2. Une vue d'ensemble du système financier français : évolution dans le temps, cartographie comptable et interconnexions avec le reste du monde

Tarik Mouakil, Jonas Heipertz, Edith Stojanovic, François Guinouard

Ce chapitre est d'abord une déclinaison pour le système financier français de la cartographie du système financier de la zone euro proposée par Andersen et Sánchez Serrano (2024)[99]. Il présente une matrice des expositions financières sectorielles en « qui-à-qui » s'appuyant sur l'information sous-jacente aux comptes financiers français publiés par la Banque de France. Ces données offrent un panorama exhaustif des relations financières *bilatérales* entre secteurs pour toutes les catégories d'opérations financières du système européen des comptes (SEC) et notamment pour les prêts, les titres de créance (bons à court terme et obligations), les actions cotées et non cotées, les parts de fonds d'investissement et les produits dérivés[100].

Le système européen des comptes (SEC) permet la désagrégation du secteur financier en huit sous-secteurs (Banque de France, banques, assurances y compris les fonds de pension, fonds monétaires, fonds d'investissement non monétaires, institutions financières captives[101], auxiliaires financiers, et autres intermédiaires financiers) offrant ainsi un niveau de désagrégation des intermédiaires financiers non bancaires (en anglais *non-bank financial intermediaries* – NBFI) qui se rapproche de celui de la taxonomie de référence de ces entités développée par le Conseil de stabilité financière (ou *Financial Stability Board* – FSB)[102].

Ce travail prolonge notre chapitre thématique de décembre 2023, qui proposait une première description des interconnexions entre banques et NBFI sur la base de la taxonomie du FSB[103]. La taxonomie du FSB avait certes l'avantage d'être encore plus désagrégée et d'être harmonisée au niveau international, afin de permettre des comparaisons entre les secteurs financiers des juridictions du FSB, mais les données du FSB n'ont pas encore le niveau de fiabilité des comptes financiers ni leur profondeur historique ou leur périodicité trimestrielle.

Les comptes financiers utilisés ici vont, en outre, au-delà de la comptabilité du secteur financier puisqu'ils couvrent le secteur non financier. Autrement dit, les interconnexions entre institutions financières sont ici appréhendées dans le cadre plus général du circuit financier de l'économie française avec également une description des flux financiers bilatéraux avec (et entre) les différents secteurs non financiers (sociétés non financières, ménages, État). Cette cartographie exhaustive du système financier permet de dégager des faits stylisés qui mettent en lumière le rôle souvent négligé des acteurs non financiers dans les dynamiques du secteur financier.

Le chapitre s'organise en trois parties. La première partie propose, à partir des tableaux des comptes financiers et des comptes de patrimoine tels qu'ils sont publiés trimestriellement par la Banque de France, une description et une analyse de l'évolution du système financier français depuis vingt-cinq ans. Plusieurs faits stylisés en ressortent. D'abord la montée du poids financier relatif des SNF qui sont devenues le premier secteur en matière de patrimoine financier et dont les actions non cotées représentent aujourd'hui le premier type d'actif en termes d'encours en France. Ensuite, le rôle toujours central des banques dans le système financier français. Au contraire, et à la différence ce qui a pu être mis en évidence à l'échelle de la zone euro, les NBFI français n'ont pas connu de dynamisme particulier. L'ouverture croissante du système financier français, étroitement liée à l'intégration de la zone euro, est un autre fait marquant de ces vingt-cinq dernières

[99] Andersen (I.), Sánchez Serrano (A.). (2024), « A map of the euro area financial system », *European Systemic Risk Board Occasional Paper Series*, Nº 26.

[100] Des « qui à qui » sont également fournis pour l'or monétaire et les DTS, le numéraire, les dépôts bancaires, les provisions techniques d'assurance et les « autres comptes à recevoir ou à payer ».

[101] Entités opérant essentiellement au sein de leur groupe (financier ou non financier).

[102] Cf annexe 5 pour le détail de la nomenclature du secteur financier selon le SEC.

[103] Banque de France (2023), « Les intermédiaires financiers non bancaires français : cartographie, risques et encadrement réglementaire », *Évaluation des risques et vulnérabilités du Système financier français*, p. 78-94.

années. Enfin le marché des produits dérivés a connu, comme dans d'autres juridictions, un développement spectaculaire.

La deuxième partie propose une cartographie détaillée des interconnexions entre secteurs du système financier français au deuxième trimestre 2024 à partir d'une matrice comptable qui synthétise les comptes de patrimoine financiers des onze secteurs nationaux et du reste du monde avec des « qui à qui » détaillés. À partir de cet outil, on peut établir d'abord le circuit financier centré autour des banques. Elles en ressortent comme l'acteur toujours central du système financier français alors que les fonds d'investissement français restent, eux, largement rattachés à l'écosystème bancaire. On peut également établir le circuit financier centré autour des SNF qui fait ressortir la complexification croissante de leur organisation. Il en ressort également une croissance apparente de la dépendance des SNF aux NBFI étrangers, qui peut potentiellement s'expliquer par des stratégies d'internationalisation et d'optimisation fiscale.

La dernière partie s'essaie, à partir de la base de données *Securities Holdings Statistics* (SHS) de l'Eurosystème, à une cartographie des interconnexions des secteurs de l'économie française avec les secteurs du reste du monde[104] sur trois marchés financiers : titres de créance, actions cotées, parts de fonds. Il en ressort que l'ouverture croissante du système financier français est en grande partie liée à une exposition croissante des secteurs français aux NBFI étrangers, notamment ceux de la zone euro.

2.1. Les grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis 1999

Les secteurs systémiques à l'échelle française

À partir des tableaux des comptes de patrimoine financier trimestriels publiés par la Banque de France on peut établir le classement des douze secteurs du SEC par taille d'encours au deuxième trimestre 2024 et au premier trimestre 1999 (cf. tableau 2.1)[105]. Ce classement permet déjà de dégager quelques grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis vingt-cinq ans. Le tableau 2.1 fait ressortir en rouge les secteurs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999. On note d'abord que les SNF et les banques restent de très loin les deux secteurs français à dimension systémique en matière de part des actifs financiers, ce qui justifie les deux focus qui leur sont consacrés dans la suite de cette section. Les SNF sont devenues le premier secteur par la taille du patrimoine financier devant les banques, un fait stylisé qui peut paraître surprenant mais dont on va mieux détailler les ressorts dans cette section.

[104] Le reste du Monde regroupe toutes les unités non résidentes qui effectuent des opérations avec des unités institutionnelles résidentes. De nombreuses filiales de sociétés françaises (financières ou non) se retrouvent dans le reste du monde de sorte qu'il y a des flux intragroupes dans les flux avec le reste du monde

[105] La Banque de France publie les statistiques des comptes nationaux français depuis 1977. Toutefois nous ne sommes pas remontés aussi loin dans ce chapitre, notre objet n'étant pas de revenir sur la période antérieure au passage à l'euro.

