,1	282,8
Titres de créance émis > 2 ans	354,9	375,2	404,8	401,9	431,8	434,4	440,3	453,5
Titres d'OPCVM monétaires	303,8	327,8	354,1	366,3	386,8	396,9	393,6	397,2
Capital et réserves	284,1	294,9	310,2	311,0	311,8	312,4	308,8	309,4
Autres	458,8	451,6	521,1	561,3	654,7	683,6	692,4	706,6
Total	4 161,7	4 347,1	4 780,2	4 755,4	5 218,6	5 214,1	5 227,0	5 347,3

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

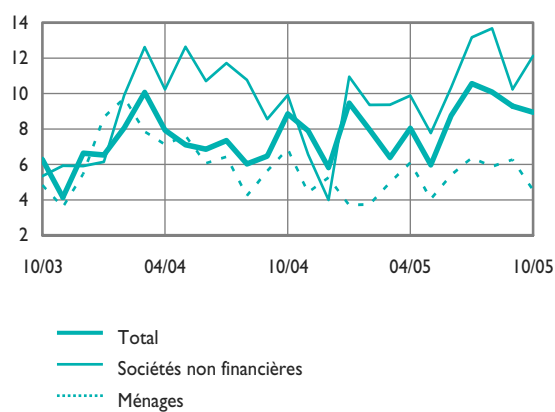
Figure 14
Dépôts – France

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	359,6	361,7	384,9	363,4	401,2	391,4	392,9	394,6
Ménages et assimilés	187,1	202,4	212,9	211,0	225,2	219,4	219,5	220,6
Sociétés non financières	116,5	120,0	124,2	114,4	133,6	129,8	129,6	129,0
Administrations publiques (hors adm. centrales)	56,0	39,2	47,8	38,0	42,3	42,2	43,8	45,0
Autres agents	14,4	19,2	17,5	20,8	21,6	17,7	20,3	24,6
Total - Encours	374,0	380,9	402,4	384,1	422,7	409,1	413,2	419,2
Total – Taux de croissance	1,5	6,6	5,8	8,9	10,6	10,1	9,3	8,9
Comptes sur livret								
Livrets A	109,8	112,2	113,5	110,7	113,3	112,7	111,8	111,1
Livrets bleus	14,9	15,5	16,3	15,9	16,7	16,7	16,7	16,6
Comptes épargne logement	33,2	36,0	38,5	37,6	39,3	39,5	39,1	38,9
Codevi	41,1	43,2	45,7	44,6	46,9	46,9	46,5	46,5
Livrets d'épargne populaire	49,5	53,8	56,7	55,3	56,0	56,2	56,1	56,1
Livrets jeunes	5,4	5,7	6,1	6,0	6,1	6,3	6,3	6,3
Livrets soumis à l'impôt	65,9	85,3	100,7	98,4	110,0	112,1	112,0	112,6
Total - Encours	319,9	351,8	377,5	368,6	388,3	390,3	388,5	388,2
Total – Taux de croissance	8,7	10,0	7,3	7,1	6,7	6,3	5,8	5,3

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

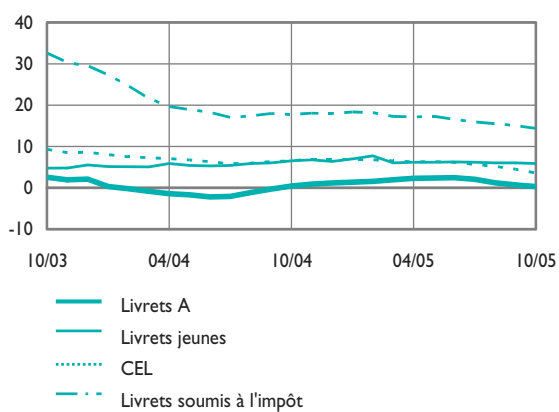


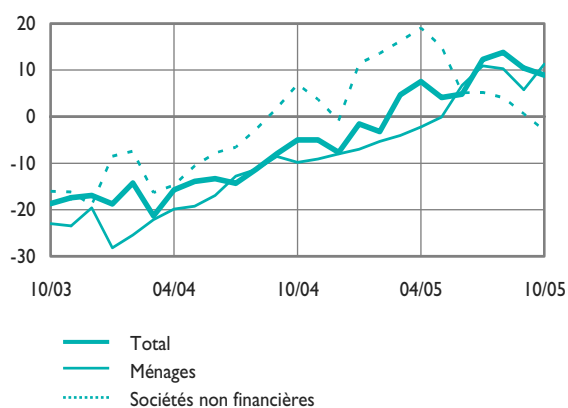
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	55,1	44,1	41,7	46,0	46,3	46,8	46,3	47,5
Ménages et assimilés	25,5	20,4	18,6	19,2	21,6	21,7	20,9	21,5
Sociétés non financières	29,2	23,3	22,8	26,5	24,5	25,0	25,3	25,8
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,2
Autres agents	6,5	5,5	3,8	3,3	5,1	6,2	5,6	6,3
Total - Encours	60,4	49,6	45,5	49,3	51,4	53,0	51,9	53,8
Total - Taux de croissance	-4,2	-16,9	-7,7	-5,0	12,3	13,8	10,4	8,9
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	276,5	289,0	295,8	286,7	293,0	292,7	292,6	291,7
Ménages et assimilés	273,9	279,1	282,6	275,5	280,4	280,2	279,9	278,9
PEL	205,0	216,7	224,2	216,8	223,0	223,3	223,2	222,9
PEP	48,1	46,0	42,5	42,1	39,8	39,6	39,3	39,0
Autres	20,8	16,4	15,9	16,6	17,6	17,3	17,4	17,1
Sociétés non financières	2,4	9,9	13,1	11,1	12,6	12,5	12,6	12,7
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres agents	6,9	10,3	10,6	10,4	10,4	11,6	12,7	11,5
Total - Encours	283,3	299,3	306,4	297,1	303,4	304,3	305,2	303,2
Total - Taux de croissance	2,1	4,9	2,3	1,6	1,9	2,2	2,7	2,0

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en pourcentage)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en pourcentage)

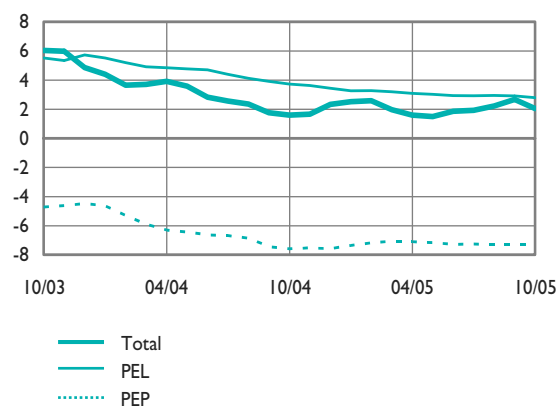


Figure 16
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France

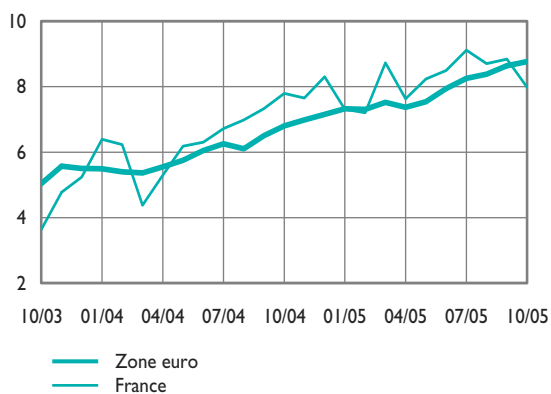
(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 130,8	1 176,2	1 264,0	1 247,2	1 322,3	1 336,2	1 327,7	1 338,6	1 343,6
Administrations publiques	127,4	142,2	139,7	136,7	135,2	130,9	134,0	140,5	135,4
Total - Encours	1 258,2	1 318,4	1 403,7	1 383,9	1 457,5	1 467,1	1 461,7	1 479,1	1 478,9
Secteur privé	4,0	5,2	8,3	7,8	8,5	9,1	8,7	8,8	8,0
Administrations publiques	7,0	12,5	-0,5	7,0	-6,9	-8,6	-8,7	-1,1	-1,0
Total - Taux de croissance	4,3	6,0	7,4	7,7	6,9	7,3	6,8	7,8	7,1
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	201,0	207,1	216,3	212,9	221,0	222,5	222,8	223,8	225,1
Trésorerie	162,4	136,6	144,4	144,2	148,0	152,1	147,3	146,6	152,4
Autres objets	165,6	171,2	180,9	177,9	184,5	185,6	184,4	186,1	187,5
Total - Encours	529,0	514,8	541,5	535,0	553,5	560,2	554,5	556,5	564,9
Total - Taux de croissance	2,8	-1,1	6,0	4,4	5,8	6,2	5,0	5,3	6,0
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	350,7	385,5	438,1	430,5	467,8	475,5	480,2	485,9	488,7
Trésorerie	108,2	113,7	118,7	116,4	122,2	122,3	121,8	122,3	123,6
Autres objets	82,8	81,3	82,8	82,8	83,6	84,1	84,1	83,5	84,2
Total - Encours	541,8	580,5	639,5	629,7	673,6	681,9	686,1	691,7	696,4
Total - Taux de croissance	7,1	7,8	9,6	9,3	10,3	10,4	10,5	10,7	10,9

Figure 17
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro

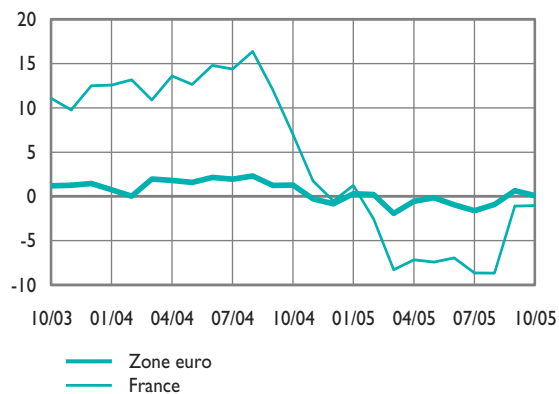
Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en pourcentage)



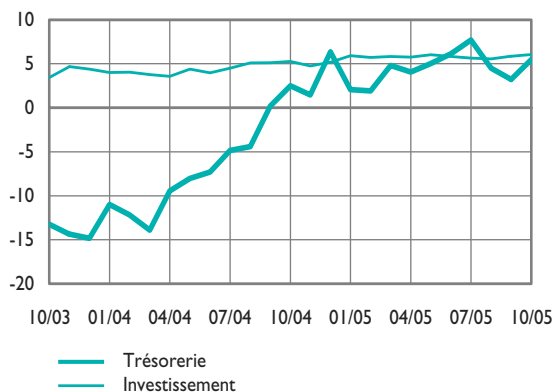
Crédits au secteur public

(taux de croissance annuel en pourcentage)



Crédits aux sociétés non financières - France

(taux de croissance annuel en pourcentage)



Crédits aux ménages - France

(taux de croissance annuel en pourcentage)

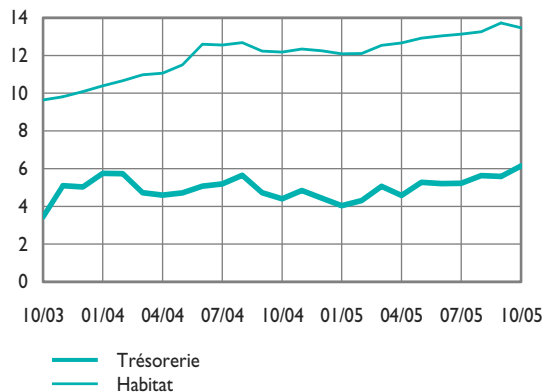


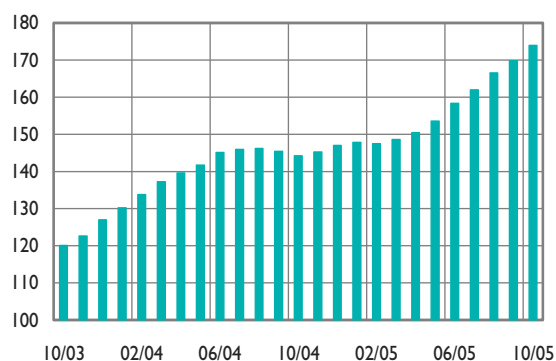
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

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

	2004			2005		
	août	sept.	oct.	août	sept.	oct.
Ensemble des contrats nouveaux	357,0	353,8	352,5	426,3	433,6	445,7
Crédits aux ménages	146,2	145,4	144,2	166,5	169,8	173,9
Consommation (hors découvert)	46,7	46,6	46,6	49,1	49,1	49,1
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	28,4	29,4	30,3	39,9	40,6	41,6
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	71,2	69,5	67,4	77,5	80,2	83,3
Crédits aux sociétés non financières	210,7	208,4	208,3	259,8	263,8	271,7
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	163,0	159,9	160,4	201,2	203,9	209,5
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	47,8	48,5	47,9	58,5	59,8	62,3

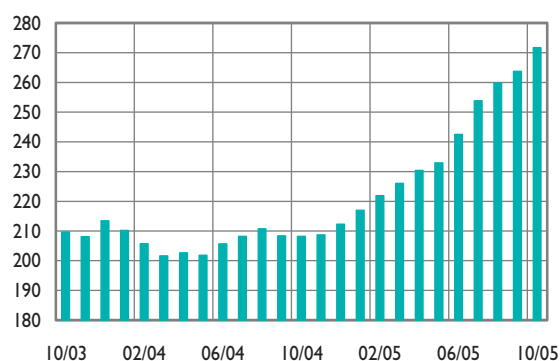
Ménages

(en milliards d'euros)



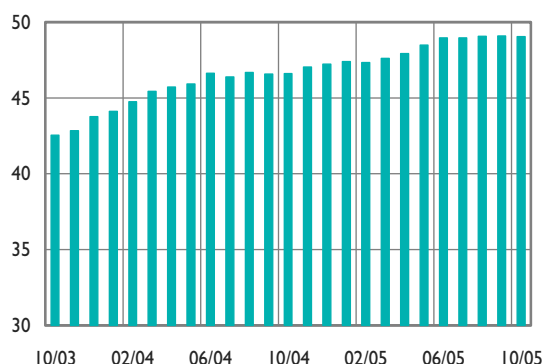
Sociétés

(en milliards d'euros)



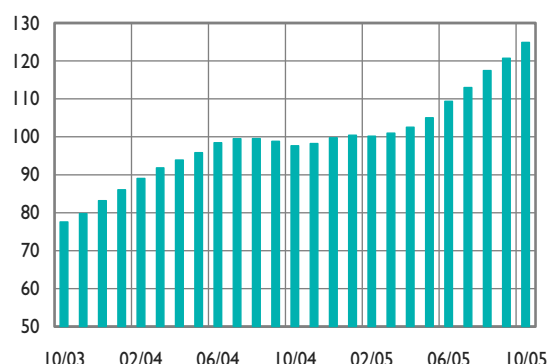
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.

Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an

Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

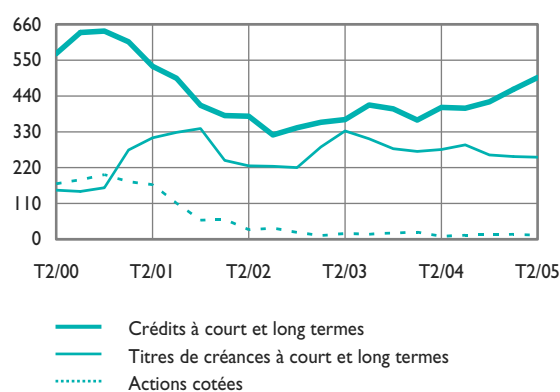
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements							
Endettement	690,3	711,9	712,8	738,6	783,0	305,6	15 089,4
Crédits à court terme	-6,1	4,7	28,3	35,4	52,6	47,9	1 628,1
Crédits à long terme	411,1	397,6	393,6	424,6	444,6	139,4	7 586,4
Titres de créances à court terme	71,8	76,2	52,1	22,7	12,3	27,0	855,0
Titres de créances à long terme	203,5	213,6	207,0	231,6	239,5	88,6	4 805,3
Dépôts reçus par les administrations centrales	9,9	19,7	31,8	24,3	34,1	2,6	214,7
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	9,0	12,0	14,0	15,6	12,4	-1,4	3 240,5
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,7	13,8	13,4	13,1	13,4	3,4	306,0
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	60,9	60,8	61,3	57,6	58,5	22,3	430,8
Dépôts à vue	160,2	158,0	144,2	159,7	188,3	110,6	2 448,7
Dépôts remboursables avec préavis	92,2	90,6	93,2	86,5	76,8	11,0	1 471,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-26,4	-17,1	24,9	23,3	28,4	-9,6	1 553,4
Dépôts des administrations centrales	25,7	19,7	6,1	3,1	-12,3	24,1	211,5
Dépôts auprès des non IFM	8,7	20,5	32,1	25,0	35,6	2,8	231,3
Titres de créances à court terme	25,4	16,8	10,0	1,3	-10,9	5,3	167,9
Titres d'OPCVM monétaires	7,2	2,8	-2,7	-9,1	-3,5	5,2	416,2
Pensions sur titres auprès des IFM	-14,9	-7,6	3,0	-2,7	-1,7	-0,9	77,7
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	85,1	88,7	107,8	116,2	115,4	25,0	1 450,5
Placements de type obligataire	23,4	34,2	38,1	67,6	90,2	45,3	1 848,2
Placements de type actions et autres participations	60,0	47,6	25,2	18,2	-35,8	2,5	2 250,2
Assurance-vie et fonds de pension	235,8	238,1	248,8	254,3	258,3	61,6	4 373,7
Titres d'OPCVM non monétaires	47,1	33,6	28,0	35,0	50,9	18,0	1 655,5

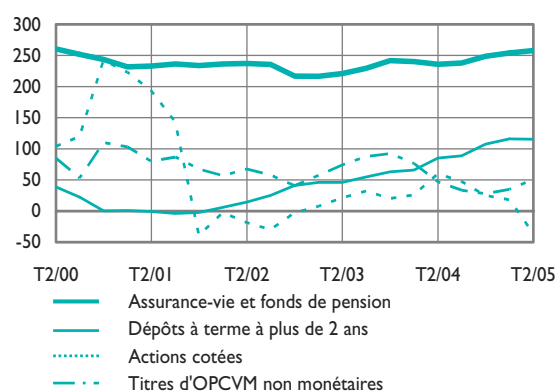
Financements

(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 15 décembre 2005

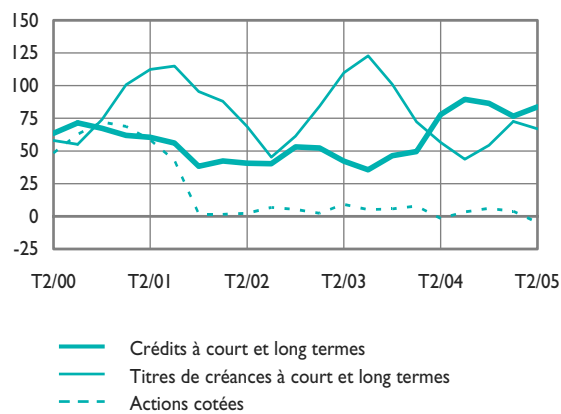
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	145,5	156,8	163,7	175,7	189,0	78,5	3 542,4
Crédits à court terme	11,5	13,8	5,0	-2,3	-4,5	10,9	208,9
Crédits à long terme	66,4	75,7	81,4	78,9	88,3	28,3	1 198,9
Crédits vis-à-vis des non-résidents	10,9	23,5	23,0	26,4	38,1	16,7	299,3
Titres de créances à court terme	3,9	1,9	-6,1	-6,1	-10,1	-3,8	140,4
Titres de créances à long terme	52,8	41,9	60,4	78,7	77,1	26,4	1 113,5
Émissions d'actions et autres parts sociales	69,6	75,0	79,0	74,6	63,0	5,7	3 404,9
Actions cotées	-1,7	3,5	6,2	3,8	-4,7	-6,3	940,5
Autres types de parts sociales	71,3	71,5	72,9	70,8	67,7	11,9	2 464,4
Placements							
Dépôts et titres à court terme	66,3	80,8	91,1	52,0	76,7	29,3	1 267,2
Monnaie fiduciaire	2,7	3,1	3,1	3,6	4,5	2,4	37,8
Dépôts à vue	20,3	21,4	24,0	24,7	30,7	10,9	389,1
Placements à vue	20,2	22,9	25,2	25,4	25,3	2,5	380,9
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-6,1	-1,5	-2,0	2,6	2,5	0,5	44,7
Dépôts des administrations centrales	-0,3	3,6	4,5	-2,1	-6,4	2,5	40,7
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	26,6	22,3	15,4	-1,4	4,5	5,7	109,8
Titres de créances à court terme	-9,2	-2,9	7,2	-2,8	11,6	4,3	45,4
Titres d'OPCVM monétaires	11,3	11,6	11,6	2,3	5,2	1,8	205,0
Pensions sur titres d'IFM	-0,8	-1,2	0,3	0,5	-0,6	-1,5	0,9
Autres titres à court terme	1,8	1,4	1,9	-0,6	-0,7	0,3	12,9
Placements à moyen et long termes	125,5	127,4	136,7	136,2	119,7	16,9	4 638,2
Dépôts à terme à plus de 2 ans	8,0	6,1	6,9	6,8	5,6	-2,5	293,5
Placements de type obligataire	1,2	2,1	3,1	-0,5	1,4	3,6	188,2
Placements de type actions et autres participations	72,5	76,5	84,7	72,3	68,6	18,7	3 022,3
Assurance-vie et fonds de pension	52,0	53,7	58,0	65,3	61,2	8,3	939,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-8,3	-11,0	-16,0	-7,6	-17,1	-11,1	195,1

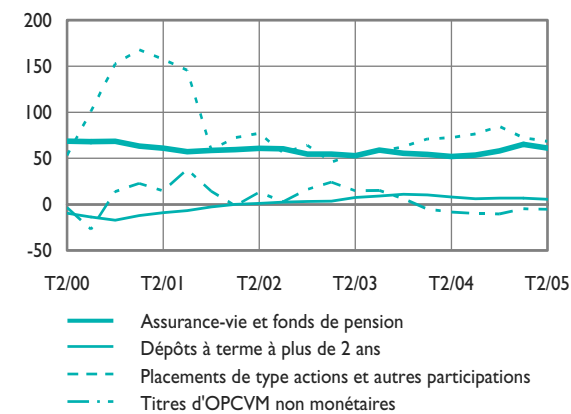
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