Tableau 2.1 : Classement des secteurs du SEC par ordre décroissant de patrimoine financier, T2 2024 vs T1 1999
Patrimoine financier en Mds d'EUR et part dans le total des actifs financiers en %

Classement au T2 2024			Classement au T1 1999		
Rang	Secteur	Patrimoine financier/ Part des actifs	Rang	Actifs par secteur émetteur	Patrimoine financier/ Part des actifs
1	Sociétés non financières (F)	14 667 25,8 %	1	Banques (B)	3 698 26,9 %
2	Banques (B)	13 148 23,2 %	2	Sociétés non financières (F)	3 075 22,4 %
3	Reste du monde (RoW)	11 838 20,9 %	3	Ménages (H)	2 456 17,9 %
4	Ménages (H)	7 078 12,5 %	4	Reste du monde (RoW)	1 899 13,8 %
5	Sociétés d'assurance et fonds de pension (IC+PF)	3 003 5,3 %	5	Sociétés d'assurance et fonds de pension (IC+PF)	806 5,9 %
6	Administrations publiques (G)	1 830 3,2 %	6	Administrations publiques (G)	639 4,6 %
7	Fonds d'investissement non monétaires (IF)	1 556 2,7 %	7	Fonds d'investissement non monétaires (IF)	480 3,5 %
8	Banque de France (CB)	1 326 2,3 %	8	Fonds d'investissement monétaires (MMF)	238 1,7 %
9	Autres intermédiaires financiers (OFI)	1 073 1,9 %	9	Auxiliaires financiers (FA)	190 1,4 %
10	Auxiliaires financiers (FA)	650 1,1 %	10	Banque de France (CB)	140 1,0 %
11	Fonds d'investissement monétaires (MMF)	424 0,7 %	11	Autres intermédiaires financiers (OFI)	104 0,8 %
12	Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels (CF)	162 0,3 %	12	Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels (CF)	24 0,2 %

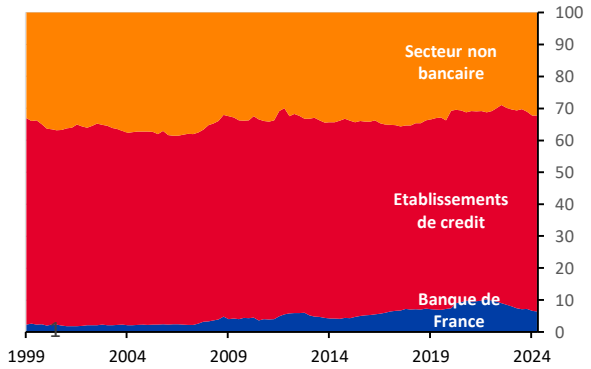
Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Le tableau fait ressortir en rouge les secteurs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999. Les acronymes donnés entre parenthèses sont ceux utilisés dans ce chapitre mais ne sont pas des sigles du SEC

Ce tableau fait ressortir une grande stabilité du secteur des NBFI qui est cohérente avec celle déjà pointée dans notre rapport de stabilité financière l'an dernier pour la période 2008-2022[106]. On note ici que le constat est valable depuis 1999 (cf. graphique 2.1). Les NBFI représentaient 6 868 milliards d'euros au deuxième trimestre 2024[107] soit 32,2 % de l'actif total des institutions financières françaises contre 1 842 milliards d'euros et 32,4% au premier trimestre 1999. Les assurances représentent environ la moitié de cet ensemble avec un encours de 3 003 milliards d'euros (fonds de pension inclus[108]). Les fonds d'investissement représentent quant à eux plus des deux-tiers de la finance non bancaire et non assurantielle française, mais portent des risques différents selon le type de fonds[109].

[106] Banque de France (2023).
[107] Soit la somme des lignes 5, 7, 9, 10, 11 et 12.
[108] Les fonds de pension ont un encours très limité en France : 186 milliards d'euros au deuxième trimestre 2024 (Stat Info, Placements financiers des sociétés d'assurances et des fonds de pension, Banque de France, T2 2024) ce qui reflète la prédominance très large du modèle de retraites par répartition. De plus leur développement est relativement récent, lié à la possibilité de créer des ORPS (organismes de retraite professionnelle supplémentaire) offerte par la loi Pacte depuis 2019.
[109] Ibid.

Graphique 2.1 Évolution de la répartition des avoirs financiers par secteur financier résident

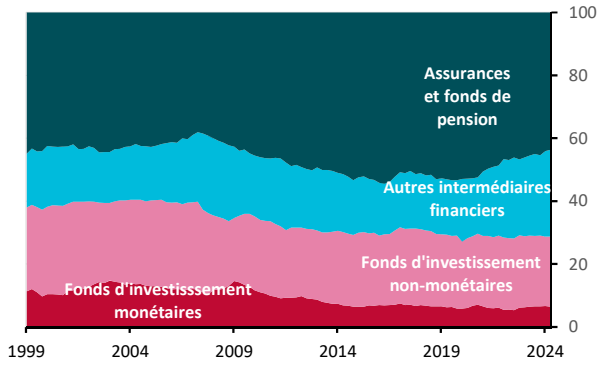
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.2 : Évolution de la répartition des avoirs financiers au sein du secteur non bancaire résident

x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Un dernier fait stylisé qui ressort de l'évolution du classement des secteurs du SEC est l'ouverture à l'international du système financier français. Le « secteur » du reste du monde est désormais le troisième par la taille des comptes de patrimoine financier et son « patrimoine » représente 21 % des actifs circulant au niveau du système financier français, contre seulement 14 % au premier trimestre 1999. On s'essaiera dans ce chapitre à désagréger autant que possible ce secteur, d'abord sur le plan géographique entre la zone euro (dont l'intégration croissante est le facteur explicatif principal de cette ouverture de l'économie française) et le reste du monde mais aussi, autant que possible, au niveau sectoriel. La grande stabilité du secteur des NBFI français s'explique en effet en grande partie par « l'externalisation » de ce secteur et le développement des interconnexions des secteurs nationaux (banques et SNF notamment) avec des entités NBFI établies à l´étranger par des entreprises financières ou non financières françaises.

Les principaux actifs financiers en circulation en France

De la même façon que pour les secteurs, on peut établir, à partir des comptes de patrimoine financier (tableau des passifs), un classement des principaux actifs financiers en circulation *selon le secteur émetteur* au deuxième trimestre 2024 et au premier trimestre 1999 (cf. tableau 2.2). Ce classement permet déjà d'offrir un premier éclairage sur les grandes tendances de l'évolution du système financier français depuis vingt-cinq ans qui ressortaient du tableau 2.1. Ce tableau fait ressortir en rouge les actifs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999.

On peut d'abord noter la montée de la part des actions non cotées et des autres participations des SNF (essentiellement entre SNF elles-mêmes) qui ont désormais détrôné les dépôts bancaires et représentent la première catégorie d'actifs financiers en France (15,9 % du total des actifs financiers contre 13,1 % au premier trimestre 1999) et dont la croissance a contribué à l'augmentation relative du patrimoine des SNF. Le poids croissant des actions non cotées et participations représente d'abord des effets de valorisation et il est d'ailleurs à relever que la méthodologie appliquée par la France conduit à attribuer une valeur relativement élevée aux actions non cotées dans les comptes nationaux, par rapport à d'autres pays[110]. Mais le poids croissant des actions non cotées traduit également la complexification croissante de l'organisation des entreprises[111]. Les actions non cotées et autres participations en provenance du reste du monde voient

[110] Le SEC 2010 propose trois méthodes pour évaluer la valeur de marché des actions non cotées : une évaluation basée sur celle des action cotées (tout en tenant compte de leur moindre liquidité), la valeur des fonds propres ou l'actualisation des bénéfices escomptés. La France applique la première de ces méthodes tandis que les autres pays appliquent plus souvent la deuxième (qui donne des évaluations plus basses).

[111] Cf. Bidaud (F.), Fontaine (G.) (2023), « Quatre décennies de patrimoine et d'endettement en France », *Bulletin de la Banque de France,* bulletin 248, article 8, septembre-octobre.

d'ailleurs également leur poids légèrement augmenter (de la 8e à la 6e place avec désormais 4,3 % du total des actifs financiers circulant en France). Les actions cotées émises par les SNF résidentes, en revanche, ont vu leur poids reculer alors qu'elles ont pourtant également bénéficié d'effets de valorisation (4,5 % du total contre 5,5 % en 1999).

On note par ailleurs sans surprise dans le tableau 2.2 l'apparition dans le classement des dépôts auprès de la Banque de France (dépôts transférables et réserves obligatoires) qui ont notamment été portés ces dernières années par les programmes d'achats d'actifs conduits par l'Eurosystème, l'assèchement du marché interbancaire et le placement par les banques de leurs liquidités excédentaires auprès de la banque centrale. Cette hausse des dépôts auprès de la Banque de France a notamment contribué à l'augmentation du poids relatif de son patrimoine financier entre 1999 et 2024 qui ressortait du tableau 2.1.