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

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

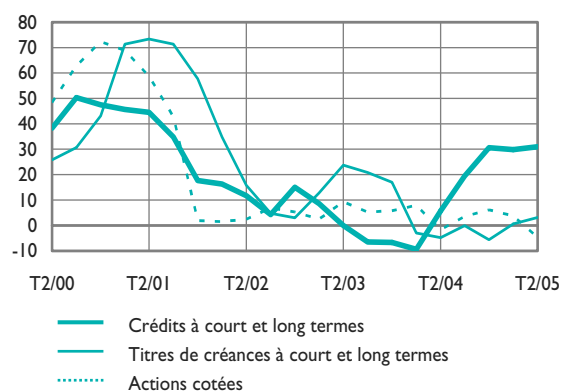
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	11,8	42,8	48,0	56,9	72,3	35,4	1 057,3
Crédits à court terme	-5,0	-0,5	6,0	10,5	6,7	3,7	145,9
Crédits à long terme	10,7	19,9	24,6	19,3	24,3	9,6	439,2
Crédits vis-à-vis des non-résidents	10,9	23,5	23,0	26,4	38,1	16,7	299,3
Titres de créances à court terme	-0,3	1,3	1,3	3,4	2,0	1,1	45,8
Titres de créances à long terme	-4,5	-1,3	-6,9	-2,7	1,1	4,3	264,3
Émissions d'actions et autres parts sociales	69,6	75,0	79,0	74,6	63,0	5,7	3 404,9
Actions cotées	-1,7	3,5	6,2	3,8	-4,7	-6,3	940,5
Autres types de parts sociales	71,3	71,5	72,9	70,8	67,7	11,9	2 464,4
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	12,0	20,2	25,1	25,1	28,4	7,7	348,2
Monnaie fiduciaire	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,7
Dépôts à vue	11,5	9,3	4,8	10,7	12,2	5,5	131,4
Placements à vue	0,3	0,6	0,8	0,8	1,1	0,4	4,8
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-2,0	0,4	-0,2	3,5	1,2	-0,6	24,3
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0	0,1	1,2
Titres de créances à court terme	-9,3	-2,6	5,8	5,2	11,1	5,0	37,3
Titres d'OPCVM monétaires	10,9	12,7	12,0	4,7	3,7	-1,2	138,2
Pensions sur titres d'IFM	-0,8	-1,2	0,3	0,5	-0,6	-1,5	0,9
Autres titres à court terme	0,9	0,5	1,2	-0,3	-0,4	0,2	9,5
Placements à moyen et long termes	53,6	56,3	65,2	56,5	45,4	9,4	2 326,4
Dépôts à terme à plus de 2 ans	2,9	2,0	3,3	2,5	1,4	-1,1	12,5
Placements de type obligataire	6,1	3,7	0,0	0,0	0,5	2,7	69,7
Placements de type actions et autres participations	57,6	60,3	67,1	54,8	47,1	11,8	2 209,5
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-13,0	-9,7	-5,2	-0,9	-3,5	-4,1	34,6

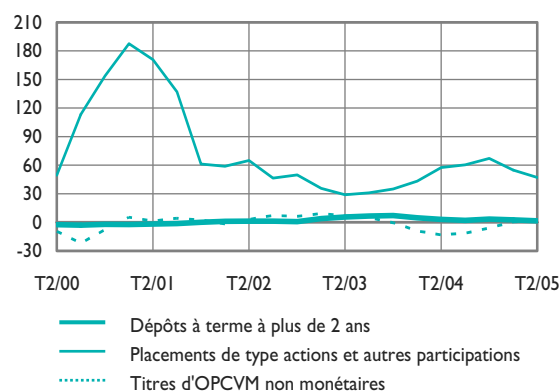
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

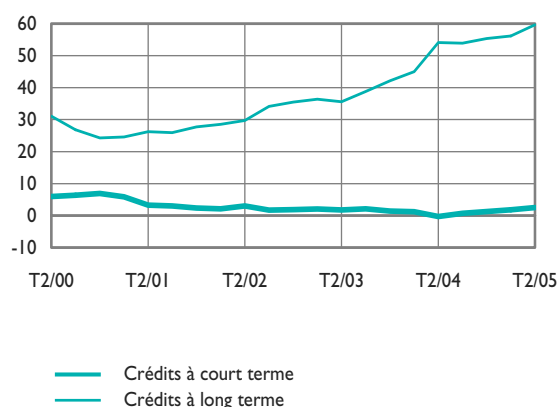
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	53,8	54,6	56,6	58,0	62,2	20,9	685,9
Crédits à court terme	-0,3	0,7	1,3	1,8	2,5	1,6	39,2
Crédits à long terme	54,1	53,9	55,4	56,2	59,7	19,3	646,8
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	55,3	54,3	50,1	24,1	45,3	21,9	812,6
Monnaie fiduciaire	2,6	3,0	3,0	3,5	4,5	2,3	37,1
Dépôts à vue	11,6	11,0	10,6	9,9	11,1	8,3	217,1
Placements à vue	19,8	22,2	24,3	24,5	24,1	2,0	375,7
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-3,9	-1,8	-1,6	-0,8	1,4	1,2	20,3
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	26,1	22,0	15,1	-1,4	4,5	5,7	108,5
Titres de créances à court terme	0,0	-0,8	0,7	-8,9	0,0	0,2	4,7
Titres d'OPCVM monétaires	-1,1	-1,3	-2,0	-2,7	-0,2	2,2	49,0
Autres titres à court terme	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Placements à moyen et long termes	68,4	65,7	72,7	79,2	79,5	11,0	2 034,0
Dépôts à terme à plus de 2 ans	5,1	4,2	3,5	4,3	4,1	-1,5	281,0
Placements de type obligataire	-5,9	-3,5	-1,4	-3,0	-0,1	0,8	84,5
Placements de type actions et autres participations	13,4	14,2	22,1	20,2	29,2	9,6	583,1
Assurance-vie et fonds de pension	52,0	53,7	58,0	65,3	61,2	8,3	939,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	3,7	-2,8	-9,5	-7,5	-15,0	-6,1	146,5

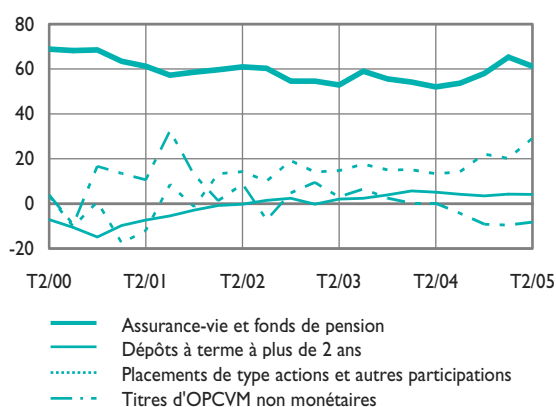
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

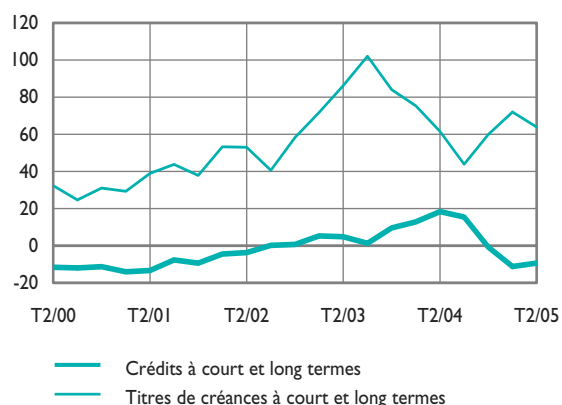
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	79,9	59,3	59,2	60,8	54,5	22,2	1 799,2
Crédits à court terme	16,7	13,6	-2,3	-14,6	-13,7	5,6	23,8
Crédits à long terme	1,7	1,8	1,5	3,4	4,3	-0,7	113,0
Titres de créances à court terme	4,2	0,7	-7,4	-9,5	-12,1	-4,8	94,6
Titres de créances à long terme	57,3	43,2	67,4	81,4	76,0	22,1	849,2
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	-0,9	6,3	15,8	2,8	3,0	-0,3	106,4
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	-2,9	1,1	8,6	4,1	7,4	-2,8	40,6
Placements à vue	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2
Dépôts des administrations centrales	-0,3	3,6	4,5	-2,1	-6,4	2,5	40,7
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créances à court terme	0,2	0,5	0,8	0,8	0,5	-0,9	3,4
Titres d'OPCVM monétaires	1,5	0,3	1,5	0,4	1,8	0,8	17,8
Autres titres à court terme	0,9	0,8	0,6	-0,3	-0,3	0,1	3,3
Placements à moyen et long termes	3,5	5,4	-1,2	0,4	-5,3	-3,5	277,8
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Placements de type obligataire	1,0	2,0	4,6	2,4	1,0	0,1	34,0
Placements de type actions et autres participations	1,5	2,0	-4,4	-2,7	-7,7	-2,7	229,8
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,1	1,5	-1,3	0,8	1,4	-1,0	14,0

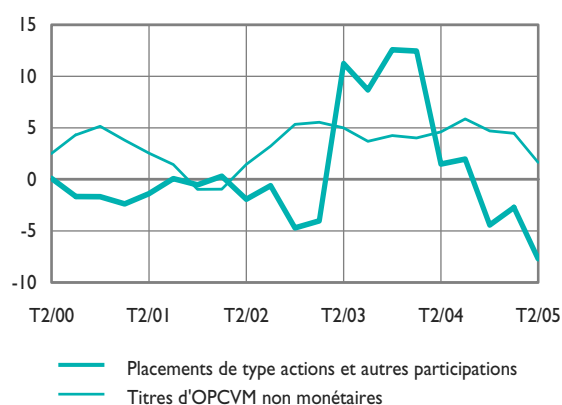
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



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

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

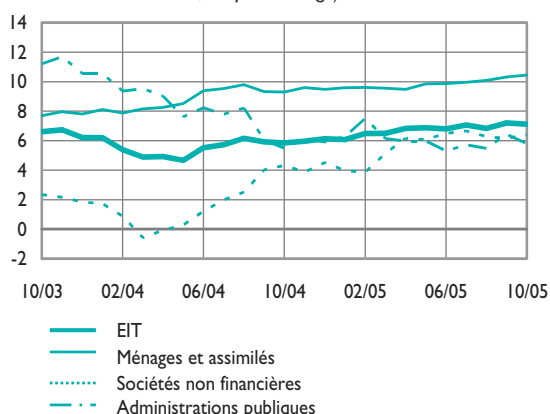
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2002	2003	2004	2005			2005
	déc.	déc.	déc.	août	sept.	oct.	oct.
Endettement Intérieur Total	5,2	6,2	6,1	6,8	7,2	7,1	3 003,1
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,5	10,1	10,3	10,5	708,4
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	5,4	7,5	9,0	38,9
> 1 an	7,2	8,1	9,9	10,4	10,5	10,5	669,5
Sociétés non financières	2,8	1,8	4,5	6,3	6,2	6,4	1 210,8
≤ 1 an	-3,3	-1,3	8,1	11,1	10,8	11,3	456,6
> 1 an	6,5	3,6	2,6	3,6	3,6	3,7	754,2
Administrations publiques	7,1	10,6	5,9	5,5	6,4	5,8	1 084,0
≤ 1 an	39,6	25,9	-7,6	-16,1	-17,1	-13,8	127,2
> 1 an	3,5	8,3	8,2	9,2	10,5	9,1	956,7
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	4,4	3,7	6,7	5,9	7,0	7,4	1 441,5
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,5	10,1	10,3	10,5	708,4
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	5,4	7,5	9,0	38,9
> 1 an	7,2	8,1	9,9	10,4	10,5	10,5	669,5
Sociétés non financières	2,7	-1,2	5,6	4,9	5,1	5,8	596,2
≤ 1 an	-5,0	-3,3	4,3	4,4	4,3	5,0	148,3
> 1 an	5,7	-0,5	6,1	5,1	5,4	6,0	447,9
Administrations publiques (c)	0,5	7,4	-0,6	-8,1	-0,6	-0,6	137,0
≤ 1 an	-13,1	50,4	-9,9	-33,5	-30,0	-19,3	24,0
> 1 an	3,1	0,3	1,3	-0,1	8,7	4,5	113,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	4,8	4,3	9,0	15,2	14,1	13,3	309,7
Financements de marché	6,3	9,7	4,8	6,0	5,9	5,4	1 251,9
Sociétés non financières	1,3	5,7	-1,7	1,1	0,4	1,0	313,5
≤ 1 an	-24,9	-20,2	3,9	3,4	3,2	10,4	48,0
> 1 an	7,5	10,2	-2,4	0,6	-0,1	-0,6	265,5
Administrations publiques	8,5	11,3	7,2	7,8	7,8	7,0	938,4
≤ 1 an	68,2	23,3	-6,8	-12,5	-13,2	-12,5	94,7
> 1 an	3,6	9,7	9,3	10,6	10,7	9,8	843,7

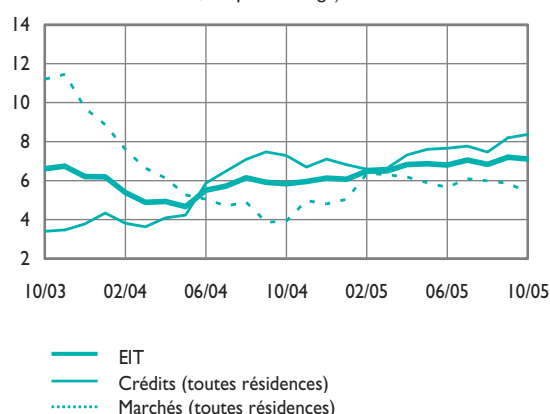
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



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

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

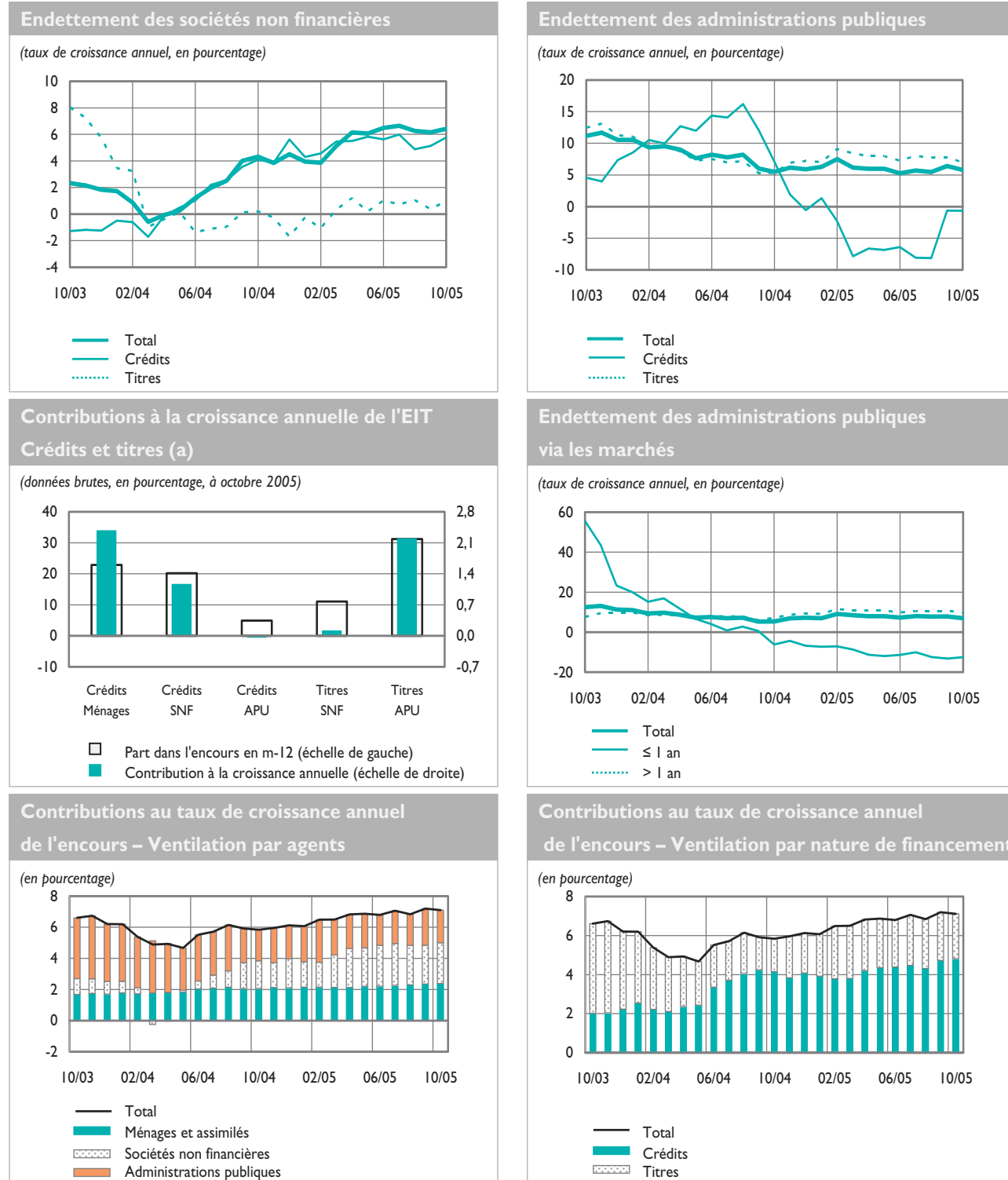
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efiposte).

(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 15 décembre 2005

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

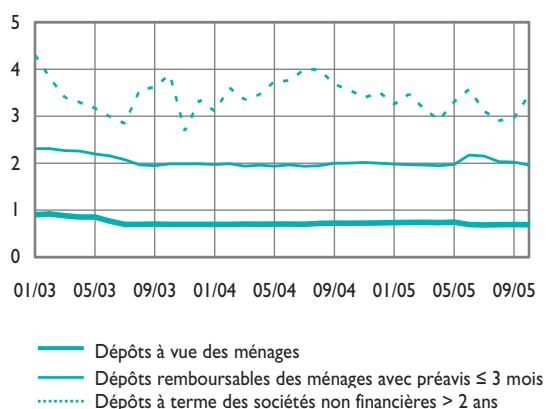
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,70	0,73	0,72	0,69	0,68	0,69	0,69	0,69
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,98	2,00	2,00	2,17	2,15	2,03	2,02	1,96
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,34	3,51	3,56	3,57	3,11	2,90	2,97	3,44
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00
Livrets à taux réglementés	2,56	2,35	2,35	2,35	2,35	2,10	2,10	2,10
Livrets à taux de marché	2,37	2,33	2,35	2,35	2,31	2,24	2,13	2,16
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,63	2,40	2,56	2,68	2,65	2,61	2,56	2,57
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,69	3,69	3,61	3,67	3,69	3,61	3,70

Zone euro

(taux mensuels moyens en pourcentage)



France

(taux mensuels moyens en pourcentage)

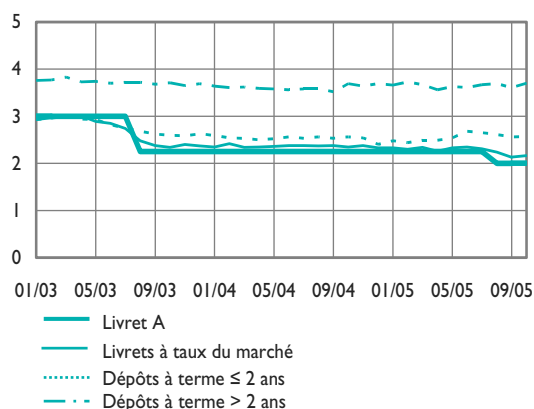


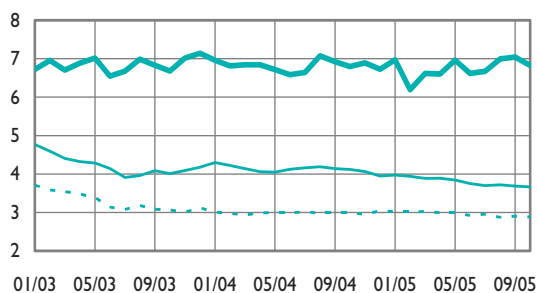
Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2004		2005									
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,89	6,73	6,97	6,20	6,62	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99	7,04	6,82
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,07	3,95	3,97	3,94	3,89	3,89	3,85	3,76	3,70	3,72	3,68	3,67
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,95	3,05	3,02	3,02	3,02	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87	2,90	2,88
France												
Consommation des ménages	6,29	6,28	6,35	6,42	6,11	6,12	6,00	6,07	6,17	6,11	5,80	5,68
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,60	3,53	3,45	3,48	3,44	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34	3,35	3,30
Pfit > 1 an (a)	4,11	3,94	4,00	3,98	3,83	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63	3,59	3,52
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,76	3,09	2,85	2,91	3,07	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07	2,97	3,15
Pfit > 1 an (a)	4,53	4,10	4,42	4,28	4,06	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80	3,68	3,81

Zone euro

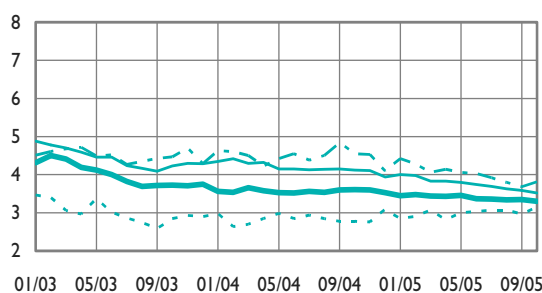
(en points de pourcentage)



— Consommation des ménages Pfit ≤ 1 an
— Habitat Pfit > 1 an et ≤ 5 ans
..... SNF Pfit ≤ 1 an
- - - SNF Pfit > 1 an

France

(en points de pourcentage)



— Habitat Pfit ≤ 1 an
— Habitat Pfit > 1 an
..... SNF Pfit ≤ 1 an
- - - SNF Pfit > 1 an

(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an.

Figure 28
Coût du crédit – France

(en pourcentage)

	2004		2005		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,16	12,25	12,40	12,58	13,08
Prêts personnels > 1 524 €	6,84	6,64	6,65	6,22	6,25
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,92	4,97	4,72	4,52	4,40
Prêts à taux variable	4,39	4,38	4,27	4,15	4,11
Seuils applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2004	2005			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,21	16,33	16,53	16,77	17,44
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	9,12	8,85	8,87	8,29	8,33
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,56	6,63	6,29	6,03	5,87
Prêts à taux variable	5,85	5,84	5,69	5,53	5,48
	2004		2005		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,72	4,51	4,66	4,72	4,72
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,41	5,19	5,31	5,33	5,44
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,45	5,26	5,09	5,43	5,48
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,38	4,43	4,57	4,49	4,26
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,74	3,68	3,59	3,91	3,44
> 1 524 490 €	2,64	2,90	2,69	4,13	2,72
Découvert					
≤ 15 245 €	8,57	9,13	9,21	9,24	8,68
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,13	7,43	7,61	7,43	7,26
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,83	6,38	6,23	6,60	5,47
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,23	4,82	5,16	5,01	4,38
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	3,99	3,15	3,94	3,47
> 1 524 490 €	3,18	3,74	2,85	4,08	3,69
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,56	4,73	4,53	4,26	4,31
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,74	4,80	4,54	4,45	4,79
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,55	4,54	4,41	4,15	4,37
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,97	3,92	3,79	3,74	4,05
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,32	3,10	3,11	3,18	3,19
> 1 524 490 €	3,10	2,88	2,94	3,01	2,98
Crédits à moyen et long terme					
≤ 15 245 €	4,30	4,27	4,14	3,99	3,83
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,20	4,21	4,04	3,89	3,71
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,15	4,15	4,00	3,80	3,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,05	4,06	3,92	3,78	3,61
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,79	3,82	3,72	3,58	3,47
> 1 524 490 €	3,42	3,43	3,36	3,29	3,02

Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

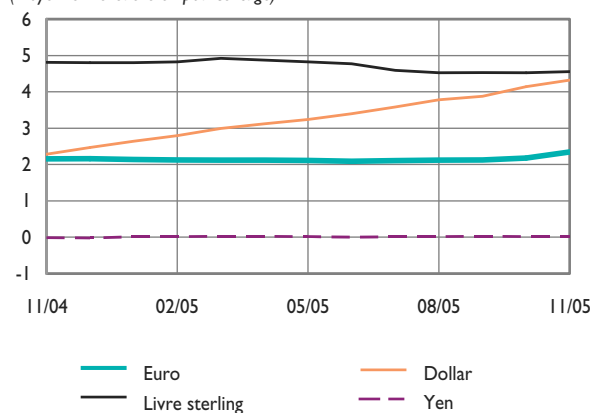
Figure 29
Taux d'intérêt

(en pourcentage)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 14/12/05
	2005										
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											2,25
Au jour le jour	2,05	2,05	2,07	2,06	2,06	2,05	2,06	2,09	2,06	2,07	
À 3 mois	2,13	2,12	2,12	2,11	2,09	2,11	2,12	2,13	2,18	2,35	
À 1an	2,30	2,32	2,24	2,18	2,08	2,14	2,20	2,20	2,40	2,66	
Livre sterling											4,50
Au jour le jour	4,81	4,76	4,84	4,72	4,80	4,75	4,56	4,55	4,43	4,55	
À 3 mois	4,82	4,92	4,87	4,83	4,77	4,60	4,53	4,53	4,53	4,56	
À 1an	4,98	5,12	4,97	4,80	4,64	4,42	4,49	4,47	4,51	4,63	
Dollar											4,25
Au jour le jour	2,50	2,61	2,77	3,00	3,04	3,25	3,45	3,64	3,79	4,00	
À 3 mois	2,80	2,99	3,12	3,24	3,40	3,58	3,78	3,88	4,14	4,32	
À 1an	3,35	3,65	3,69	3,72	3,78	4,02	4,24	4,18	4,55	4,75	
Yen											0,10
Au jour le jour (b)	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
À 3 mois	0,01	0,03	0,02	0,02	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	
À 1an	0,05	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,08	0,09	0,12	0,12	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,60	3,75	3,54	3,38	3,20	3,27	3,30	3,13	3,29	3,50	
Allemagne	3,57	3,72	3,50	3,34	3,19	3,23	3,25	3,09	3,26	3,47	
Zone euro	3,62	3,76	3,57	3,41	3,25	3,32	3,32	3,16	3,32	3,53	
Royaume-Uni	4,62	4,81	4,63	4,42	4,28	4,29	4,30	4,21	4,34	4,31	
États-Unis	4,20	4,53	4,39	4,18	4,04	4,20	4,31	4,23	4,49	4,59	
Japon	1,40	1,46	1,32	1,26	1,24	1,26	1,43	1,38	1,54	1,52	

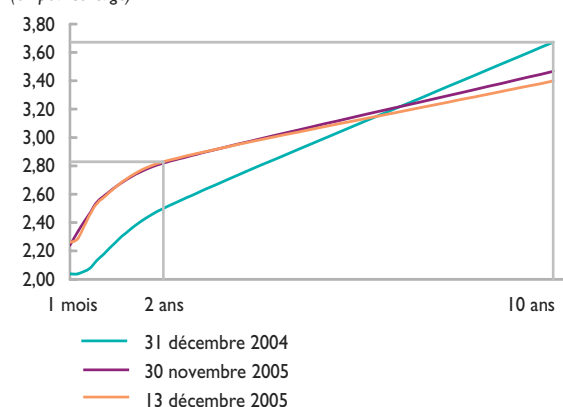
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en pourcentage)



Courbe des rendements des titres d'État - France

(en pourcentage)



(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 15 décembre 2005

Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/10/2005 au 08/11/2005)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	383,5	0,1	383,4
Opération principale de refinancement	293,4		293,4
Opération de refinancement à plus long terme	90,0		90,0
Facilités permanentes	0,1	0,1	0,0
Autres opérations	0,0	0,0	0,0
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	353,0	586,0	-233,0
Billets en circulation		535,6	-535,6
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		50,4	-50,4
Réserves nettes de change (y compris l'or)	315,1		315,1
Autres facteurs (net)	37,9		37,9
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			150,4
dont réserves obligatoires			149,5

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/10/2005 au 08/11/2005)

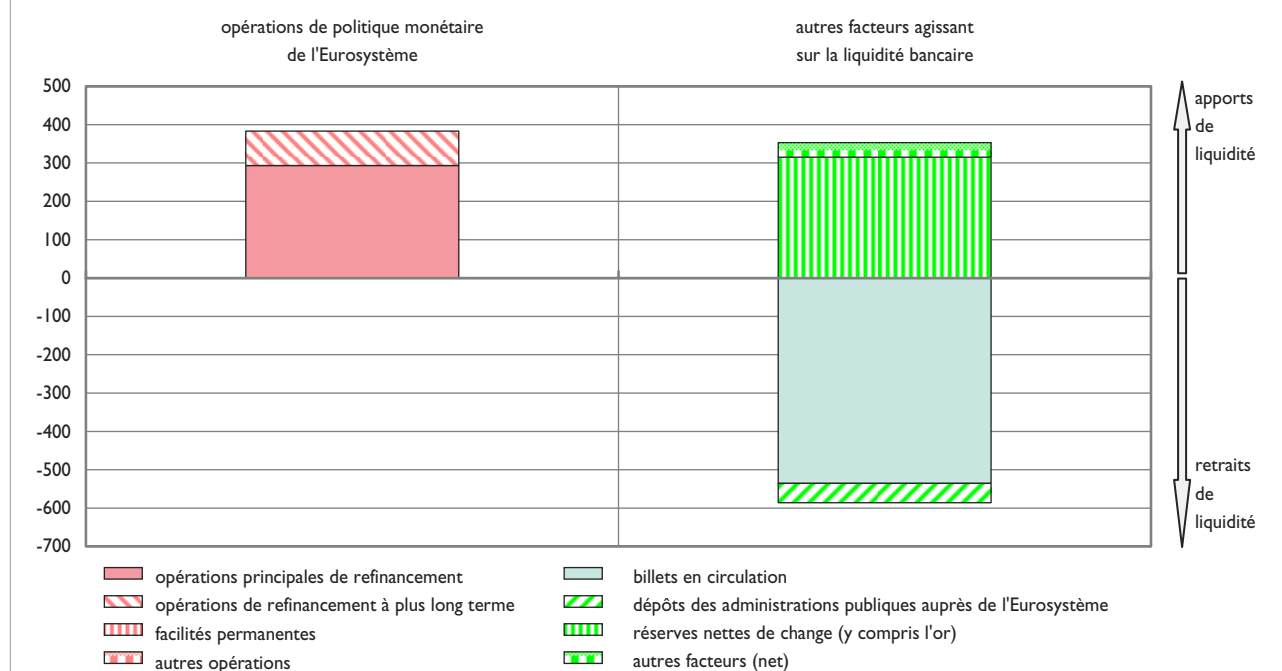


Figure 3 I
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en pourcentage)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
01/12/98	12/03/03	2,50	06/03/03	07/03/03	1,50	3,50
01/12/98	09/06/03	2,00	05/06/03	06/06/03	1,00	3,00
05/06/03	06/12/05	2,25	05/06/03	06/12/05	1,25	3,25

(en pourcentage)

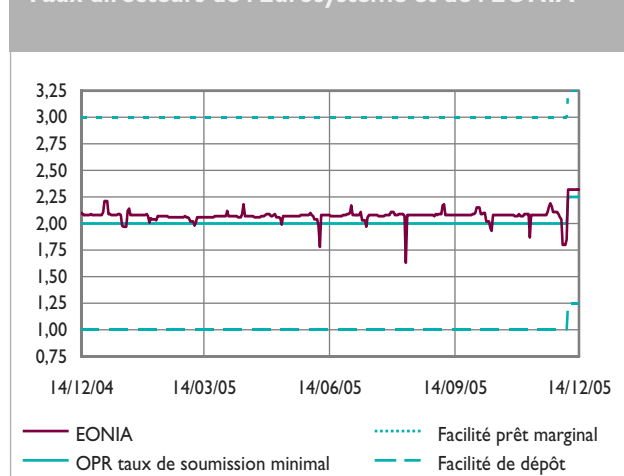
(en pourcentage)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2005	9 novembre	2,05	2,06	2005	30 juin	2,06
	16 novembre	2,05	2,06		28 juillet	2,07
	23 novembre	2,08	2,10		1 septembre	2,08
	30 novembre	2,09	2,11		29 septembre	2,09
	6 décembre	2,29	2,31		28 octobre	2,17
	14 décembre	2,29	2,30		1 décembre	2,40

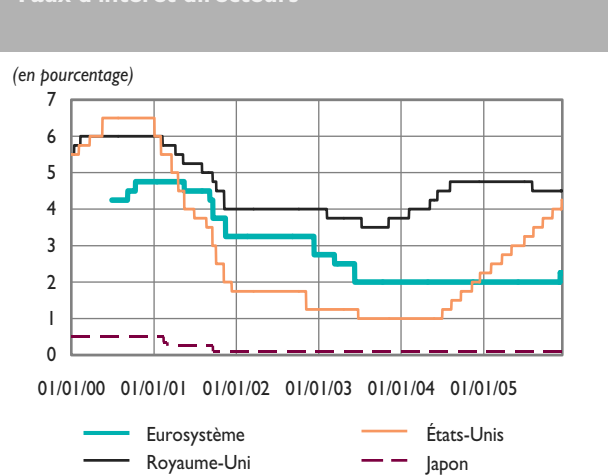
(en milliards d'euros, taux en pourcentage)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2005	7 juin	144,60	26,64	145,46	26,84	0,86	0,20	2,05
	12 juillet	147,19	27,47	147,88	27,54	0,69	0,07	2,05
	9 août	149,16	27,69	149,79	27,79	0,63	0,10	2,05
	6 septembre	149,68	27,82	150,25	27,91	0,57	0,09	2,05
	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

Taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 15 décembre 2005

Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
10/09/05 au 16/09/05	113,55	234,27	226
17/09/05 au 23/09/05	111,20	236,25	225
24/09/05 au 30/09/05	105,46	231,88	228
01/10/05 au 07/10/05	109,36	230,65	226
08/10/05 au 14/10/05	101,08	233,00	227
15/10/05 au 21/10/05	112,21	239,75	226
22/10/05 au 28/10/05	117,83	243,51	225
29/10/05 au 04/11/05	100,95	240,83	225
05/11/05 au 11/11/05	96,52	229,23	225
12/11/05 au 18/11/05	116,30	241,73	227
19/11/05 au 25/11/05	115,99	242,40	229
26/11/05 au 02/12/05	122,70	242,80	229
03/12/05 au 09/12/05	140,90	246,91	230

Billets de trésorerie			
	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
10/09/05 au 16/09/05	15,39	71,41	88
17/09/05 au 23/09/05	19,10	71,33	88
24/09/05 au 30/09/05	14,32	70,72	85
01/10/05 au 07/10/05	11,90	70,57	87
08/10/05 au 14/10/05	12,97	72,08	89
15/10/05 au 21/10/05	17,91	72,34	92
22/10/05 au 28/10/05	15,73	74,51	94
29/10/05 au 04/11/05	10,16	74,59	93
05/11/05 au 11/11/05	10,36	74,46	94
12/11/05 au 18/11/05	18,66	74,53	94
19/11/05 au 25/11/05	16,80	72,72	93
26/11/05 au 02/12/05	16,92	69,67	91
03/12/05 au 09/12/05	10,14	68,77	91