Toujours en ligne avec les enseignements du tableau 2.1, il ne ressort pas de dynamisme particulier des actifs financiers émis par les NBFI résidents. La catégorie générale des provisions techniques d'assurances a ainsi vu son poids légèrement reculer de 4,9 % du total des actifs financiers à 4,2 %. Le poids des parts de fonds d'investissement a également reculé, qu'il s'agisse des fonds non monétaires (2,8 % du total des actifs contre 3,4 % en 2002 1999) comme monétaires (29e place désormais avec 0,8 % contre 1,3 % en 1999).

Un autre fait stylisé notable qui se confirme avec le tableau 2.2 est l'ouverture à l'international du système financier français. Outre la montée du poids des produits dérivés issus par le reste du monde (cf infra), on peut noter que d'autres titres émis par le reste du monde ont vu leur poids augmenter en vingt-cinq ans : actions cotées ou non cotées, prêts et autres comptes à payer. La section 2 de ce chapitre propose une désagrégation géographique (notamment entre zone euro et hors zone euro) et sectorielle du reste du monde qui permet d'analyser plus précisément cette tendance.

Le nouveau fait stylisé qui ressort du tableau 2.2 est la forte augmentation du poids des produits dérivés (qui comprennent en particulier les options, contrats à terme et *swaps*) dans les actifs financiers en circulation, qu'ils soient émis par le reste du monde ou par les banques françaises. Leur part globale est passée à 6,6 % du total des actifs financiers circulant en France contre 1,5 % en 1999[112]. Le poids réel des produits dérivés est difficile à estimer car la comptabilisation des produits dérivés est particulièrement complexe et délicate à mettre en œuvre. Certains produits dérivés fonctionnent sur la base de versements de dépôts de garantie appelés *marges*. Mais ces marges sont pour la majorité invisibilisées dans les compte financiers car incluses dans les crédits et dépôts[113]. Pour cette raison la cartographie à l'échelle européenne d'Andersen et Sanchez Serano (2024) intègre, en sus des données issues des comptes financiers, des données en « qui-à-qui » sur les *marges initiales* issues de la base *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR). Ces données en « qui-à-qui » n'ont toutefois pas la fiabilité des données issues des comptes financiers et peuvent être difficiles à réconcilier avec les chiffres sur les encours de produits dérivés.

[112] Dans le tableau 2.2 la part des dérivés émis par les OFI (0,8 %) n'apparaît pas.

[113] Les crédits et dépôts comprennent toutes les marges initiales et les marges de variations *remboursables*. Cependant certains contrats à terme et options fonctionnent sur la base de marges de variation *non remboursables* « *qui diminuent ou éliminent les positions actifs/passifs pouvant émerger au cours de la durée du contrat* [et qui] *sont considérées comme des règlements dans le cadre du contrat et classées comme des opérations sur produits financiers dérivés* » (Système européen des comptes 2010, paragraphe 5.220).

Tableau 2.2 : principaux actifs financiers en circulation selon le secteur émetteur, classés par ordre décroissant d'encours
Encours en Mds d'EUR et part dans le total des actifs financiers en %, T2 2024 vs T1 1999

Classement au T2 2024			Classement au T1 1999		
Rang	Actifs par secteur émetteur	Encours/ Part des actifs	Rang	Actifs par secteur émetteur	Encours/ Part des actifs
1	Actions non cotées et autres participations des SNF	8 968 15,9 %	1	Dépôts bancaires	2 324 17,7 %
2	Dépôts bancaires	8 392 14,9 %	2	Actions non cotées et autres participations des SNF	1 725 13,1 %
3	Prêts bancaires	4 337 7,7 %	3	Prêts bancaires	1 241 9,4 %
4	Titres de créance de l'État	2 709 4,8 %	4	Titres de créance de l'État	733 5,6 %
5	Actions cotées des SNF	2 530 4,5 %	5	Actions cotées des SNF	723 5,5 %
6	Actions non cotées et autres participations du reste du monde	2 423 4,3 %	6	Provisions techniques d'assurances	634 4,8 %
7	Prêts des SNF	2 408 4,3 %	7	Prêts des SNF	626 4,8 %
8	Provisions techniques des assurances	2 386 4,2 %	8	Actions non cotées et autres participations du reste du monde	499 3,8 %
9	Titres de créance du reste du monde	2 147 3,8 %	9	Dépôts auprès du reste du monde	492 3,8 %
10	Dépôts auprès du reste du monde	1 709 3,0 %	10	Titres de créance des banques	473 3,6 %
11	Produits dérivés du reste du monde	1 647 2,9 %	11	Parts de fonds non monétaires	448 3,4 %
12	Titres de créance des banques	1 625 2,9 %	12	Autres comptes à recevoir ou à payer des SNF	437 3,3 %
13	Produits dérivés des banques	1 572 2,8 %	13	Titres de créance du reste du monde	347 2,6 %
14	Parts de fonds non monétaires	1 566 2,8 %	14	Autres comptes à payer de l'État	193 1,5 %
15	Autres comptes à payer des SNF	1 405 2,5 %	15	Parts de fonds monétaires	174 1,3 %
16	Autres comptes à payer des banques	1 041 1,8 %	16	Titres de créance des SNF	170 1,3 %
17	Dépôts auprès de la banque centrale	972 1,7 %	17	Autres comptes à payer des ménages	164 1,3 %
18	Actions cotées du reste du monde	779 1,4 %	18	Autres comptes à payer des banques	157 1,2 %
19	Autres comptes à payer du reste du monde	776 1,4 %	19	Autres comptes à payer du reste du monde	153 1,2 %
20	Prêts du reste du monde	684 1,2 %	20	Actions cotées du reste du monde	137 1,0 %

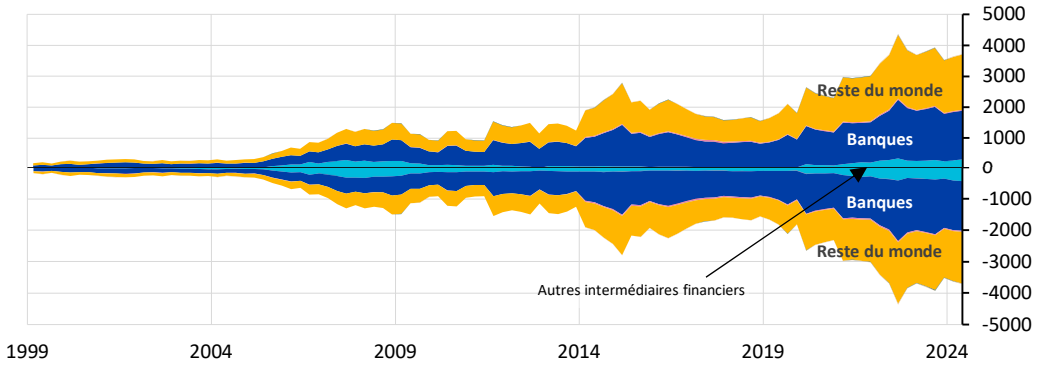
Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Le tableau fait ressortir en rouge les actifs dont le classement et le poids relatif (en proportion du total des actifs financiers) ont augmenté depuis 1999.