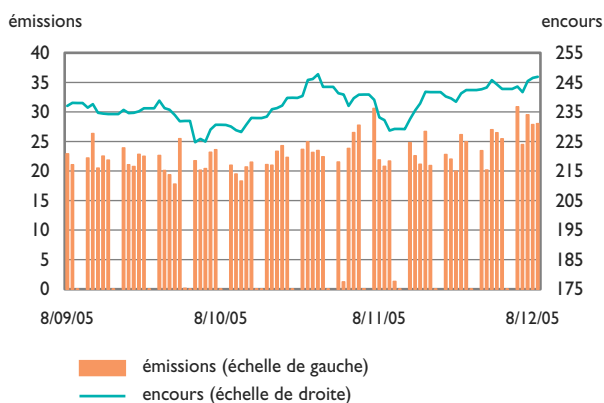
Bons à moyen terme négociables			
	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
10/09/05 au 16/09/05	0,18	52,80	155
17/09/05 au 23/09/05	0,19	52,88	154
24/09/05 au 30/09/05	0,25	52,73	153
01/10/05 au 07/10/05	0,20	52,69	153
08/10/05 au 14/10/05	0,49	53,01	153
15/10/05 au 21/10/05	0,24	53,03	153
22/10/05 au 28/10/05	0,38	53,27	153
29/10/05 au 04/11/05	0,17	53,28	152
05/11/05 au 11/11/05	0,29	53,51	152
12/11/05 au 18/11/05	0,51	53,80	152
19/11/05 au 25/11/05	0,49	53,98	150
26/11/05 au 02/12/05	2,16	55,26	150
03/12/05 au 09/12/05	0,19	55,21	150

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

Source : Banque de France

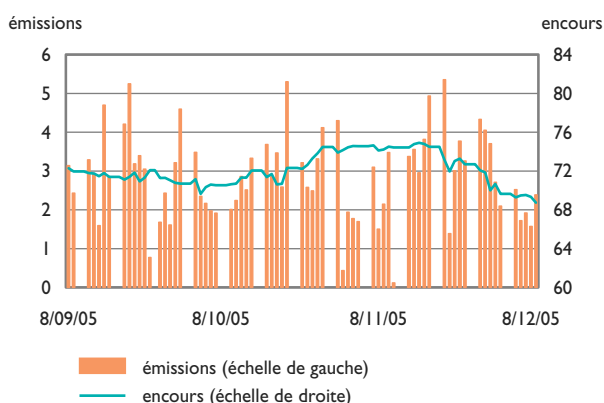
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



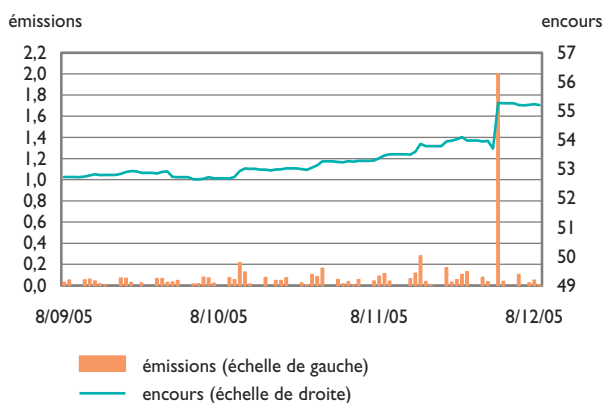
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)

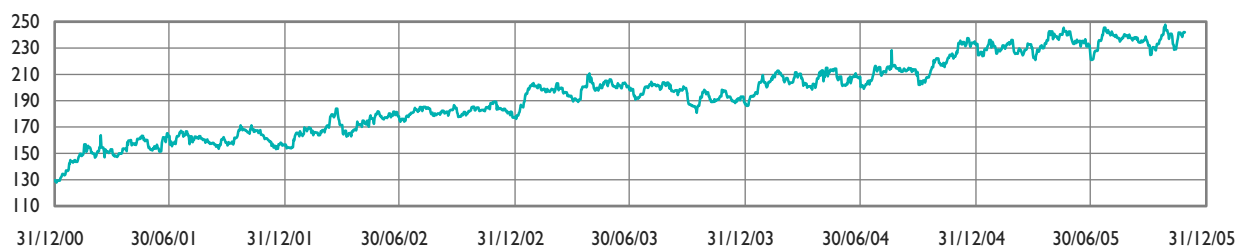


Réalisé le 20 décembre 2005

Figure 33
Titres de créances négociables – France

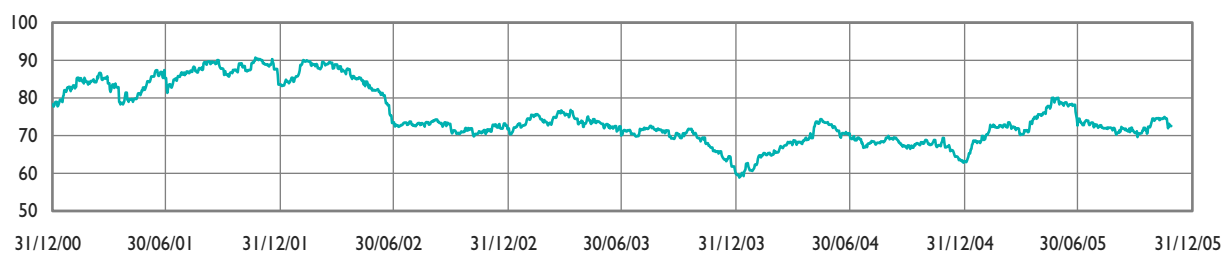
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



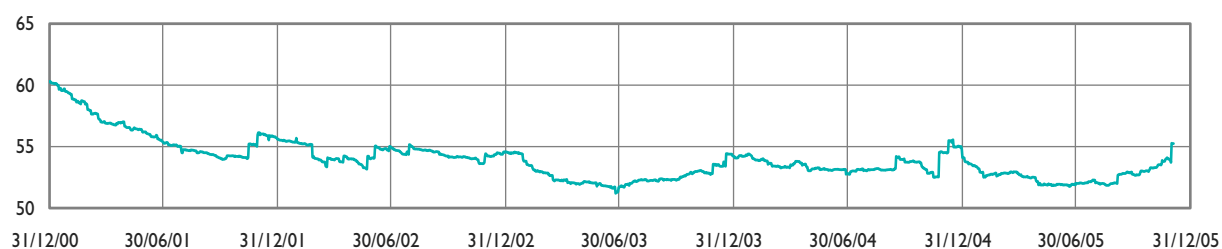
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2004	2005		2005
	déc.	mars	juin	oct.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	354,06	365,99	377,95	397,25
OPCVM obligations	190,17	197,46	204,75	
OPCVM actions	184,96	198,02	211,95	
OPCVM diversifiés	214,99	221,91	232,03	
OPCVM de fonds alternatifs	10,85	11,80	12,90	
OPCVM garantis	0,68	0,36	0,21	
Fonds à formule	55,78	56,65	59,61	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

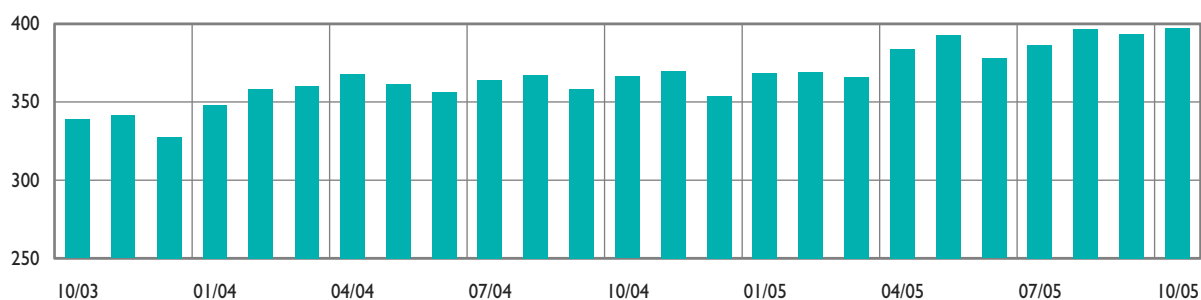


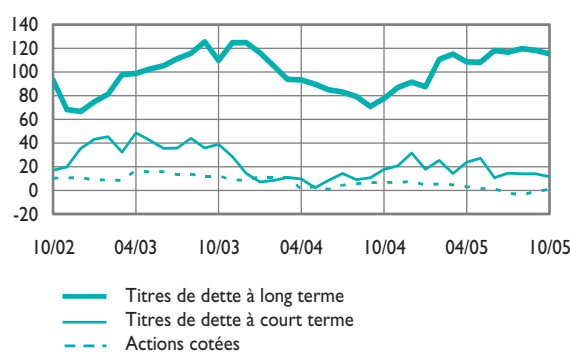
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	2004	2005
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	déc.	oct.
Titres de dette émis par les résidents français							
Total	1 743,6	1 857,2	1 972,6	127,1	12,1	7,1	6,9
Titres de dette à long terme	1 423,6	1 506,5	1 602,4	115,5	0,8	6,4	7,8
Administrations publiques	720,9	788,0	843,7	74,9	-8,8	9,3	9,7
Institutions financières monétaires (IFM)	395,9	422,2	461,4	41,2	9,3	7,9	9,9
Sociétés hors IFM	306,9	296,3	297,4	-0,6	0,3	-2,3	-0,2
Titres de dette à court terme	320,0	350,7	370,1	11,7	11,4	9,9	3,3
Administrations publiques	108,7	101,3	94,7	-13,6	1,6	-6,8	-12,5
Institutions financières monétaires (IFM)	177,0	213,6	227,4	20,8	7,2	21,1	10,1
Sociétés hors IFM	34,3	35,8	48,0	4,4	2,6	4,7	10,2
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	992,7	1 027,1	1 236,7	0,9	2,5	0,8	0,0

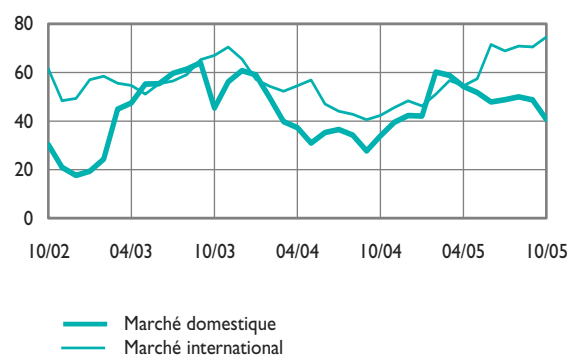
Émissions nettes de titres par les résidents français

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes de titres de dette à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

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

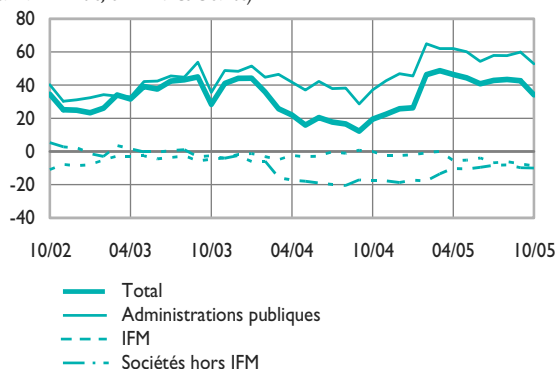
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	Cumul	2005
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	12 mois	oct.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	868,2	891,1	913,0	34,1	-11,9	110,1	6,8
Administrations publiques	549,0	595,7	635,9	52,8	-10,0	91,2	6,0
Institutions financières monétaires (IFM)	163,0	159,5	152,1	-8,7	-0,8	13,3	0,7
Sociétés hors IFM	156,1	135,9	125,1	-10,0	-1,0	5,6	0,0
Actions françaises cotées							
Total	992,7	1 027,1	1 236,7	0,9	2,5	12,8	2,5
Institutions financières monétaires (IFM)	122,7	130,1	152,2	-0,3	0,0	1,3	0,0
Sociétés hors IFM	870,0	896,9	1 084,5	1,2	2,5	11,5	2,5