La croissance du marché des produits dérivés

La croissance des encours de produits dérivés depuis vingt-cinq ans est spectaculaire. Les encours sur instruments dérivés ont été pratiquement multipliés par 20 entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2024. Ce succès des marchés de produits dérivés est lié en premier lieu à la demande de couverture contre la volatilité des taux d'intérêt et des cours de change. Selon le dernier rapport sur les dérivés de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF; en anglais *European Securities and Markets Authority* – ESMA), les produits dérivés sur taux d'intérêt et sur devises représentaient respectivement 78 % et 15 % du montant notionel des produits dérivés de l'UE au quatrième trimestre 2022 (5 % pour les dérivés sur actions, 2 % pour les dérivés sur crédit et 1 % pour les dérivés sur matières premières). On peut noter deux ruptures dans l'évolution des encours de produits dérivés en France. D'abord, la crise de 2007- 2008 qui a conduit à l'échelle mondiale à une réduction des encours de dérivés. Ensuite une autre baisse survenue autour de 2015 et qui s'est étalée jusqu'à début 2019. Cette dernière s'explique *a priori* en grande partie par la mise en œuvre du règlement EMIR en Europe avec les obligations de *reporting* à des référentiels centraux (devenue obligatoire à partir de février 2014) et de compensation centrale (qui a débuté en juin 2016). Ces obligations ont renchéri le cout en capital des positions sur produits dérivés. Cela a conduit les établissement bancaires à procéder à de la compensation et à la compression de leurs encours notionnels de produits dérivés[114]. Mais la politique monétaire a vraisemblablement également été un facteur explicatif, la baisse de l'encours des contrats à court et à long terme sur le marché des dérivés de taux d'intérêt libellé en euros observée à partir de 2015 ayant sans doute au moins en partie été liée au fait que les acteurs de marché et notamment les banques ne s'attendaient pas à des changements de taux avant plusieurs années[115].

Graphique 2.3 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) de produits dérivés

x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Les comptes financiers comptabilisent à l'actif la juste valeur positive et au passif la juste valeur négative des contrats.

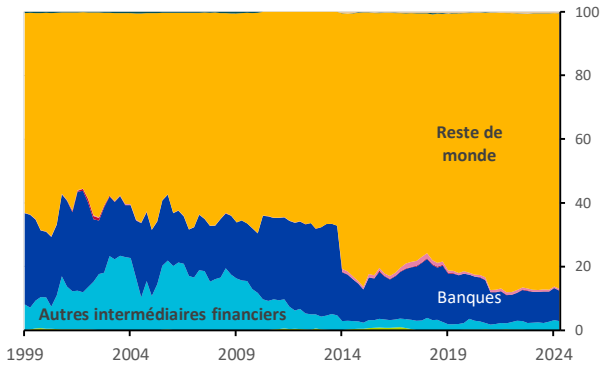
On notera, par ailleurs, que le principal fait saillant qui ressort de l'évolution dans le temps des données de « qui-à-qui » issues des comptes financiers sur les produits dérivés est l'assèchement des transactions entre banques et OFI (*other financial institutions*) résidents. Autrement dit, les banques françaises comme les OFI français échangent désormais presque exclusivement avec le reste du monde ce qui reflète la tendance

[114] Pour plus de détails, on peut se reporter à Demange (G.), Piquard (T.). & Vuillemey (G.). (2023), « Régulation des marchés de produits dérivés : bilan et perspectives », Institut Louis Bachelier, Opinions & Débats, N° 27.
[115] Cf. Ehlers (T.) &. Eren (E.).(2016), « The changing shape of interest rate derivatives markets », *Bank of International Settlements Quarterly Review*, December.

croissante à l'internationalisation, la compensation et la concentration géographique (notamment sur le marché londonien pour l'Europe) des marchés de produits dérivés.

Graphique 2.4 : Évolution de la détention par secteur des produits dérivés émis par les banques résidentes

x : axe temporel / y : pourcentage



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

L'évolution de la liquidité du système financier français depuis 1999

Pour terminer ce panorama de l'évolution des marchés financiers français depuis vingt-cinq ans on peut, à la manière d'Andersen et Sánchez Serrano (2024)[116], proposer un suivi de la liquidité du système financier français centré sur les concepts de *liquidité d'un produit financier* et *liquidité de marché*. En reprenant cette taxonomie[117], les principaux produits financiers liquides présents dans le système financier français seraient :

- le numéraire ;
- les dépôts bancaires et auprès de la banque centrale ;
- les titres de créance à l'exclusion de ceux sur les SNF ;
- les actions cotées ;
- les parts de fonds monétaires.

Évidemment cette catégorisation des produits financiers liquides reste très schématique puisqu'elle ne tient pas compte de la décomposition de chaque classe d'actifs, par exemple suivant la maturité pour les dépôts bancaires (*i.e.* tous les dépôts bancaires sont ici considérés comme également liquides en faisant fi de la décomposition entre dépôts à vue et dépôt à terme). De la même façon les spécificités intra sectorielles ne sont pas prises en compte. Par exemple, toutes les parts de fonds non monétaires sont exclues mais il aurait pu faire sens de retenir les parts de fonds actions, généralement considérées comme plus liquides que les parts de fonds obligataires ou mixtes. Le manque de désagrégation au niveau des parts de fonds étrangers conduit de façon similaire à toutes les exclure ici de la mesure de la liquidité, ce qui peut altérer passablement la mesure de la liquidité réelle.

Néanmoins, à partir des comptes financiers trimestriels (dont les flux excluent les effets de valorisation), on peut se faire une première idée de l'évolution de la liquidité dans le système financier français

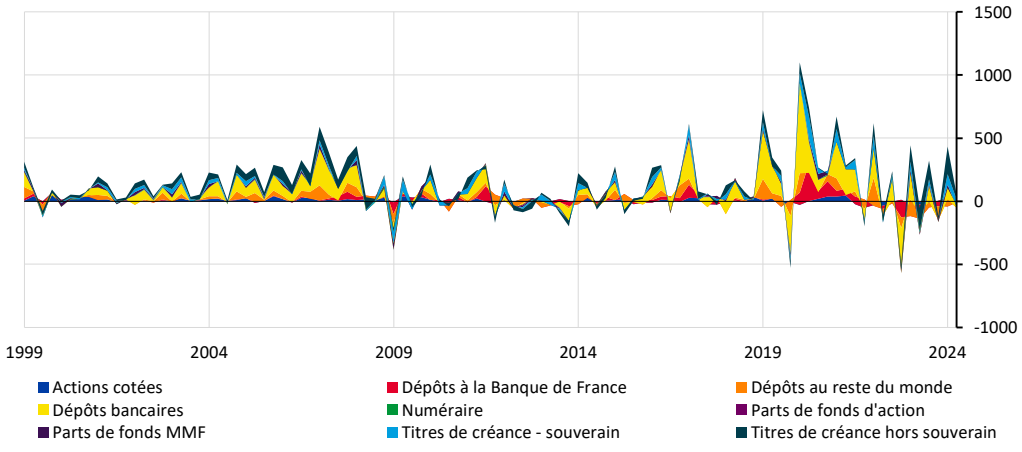
[116] Andersen (I.), Sánchez Serrano (A.) (2024), « A map of the euro area financial system », *European Systemic Risk Board Occasional Paper Series*, N° 26.

[117] Pour plus de détails sur les différents concepts de liquidité on peut se reporter à Banque de France (2008), « Vue d'ensemble », *Revue de la stabilité financière,* N° 11, numéro spécial *Liquidité*, février, pp I-VI.
La *liquidité d'un produit financier* reflète la facilité avec laquelle il peut être échangé contre du numéraire sans perte de valeur.
La *liquidité de marché* est un concept connexe qui désigne la capacité du marché à absorber des transactions sur un volume donné d'actifs ou de titres, sans effets significatifs sur leurs cours.

(cf. graphique 2.5). Les flux nets de produits financiers liquides, dont les dépôts restent la composante majeure, ont eu tendance à augmenter à un rythme croissant les premières années qui ont suivi la mise en œuvre de l'euro avant de connaître un brusque coup d'arrêt avec la crise financière de 2008. Celle-ci a d'abord conduit à une réduction de la liquidité au premier trimestre 2009, puis à des flux nets de création de liquidité réduits jusqu'à fin 2010. Par la suite, la crise des dettes souveraines de 2011-2013, et plus récemment le *dash for cash* consécutif à la crise Covid ont également conduit, au moins temporairement, à des flux nets trimestriels de liquidité négatifs qui ressortent assez nettement du graphe. Inversement, les programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème à partir de 2014, et de nouveau à partir de mars 2020 en réponse à la crise sanitaire, ont permis de nettement augmenter la liquidité présente dans le système financier, ce qui s'est traduit principalement ici par la hausse des dépôts bancaires et des dépôts auprès de la banque centrale. La période de resserrement quantitatif qui s'est ouverte depuis 2022 s'est, en revanche, traduite par une forte baisse des flux nets de liquidité. Ces derniers semblent aujourd'hui essentiellement portés par les émissions de titres souverains et d'actions cotées.

Graphique 2.5 : Flux net des secteurs français dans les actifs liquides

x : axe temporel / y : milliards d'euros



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

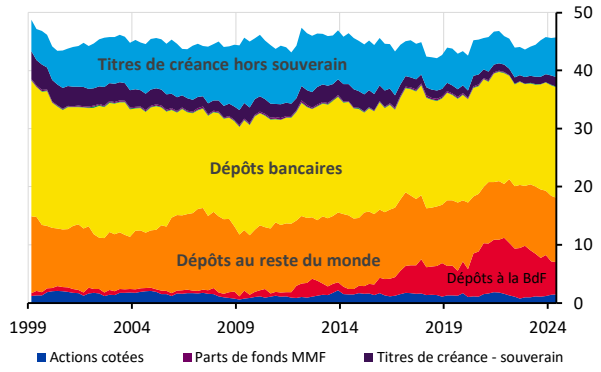
De la même façon on peut brosser à grand traits un portrait de l'évolution de la liquidité au niveau des principaux secteurs de l'économie française[118]. On note ainsi une grande stabilité de la part des actifs liquides dans le bilan des banques françaises. Les dépôts interbancaires et les titres de créance sur les (autres) banques ou les NBFI ont eu tendance sur la période récente à servir de variable d'ajustement et à absorber la baisse des dépôts auprès de la banque centrale résultant du resserrement quantitatif (cf. graphique 2.6). À l'inverse, la liquidité des fonds non monétaires paraît à première vue suivre une tendance à la baisse depuis plusieurs années (cf. graphique 2.8) notamment du fait de la baisse de la part des actions cotées à leur actif, une évolution qui pourrait être principalement liée à l'évolution de l'actif des fonds mixtes (la part des fonds actions et des fonds obligataires étant *a priori* restée relativement stable dans le total de l'encours des fonds non monétaires[119]). Cette dégradation sectorielle de la liquidité des fonds non monétaires est néanmoins à nuancer : elle serait nettement moins marquée si on prenait, par exemple, en compte dans les actifs liquides les parts de fonds émises par le reste du monde (cf. graphique 2.9).

[118] Cette description macroéconomique ne prétend en aucun cas se substituer aux ratios de liquidité calculés et publiés par les autorités de supervision respectives de ces différents secteurs.

[119] Pour la décomposition de l'encours des fonds non monétaires on peut se référer à Banque de France (2023).

Graphique 2.6 : Évolution des actifs liquides en part de l'actif total – banques

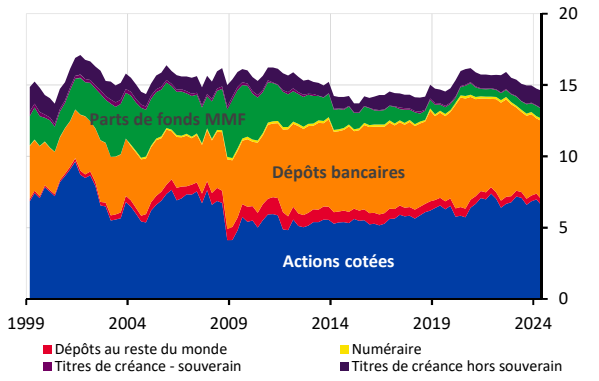
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.7 : Évolution des actifs liquides en part de l'actif total – Sociétés non financières

x : axe temporel / y : pourcent

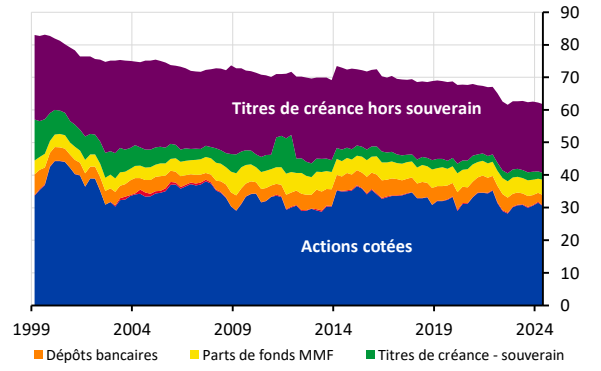


Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Pour les SNF (cf. graphique 2.7), on note également une tendance plus récente à la baisse de la part des actifs liquides qui semble résulter avant tout à la compression de leur trésorerie sous forme de dépôts bancaires. La liquidité de ce secteur reste toutefois très supérieure à son niveau des années 2000.

Graphique 2.8 : Évolution des actifs liquides en part de l'actif total – fonds d'investissement non monétaires

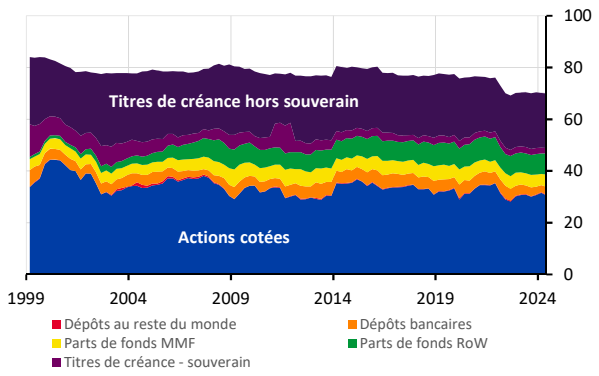
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.9 : Évolution des actifs liquides (y compris parts de fond du reste du monde) en part de l'actif total – fonds d'investissement non monétaires

x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

2.2. Une cartographie comptable du système financier français au deuxième trimestre 2024

La matrice des stocks financiers

Les comptes de patrimoine financier, tels qu'ils sont publiés trimestriellement par la Banque de France, présentent l'inconvénient de ne pas proposer de données en « qui-à-qui » par type de secteur émetteur. Autrement dit, si on sait par exemple combien les SNF françaises détiennent de dépôts, on ne sait pas exactement quelle est la part de ces dépôts qui est détenue auprès des banques nationales et celle qui est détenue auprès du reste du monde. Les comptes de patrimoine financier, tels qu'ils sont présentés habituellement, ne permettent ainsi pas d'établir une cartographie des *interconnexions* entre les différents secteurs du système financier français.

Pour y remédier on peut présenter les données sous-jacentes des comptes de patrimoine financiers sous la forme d'une matrice de *stocks financiers*[120] (cf. tableau 2.3). Dans cette matrice chaque colonne correspond au compte de patrimoine financier d'un secteur donné et chaque ligne à une catégorie d'actifs financiers désagrégée par secteur de contrepartie. Par rapport aux tableaux de comptes de patrimoine financiers tels qu'ils sont habituellement publiés par la Banque de France, elle correspond à la combinaison des deux tableaux « actifs » et « passifs et valeurs financières nettes ». Les actifs financiers prennent un signe positif tandis que les passifs financiers ont un signe négatif. Les actifs financiers figurent à l'actif d'une unité et au passif d'une autre unité : chaque ligne a une somme nulle. Enfin, suivant l'usage comptable, le compte de patrimoine financier de chaque secteur est équilibré, c'est-à-dire que chaque colonne a une somme nulle. Pour cela on inscrit comme un passif (donc *en inversant son signe*) le solde, qui est la différence entre l'actif financier et le passif, appelé *valeur financière nette* (ou *patrimoine financier net*) du secteur. Ainsi, le chiffre de 2 692 inscrit au pied de la première colonne du tableau 2.3 signifie que, au deuxième trimestre 2024, les sociétés non financières françaises ont un passif financier net de 2 692 milliards d'euros. De la même façon, dans la *matrice des flux nets* présentée en annexe, chaque colonne correspond au compte financier d'un secteur donné et chaque ligne à un compte d'opérations financières sur la période considérée.