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

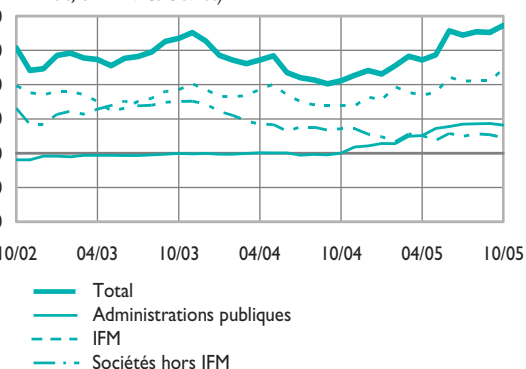
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



Émissions nettes d'obligations

Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



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

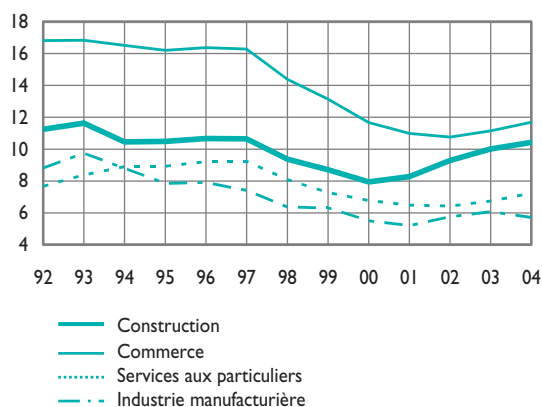
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2004	2005										
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	135	144	156	140	146	146	137	113	81	130	102	101
Industrie	457	462	441	446	470	537	491	412	426	445	420	417
Agriculture et alimentaire	103	93	107	89	100	98	104	92	96	91	85	78
Biens de consommation	146	143	147	154	151	159	157	142	141	153	128	148
Automobile	3	8	4	2	4	3	7	4	1	6	5	4
Biens d'équipement	82	91	88	89	85	125	80	83	78	77	75	69
Biens intermédiaires	123	127	95	112	130	152	143	91	110	118	127	118
Construction	946	886	960	924	913	941	916	821	916	891	831	859
Commerce	1008	1009	1002	985	1038	1076	1049	1007	970	999	909	978
Transports	173	158	173	161	171	166	166	183	155	172	153	161
Activités immobilières	94	117	126	123	129	85	140	115	129	110	98	84
Services aux entreprises	539	542	543	560	529	538	548	490	522	517	483	481
Services aux particuliers	605	619	623	609	623	629	647	557	581	619	548	522

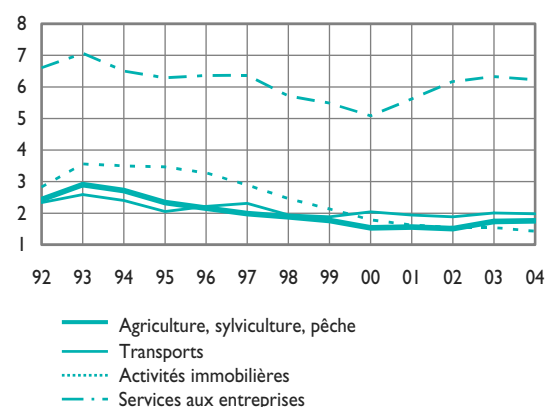
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



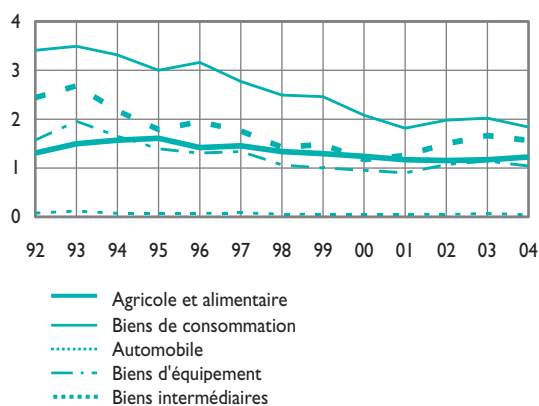
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

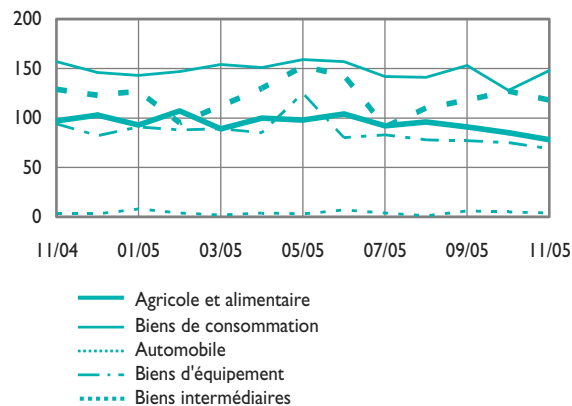


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) données provisoires
Source : Banque de France

Réalisé le 15 décembre 2005

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

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

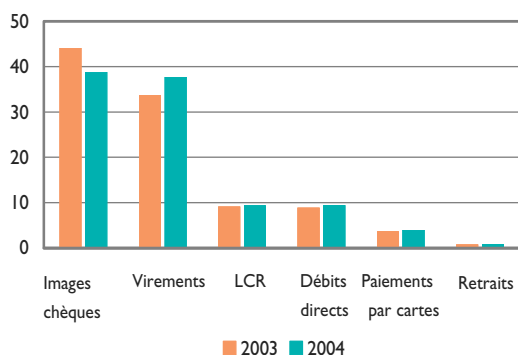
	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					sept.	oct.	nov.	Part
Images chèques	243	7 168	8 075	6 836	6 555	7 565	6 660	36,7
Virements	5 453	6 169	6 163	6 651	7 312	7 387	7 207	39,8
Virements	5 382	5 756	5 706	6 124	6 636	6 767	6 647	36,7
Télépaiements	71	413	457	527	676	620	560	3,1
LCR	1 786	1 710	1 661	1 652	1 828	1 319	1 481	8,2
Débets directs	1 450	1 608	1 619	1 658	1 748	1 970	1 893	10,4
Avis de prélèvement	1 288	1 446	1 453	1 495	1 531	1 663	1 652	9,1
TIP	162	162	165	164	218	307	241	1,3
Paiements par cartes	554	625	664	705	729	767	757	4,2
Retraits	137	141	137	133	130	133	132	0,7
Total	9 623	17 422	18 319	17 634	18 302	19 141	18 130	100,0

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

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					sept.	oct.	nov.	Part
Images chèques	778	13 688	13 597	13 013	11 904	13 042	12 918	27,8
Virements	6 091	6 374	6 600	6 705	6 982	7 163	6 897	14,9
Virements	6 088	6 368	6 593	6 695	6 962	7 135	6 871	14,8
Télépaiements	3	6	7	10	20	28	26	0,1
LCR	451	431	419	408	418	330	385	0,8
Débets directs	5 925	6 493	6 772	7 113	7 469	8 117	7 575	16,3
Avis de prélèvement	5 413	5 935	6 215	6 560	6 930	7 390	6 933	14,9
TIP	512	558	557	554	539	728	642	1,4
Paiements par cartes	12 111	13 614	14 355	15 159	15 700	16 476	16 222	34,9
Retraits	2 719	2 708	2 565	2 446	2 402	2 439	2 439	5,3
Total	28 075	43 308	44 307	44 845	44 875	47 566	46 437	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)

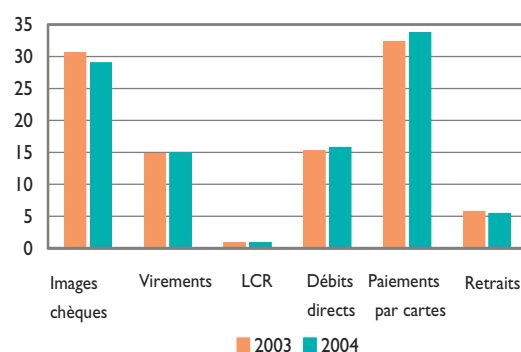


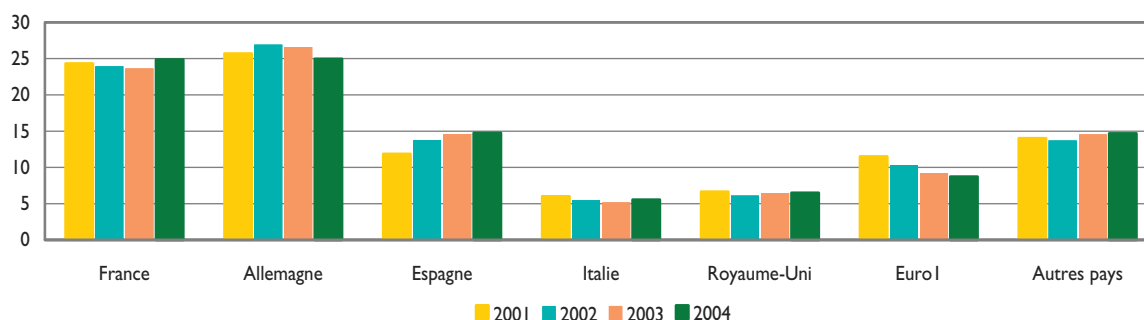
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)

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

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juil.	août	sept.	Part
France	433	435	448	486	527	489	525	25,5
Target transfrontière	75	69	75	81	92	84	93	4,5
Target domestique (TBF)	270	287	302	338	374	353	368	17,9
Système net (PNS)	88	78	70	67	60	52	64	3,1
Allemagne	409	489	504	488	541	499	525	25,5
Target transfrontière	131	129	141	143	159	150	156	7,6
Target domestique (ELS puis RTGS+)	140	360	364	345	382	349	368	17,9
Systèmes net (EAF)	138	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	211	250	277	288	316	255	245	11,9
Target transfrontière	20	18	20	23	23	21	20	1,0
Target domestique (SLBE)	190	231	255	265	293	234	225	10,9
Système net (SEPI) (a)	1	1	1	1	-	-	-	-
Italie	107	99	97	108	134	117	128	6,2
Target transfrontière	39	34	33	32	40	41	41	2,0
Target domestique (BI-REL)	68	64	64	76	94	77	87	4,2
Royaume-Uni	118	111	122	127	145	137	145	7,0
Target transfrontière	91	85	93	101	110	105	109	5,3
Target domestique (Chaps Euro)	27	26	29	26	35	32	36	1,8
Euro I (b)	205	188	175	170	167	157	167	8,1
Autres pays	250	249	275	287	347	307	323	15,7
Total Union Européenne (à 15)	1 732	1 821	1 899	1 955	2 176	1 961	2 057	100,0
Target transfrontière	506	485	537	564	642	600	630	30,6
Target domestique	793	1 066	1 113	1 150	1 306	1 150	1 195	58,1
Systèmes nets	432	269	249	240	229	210	232	11,3

Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(b) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre

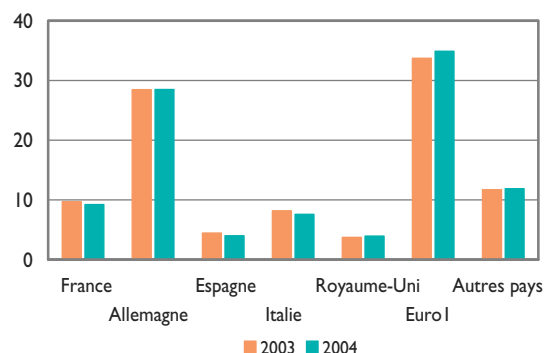
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)

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

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juil.	août	sept.	Part
France	46 480	44 651	43 906	42 510	44 333	37 130	43 500	8,5
Target transfrontière	5 307	6 471	6 804	7 382	8 857	7 217	8 455	1,7
Target domestique (TBF)	9 657	8 490	8 353	8 069	8 333	6 957	8 727	1,7
Système net (PNS)	31 516	29 690	28 749	27 058	27 143	22 957	26 318	5,1
Allemagne	137 299	125 075	128 596	131 502	141 333	131 087	141 045	27,6
Target transfrontière	14 713	16 855	18 027	19 232	19 714	17 217	19 455	3,8
Target domestique (ELS puis RTGS+)	79 220	108 220	110 569	112 270	121 619	113 870	121 591	23,8
Système net (EAF)	43 366	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	15 882	19 067	20 094	18 467	35 048	26 217	31 091	6,1
Target transfrontière	1 228	1 729	2 333	2 761	3 381	2 826	3 409	0,7
Target domestique (SLBE)	9 276	10 373	10 776	11 625	31 667	23 391	27 682	5,4
Système net (SEPI) (a)	5 378	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-
Italie	40 346	37 698	36 957	35 066	42 286	33 304	38 727	7,6
Target transfrontière	5 335	6 173	6 741	7 274	7 952	6 696	7 864	1,5
Target domestique (BI-REL)	35 012	31 525	30 216	27 792	34 333	26 609	30 864	6,0
Royaume-Uni	10 157	14 369	16 835	18 124	20 190	18 000	20 182	3,9
Target transfrontière	6 504	9 549	11 388	12 803	14 286	12 696	14 318	2,8
Target domestique (Chaps Euro)	3 654	4 820	5 447	5 320	5 905	5 304	5 864	1,1
Euro I (b)	112 732	134 902	152 365	161 085	183 952	162 174	181 727	35,5
Autres pays	41 362	51 404	52 941	54 892	57 810	51 913	55 500	10,8
Total Union Européenne (à 15)	404 260	427 165	451 694	461 645	524 952	459 826	511 773	100,0
Target transfrontière	45 268	53 859	59 816	65 035	70 095	60 609	69 273	13,5
Target domestique	166 012	199 157	201 392	202 193	241 381	211 913	232 227	45,4
Systèmes nets	192 976	174 145	190 490	194 409	213 476	187 304	210 227	41,1

Évolution des parts de marché de chaque place

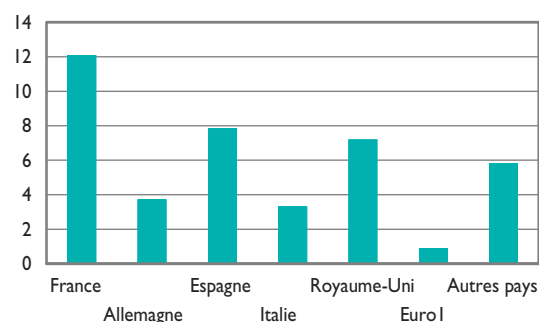
(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes

en euro de l'Union Européenne à 15 en septembre 2005

(en millions d'euros)



(a) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(b) Euro I (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 15 décembre 2005

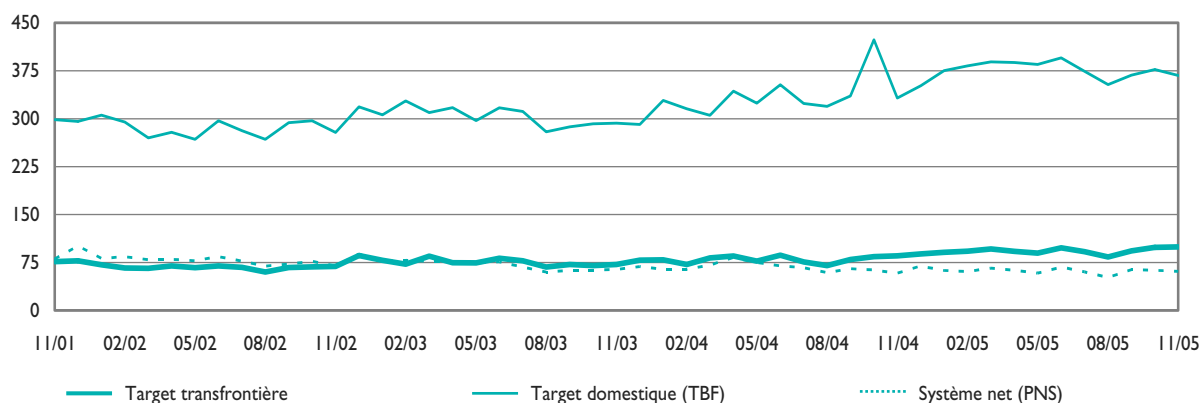
Figure 4I
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					sept.	oct.	nov.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	11,5	10,7	10,8	12,3	14,4	15,1	15,2	46,1
Créances privées	10,5	8,4	7,0	6,4	6,4	6,3	5,7	17,3
Titres mobilisés via le CCBM	2,1	2,2	4,2	7,4	7,1	6,6	7,0	21,2
Autres titres étrangers (a)	2,0	3,5	3,3	4,6	4,7	5,3	5,1	15,5
Total	26,1	24,8	25,3	30,7	32,6	33,3	33,0	100,0

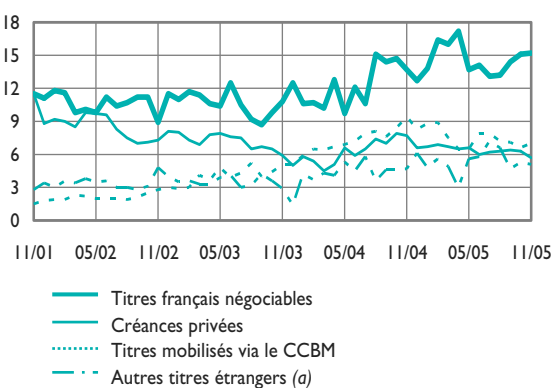
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

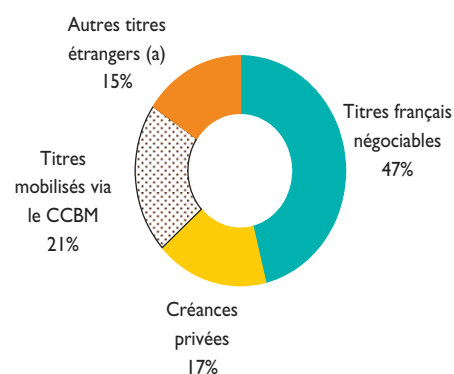


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en novembre 2005



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

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

« Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et alii¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le groupe de 22 pays partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le groupe de 46 pays partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le groupe de 56 pays partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

I | 2 Balance des paiements

Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

¹ Buldorini, Makrydakakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/scientific/ops/date/html/ops2002.en.html>)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement [en fonction du secteur économique auquel appartient le résident](#) impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les [autorités monétaires](#), c'est-à-dire la Banque de France ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale \(IFM\)](#), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches

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 5^e 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 1^{er} janvier 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du 5^e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constatés à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

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

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

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

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières

résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

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

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

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

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

Instruments financiers

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

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

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

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

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

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

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

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

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

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

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

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

3| Autres statistiques

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 règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes

Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Liens avec les rubriques statistiques des sites
des banques centrales du SEBC

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_mone/stat_mone.htm

- 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

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	<i>Euro over night index average</i>
EUROSTOXX 50	Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels 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 (<i>New York Stock Exchange</i>)

| 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 collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>
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	<i>Euro medium terms notes</i>
FBCF	Formation brute de capital fixe
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
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
OPCYM	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	<i>West Texas Intermediate</i>

Documents publiés

Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

Études parues dans le *Bulletin de la Banque de France* depuis le 1^{er} 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

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « 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

- « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière » n° 1, novembre 2002
- « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », n° 1, novembre 2002
- « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Infrastructures post-marché et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change », n° 1, novembre 2002
- « Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002

- « La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation », n° 2, juin 2003
- « Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions », n° 2, juin 2003
- « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », n° 2, juin 2003
- « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », n° 2, juin 2003
- « Normalisation comptable internationale et stabilisation financière », n° 2, juin 2003

- « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », n° 2, juin 2003
- « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », n° 3, novembre 2003
- « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », n° 3, novembre 2003
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 3, novembre 2003
- « Les défis de la gestion alternative », n° 3, novembre 2003
- « La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit », n° 3, novembre 2003
- « Vulnérabilités et surveillance du système financier international », n° 3, novembre 2003
- « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », n° 4, juin 2004
- « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », n° 4, juin 2004
- « Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », n° 4, juin 2004
- « Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens », n° 4, juin 2004
- « *Goodwill*, structures de bilan et normes comptables », n° 4, juin 2004
- « Bilan des "stress tests" menés sur le système bancaire français », n° 5, novembre 2004
- « Assurance et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en œuvre », n° 5, novembre 2004
- « La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement », n° 5, novembre 2004
- « Gestion du risque de crédit et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
- « Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
- « Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
- « La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
- « Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005
- « 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

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 84 (décembre 2005)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>).
Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris 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

Lettre du directeur général des Opérations de la Banque de France
au président de l'Afecei relative aux instruments et procédures de politique monétaire
Avis aux établissements de crédit n° 2005-06
DR n° 2161 du 28 octobre 2005 – Concours externes et internes :
adjoint de direction et rédacteur, règlement pour le recrutement du personnel
DR n° 2162 du 28 octobre 2005 – Personnel de direction,
admission dans la catégorie au niveau d'adjoint de direction de 2^e classe
DR n° 2164 du 28 octobre 2005 – Règlement du concours spécial
réservé aux agents de surveillance pour l'emploi de secrétaire comptable
DR n° 2166 du 28 octobre 2005
Règlement du concours pour l'emploi de secrétaire rédacteur
DR n° 2167 du 31 octobre 2005
Organigramme de la direction générale des Études et des Relations internationales
DR n° 2168 du 31 octobre 2005 – Organisation du Secrétariat général
DR n° 2169 du 9 novembre 2005 – Organisation de l'Inspection

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Communiqué du CECEI relatif à La Banque Postale
Modifications apportées à la liste des établissements de crédit
– en septembre 2005
– au troisième trimestre 2005
Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement en septembre 2005
Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement
habilités à exercer en France au troisième trimestre 2005

Commission bancaire

Décisions juridictionnelles publiées au cours du troisième trimestre 2005

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

Banque de France

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

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

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☐ Professionnel

Adresse : _____

Fonction : _____

Société : _____

Code postal : _____

Activité : _____

Ville : _____

Adresse : _____

Pays : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77), courriel (bulletin@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**

Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur

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

Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial

Pierre Jaillet

Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DAMEP, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

Rédacteur en chef

Jean-Yves Greuet 29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ)	29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI)	29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI)	34 73
La balance des paiements (DBDP)	32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB)	28 08/59 96
Les marchés de capitaux et les financements (DOM-SAM/MOPM)	41 59/28 07

Articles

L'endettement des ménages Comparaisons européennes	
L'endettement des ménages européens à fin 2004	36 92
L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro	28 08
Target 2 : du concept à la réalité	26 02
Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro	90 84
Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance	29 68

Statistiques

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

Secrétaires de rédaction

Catherine Marzolf/Pascale Boreau

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

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 : Décembre 2005