La matrice des stocks, présentée ici pour le deuxième trimestre 2024, a l'avantage de permettre de présenter sur un seul tableau les données intersectorielles en « qui-à-qui » pour chaque ligne d'actif financier (ou de flux net d'actif financier). Alors que, dans les tableaux des comptes de patrimoine financiers de la Banque de France, les sous-catégories des opérations financières sont celles du système européen de comptabilité, ici les opérations financières sont désagrégées par secteur émetteur de l'actif financier. Le seul inconvénient de la « fusion » dans ces matrices des tableaux d'actifs et de passifs est que seules les positions nettes du secteur apparaissent, ce qui invisibilise les connexions intra sectorielles. Par exemple, les actions des SNF détenues par d'autres SNF ne sont pas visibles dans le tableau 2.2.

[120] Ce type de matrice a été développé à l'université de Cambridge à partir des travaux de Richard Stone, l'un des fondateurs de la comptabilité nationale moderne. Pour une présentation plus développée de ces matrices, utilisées dans un cadre théorique, on peut se référer au manuel d'économie monétaire de Godley (W.), Lavoie (M.) (2007), « An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth », Palgrave Macmilan.

Tableau 2.2 : Matrice des stocks financiers de la France au T2 2024 en Mds EUR

Actifs financiers	Sociétés non financières	Banque de France	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Inst. financières captives et prêteurs non institutionnels	Auxiliaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	Reste du monde	Σ
(F1) Or et DTS		**174**										**-174**	**0**
(F21) Numéraire	**24**	**-291**	**10**						**3**		**133**	**121**	**0**
(F2M) Dépôts auprès de :	**885**	**-806**	**-3 750**	**61**	**51**	**212**		**1**	**45**	**63**	**1 975**	**1 262**	**0**
Banque de France		-960	720							7	3	230	0
Banques	810	33	-5 916	51	47	171			43	97	1 937	2 726	0
Administrations publiques	15	4	8							-42	1	14	0
Reste du monde	60	117	1 438	10	4	41		1	2	2	34	-1 709	0
(F3) Titres de créance émis par :	**-488**	**962**	**-498**	**338**	**412**	**-255**	**-2**	**-97**	**1329**	**-2 640**	**48**	**891**	**0**
Sociétés non financières	-674	89	21	38	57	2		1	91	4	1	369	0
Banques	18	72	-1 381	125	27	6		5	156	5	15	953	0
Autres intermédiaires financiers			220		6	-357			8	1		121	0
Auxiliaires financiers	2	2	10	2	7			-108	26	1	2	57	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			2				-2						0
Sociétés d'assurance et fonds de pension		1	3		4				-38	1		29	0
Administrations publiques	5	605	215	7	32	4		1	299	-2 678		1 510	0
Reste du monde	160	192	412	165	280	90		4	786	27	30	-2 147	0
(F4) Prêts octroyés par :	**-1 333**		**4 274**	**11**	**-24**	**113**	**-13**	**-178**	**-91**	**-195**	**-1 748**	**-815**	**0**
Sociétés non financières	581					-1	-18	-141		-16		-404	0
Banque de France		1											0
Banques	-1 342		4 297		-11	-74		-68	-67	-231	-1 554	-950	0
Fonds monétaires				11	-11								0
Fonds d'investissement non monétaires					1							-1	0
Autres intermédiaires financiers	-33		-9			286					-182	-62	0
Auxiliaires financiers	-19					-4		66	-24			-18	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.							10	-10					0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	-6								12		-1	-4	0
Administrations publiques	-34		-5						-1	106	-6	-59	0
Ménages	-8				-1	-2				-1	12		0
Reste du monde	-470		-9		-3	-91	-5	-25	-11	-53	-16	684	0
(F511) Actions cotées émises par :	**-1 575**	**1**	**68**		**467**	**89**	**28**	**-9**	**15**	**112**	**309**	**495**	**0**
Sociétés non financières	-1 747		38		152	5	2	14	39	108	227	1 161	0
Banques	2		-122		14		26		2	1	9	69	0
Auxiliaires financiers	6		11		1			-26		1	2	5	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			2		7			1	-55	1	5	39	0
Reste du monde	164		138		293	84		3	30	2	65	-779	0
(F51M) Actions non cotées et autres participations émises par :	**-1 146**	**-61**	**98**		**175**	**-13**	**14**	**53**	**166**	**480**	**1 409**	**-1 175**	**0**
Sociétés non financières	-3 291		122		110		82	225	48	239	1 279	1 187	0
Banque de France		-63								63			0
Banques	10		-276		11			8	40	106	88	13	0
Autres intermédiaires financiers	2					-14	2	1				7	0
Auxiliaires financiers	66		31		25		9	-220	52		19	19	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			83				-102					18	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			15		1				-65	25	21	3	0
Reste du monde	2 067	2	123		28		24	39	92	47		-2 423	0
(F52) Parts de fonds émises par :	**257**	**19**	**50**	**-408**	**-1 183**	**24**	**2**	**34**	**889**	**144**	**388**	**-215**	**0**
Fonds monétaires	99		1	-409	72		1	15	105	10	16	91	0
Fonds d'investissement non monétaires	80	18	31		-1 380	6		17	639	114	319	157	0
Reste du monde	78	1	18	1	125	18		3	146	20	53	-463	0
(F7) Produits dérivés émis par :	**-2**	**-2**	**2**		**-2**	**-123**			**-3**	**-1**		**132**	**0**
Sociétés non financières	-15		6			2						6	0
Banque de France		-3			3								0
Banques	6		-1 421	1	8	43			1	1		1 360	0
Fonds monétaires			1	-5							1	3	0
Fonds d'investissement non monétaires			11		-29	1						17	0
Autres intermédiaires financiers	1		41		1	-437						393	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			8						-8				0
Administrations publiques			3							-3			0
Ménages				1							-2		0
Reste du monde	6	1	1 352	3	15	267			4			-1 647	0
(F6) Provisions techniques d'assurances émises par :	**49**		**3**						**-2 224**	**5**	**2 144**	**24**	**0**
Sociétés d'assurance et fonds de pension	49		2						-2 247	6	2 144	47	0
Administrations publiques			1							-1			0
Reste du monde									24			-24	0
(F8) Autres comptes à recevoir ou à payer	**637**	**3**	**-413**		**-7**	**18**		**2**	**-28**	**26**	**223**	**-462**	**0**
Sociétés non financières	-620		207		1	29		23		92	88	179	0
Banques	504	3	-958		1	1		5	1	7	331	104	0
Fonds monétaires				-1									0
Fonds d'investissement non monétaires			1		-14						13		0
Autres intermédiaires financiers	9		1			-37					2	25	0
Auxiliaires financiers	23		3					-26					0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	14								-29	15			0
Administrations publiques	131		7							-294	149	6	0
Ménages	78		82		5	2				193	-361		0
Reste du monde	497		244			22				12		-776	0
(BF90) Valeur financière nette	**2 692**	**2**	**157**	**-1**	**111**	**-64**	**-29**	**193**	**-102**	**2 005**	**-4 881**	**-82**	**0**
Σ	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

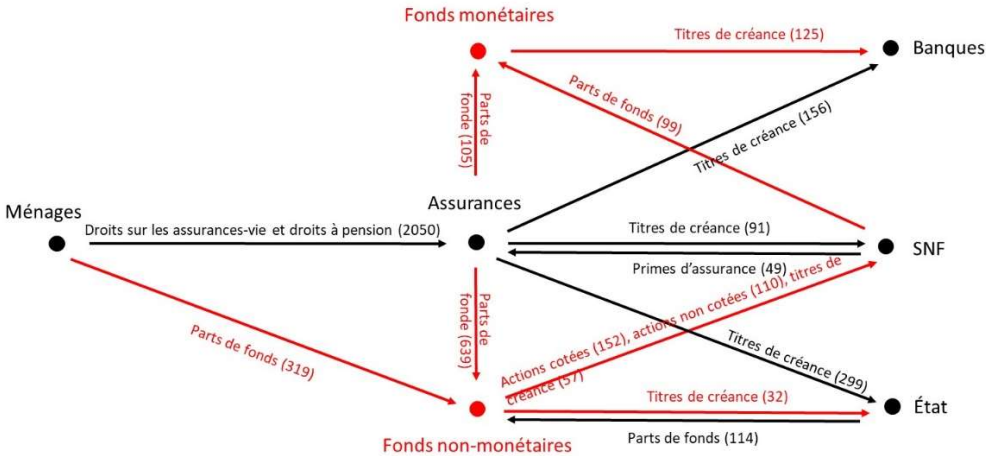
Note : L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.
Sources : Banque de France, comptes de patrimoine financier trimestriels.

Cette matrice des stocks, qui est donc une version désagrégée par secteur de contrepartie des comptes de patrimoine financier de la Banque de France, offre une cartographie complète des interconnexions entre secteurs français. Pour reprendre l'exemple précédent, il est désormais possible d'identifier que sur les 885 milliards d'euros de dépôts que détenaient les SNF au deuxième trimestre 2024, 810 l'étaient auprès des banques domestiques, 15 auprès des administrations publiques et 60 auprès du reste du monde. On pourrait alors à partir de cette matrice, et sur le modèle d'Andersen et Sánchez Serrano (2024), construire un graphe fléché qui présente de façon exhaustive toutes les interconnexions entre secteurs. Ce type de graphe, qui s'inscrit dans la tradition des représentations graphiques de la comptabilité nationale[121], peut néanmoins présenter l'inconvénient de n'être pas toujours évident à démêler et de mettre sur le même plan des flux financiers d'ampleur très différente. Nous avons opté ici plutôt pour des graphes fléchés plus limités qui offrent un « zoom » sur le circuit financier propre aux secteurs systémiques français qui ressortaient du tableau 2.1, soit les SNF et l'écosystème banques-fonds d'investissement.

L'écosystème banques-fonds d'investissement

À partir de la matrice de stocks on peut établir le schéma du circuit financier simplifié des fonds d'investissement. Les pôles y représentent les secteurs économiques, et les flèches les encours financiers. Le secteur ayant *versé* les flux financiers détient un encours d'*actifs* dont le montant au deuxième trimestre 2024 est précisé. Inversement le secteur ayant *reçu* ces flux financiers porte un *passif*. Ainsi, les fonds monétaires détiennent des titres de créance bancaires pour 125 milliards d'euros, ce qui correspond à un passif net pour le secteur bancaire. À la différence des graphiques exhaustifs présentés dans la cartographie de Andersen et Sánchez Serrano (2024), le schéma proposé est centré sur un seul secteur, ici les fonds d'investissement dont les flux financiers ressortent en rouge. Les flux/encours relatifs aux autres secteurs ne sont pas exhaustifs[122] et le reste du monde est, pour l'instant, volontairement laissé de côté. En outre, même pour les fonds d'investissement, seuls les flux relatifs aux encours les plus importants de l'actif et du passif sont apparents ici, afin de les rendre plus visibles.

Schéma 2.1 : Le circuit financier simplifié des fonds d'investissement. Encours au T2 2024 en Mds EUR



[121] Pour un panorama historique des représentations sous forme de graphiques ou de tableaux de la comptabilité nationale on pourra se référer à Vanoli (A.) (2002), « Une histoire de la comptabilité nationale », Paris : La Découverte.

[122] Pour les assurances que ne sont représentés que les flux perçus des ménages qui s'apparentent à des *flux d'épargne* (soit la somme des *droits sur les assurances-vie et rentes* et *droits à pension*), lesquels représentent 96 % des *provisions techniques d'assurance* perçues des ménages telles qu'elles apparaissent dans la matrice des stocks (cf. tableau 2.1). En revanche, les *provisions techniques d'assurance-dommages*, qui correspondent aux montants qu'elles estiment devoir prévoir pour faire face aux sinistres qu'elles assurent n'apparaissent pas ici.

Ce circuit permet d'illustrer simplement le type intermédiation financière opérée par les fonds d'investissement. On voit que les *fonds monétaires* collectent essentiellement des fonds en provenance des assurances (qui les tirent elles-mêmes majoritairement des ménages) et des SNF. Les fonds monétaires sont ainsi des placements concurrents aux dépôts bancaires[123] mais ces fonds investissent ensuite majoritairement en titres de créances des banques. Les fonds monétaires sont en outre très majoritairement gérés par des sociétés de gestion de portefeuille qui sont elles-mêmes affiliées à des groupes bancaires[124].

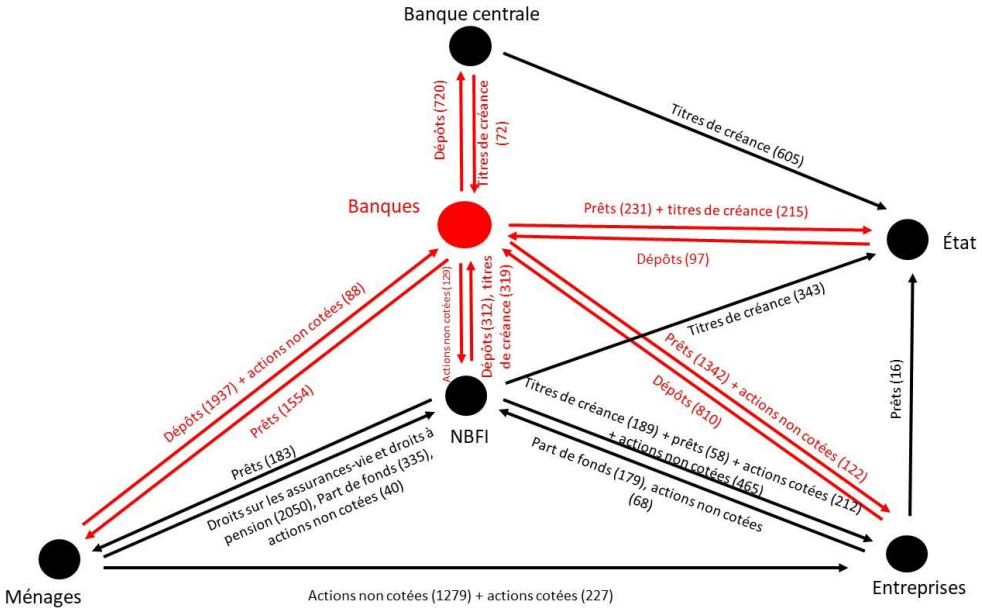
Le circuit financier des *fonds non monétaires* est légèrement différent : s'ils tirent eux aussi l'essentiel de leurs fonds des assurances, ils captent néanmoins une partie non négligeable d'épargne directe (des ménages, des SNF[125] mais aussi de l'État et des administrations de sécurité sociale) sans passer par l'intermédiaire des assureurs et ils investissent principalement leur fonds dans les actions et les titres de créance des sociétés non financières. Les fonds non monétaires sont eux aussi majoritairement gérés par des sociétés de gestion affiliées à des banques[126].

Comme détaillé dans Banque de France (2023)[127], si le risque de crédit attaché aux fonds d'investissement est sans commune mesure avec celui porté par les banques, leur recours au *levier* et leur *risque de liquidité* sont néanmoins non négligeables. En outre l'affiliation de leur sociétés de gestion à une institution bancaire ou assurantielle ne permet pas, en Europe, un soutien « actif » d'une institution « sponsor » ou d'un tiers en cas de besoin de liquidité[128]. Les fonds *monétaires* par exemple peuvent être fragilisés par une asymétrie de liquidité entre l'actif et le passif. Les investisseurs peuvent retirer leurs parts quotidiennement. Mais honorer des demandes de rachat en période de stress peut s'avérer coûteux pour les fonds monétaires, notamment s'il est nécessaire de vendre des actifs à des prix dégradés. Ce risque de liquidité explique notamment les exigences appliquées aux fonds monétaires en matière de détentions d'actifs liquides (ratios d'actifs qui arrivent à maturité dans un jour et dans une semaine). Ces poches de liquidité doivent permettre au fonds de faire face à des demandes de rachat sans vendre de titres. Les fonds d'investissement non monétaires *obligataires* (détenant une large majorité de titres de dette) et *mixtes* (dont l'actif est composé d'au moins deux classes de titre), bien que les parts de ces fonds ne soient pas considérées ici comme des actifs liquides, sont eux aussi exposés au risque d'asymétrie de liquidité en raison de la faible liquidité de certains titres de dette, en particulier d'entreprises de notation *high yield*. À l'image des fonds *actions*, leur levier reste néanmoins contenu en France.

De la même façon que pour les fonds, on peut à partir de la matrice des stocks représenter le circuit financier simplifié des banques, en précisant ses liens avec la sphère des NBFI : fonds monétaires et non monétaires, assurances et fonds de pension, institutions financières captives, auxiliaires financiers et autres intermédiaires financiers (cf. schéma 2.2)[129].

[123] Les parts de fonds sont juridiquement des instruments financiers (cf. MIFiD) et même des titres financiers (cf. CoMoFi Article L 211-1).)
[124] En 2024, selon nos estimations à partir de la base de données commerciales Lipper, 81 % des fonds monétaires français étaient gérés par des sociétés de gestion de portefeuille affiliées à une banque (sur les 367 milliards d'euros d'encours identifiés dans Lipper).
[125] Pour des raisons de lisibilité, l'encours de 80 milliards des SNF en parts de fonds non monétaires n'apparaît pas dans le graphique.
[126] En 2024, selon nos estimations à partir de la base de données commerciales Lipper, 64 % des fonds obligataires français étaient gérés par des sociétés de gestion de portefeuille affiliées à une banque (sur les 151 milliards d'euros d'encours identifiés dans Lipper).
[127] On peut se référer à ce rapport de 2023 pour une analyse plus détaillée des risques spécifiquement associés à chaque type de NBFI.
[128] En Europe, le règlement MMFR encadrant les fonds monétaires empêche le soutien par des tiers, contrairement aux Etats-Unis où l'institution « sponsor » peut injecter des liquidités en cas de choc.
[129] Le schéma 2.2 présente d'évidentes similitudes avec le circuit « de la monnaie » traditionnellement exposé dans certains manuels d'économie monétaire, la différence principale étant la présence ici du secteur des NBFI. Cf. par exemple Marchal (J.) et Poulon (F.) (1987), « Monnaie et crédit dans l'économie française », Cujas, Tome 2.

Schéma 2.2 : Le circuit financier simplifié des banques (et des NBFI). Encours au T2 2024 en Mds EUR



Ce circuit confirme le rôle central des banques qui financent, grâce au privilège de la création monétaire, l'ensemble des autres secteurs français. Comme indiqué dans le graphique 2.1, les banques représentent déjà 61,3 % de l'actif total des institutions financières françaises. Si on devait y rajouter les fonds d'investissement dont les sociétés de gestion sont affiliées à des banques, la part de la sphère bancaire se situerait plutôt entre 65 % et 70 %.

Tous les secteurs représentés dans ce circuit apparaissent majoritairement financés par le secteur bancaire, (hors flux intrasectoriels) à l'exception du secteur des administrations publiques. Pour ce dernier c'est la Banque de France qui est encore aujourd'hui, au niveau national, le premier créancier (605 milliards d'euros, soit 22,6 % du passif des administrations publiques contre seulement 1,4 % au premier trimestre 1999), une conséquence des programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème, néanmoins en cours de résorption. C'est enfin dans ce circuit simplifié pour l'État et pour les SNF (cf. infra) que le poids du financement issu de la sphère non bancaire apparaît le plus significatif, à hauteur d'environ respectivement trois-quarts et deux-tiers du financement bancaire.

Pour les banques elles-mêmes, le financement en provenance des NBFI *français*, assurances incluses, ne représente qu'une part marginale de leur passif (731 milliards d'euros, soit seulement 6,0 % du passif de l'ensemble du secteur bancaire français au deuxième trimestre 2024). Mais environ les deux-tiers du financement des banques françaises par les NBFI seraient le fait des NBFI étrangers[130].

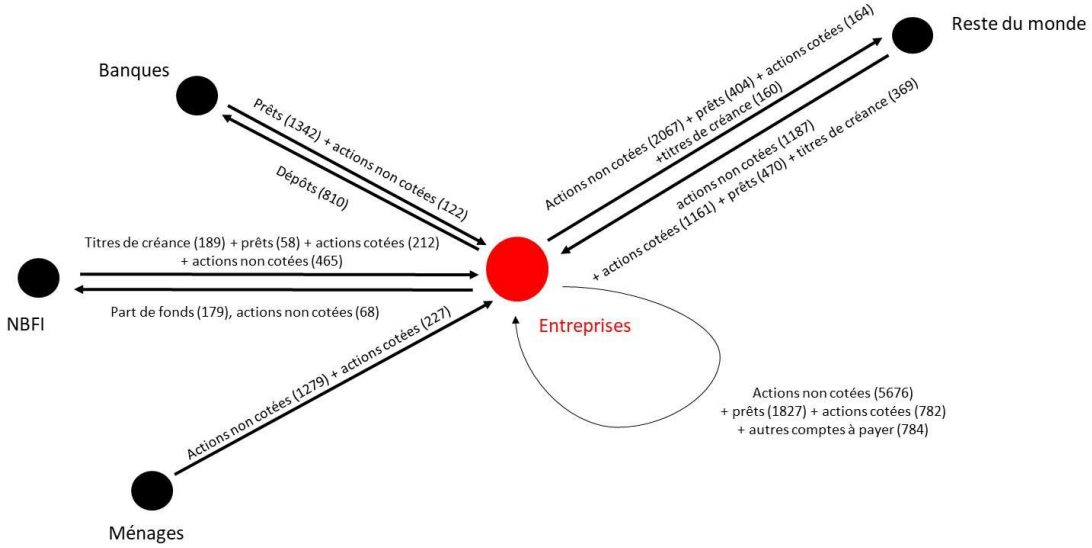
Le circuit financier des sociétés non financières

À partir de la matrice de stocks (cf. tableau 2.3) on peut de la même façon que pour les fonds et les banques établir le schéma du circuit financier simplifié des entreprises. Par rapport au schéma 2.2 où le circuit des SNF était déjà partiellement représenté, la première différence du schéma 2.3 tient à la présence du secteur du reste du monde. Ce dernier ressort comme un partenaire majeur des SNF mais avec une position nette plus

[130] À partir des données de supervision, la part totale du financement des 7 principaux groupes bancaires français en provenance des NBFI (résidents et étrangers) ressort à environ 16,5 % de leur passif, un degré de financement non bancaire légèrement supérieur à ce qui est observé au sein des banques d'importance systémique de la zone euro (14 %) (Banque de France, 2023).

équilibrée qu'avec les secteurs résidents. Cette dernière reflète, davantage qu'une dépendance des SNF au financement étranger, la complexité et la dimension internationale de l'organisation des entreprises françaises. En effet, la possession d'une filiale étrangère par une société mère française (ou inversement) se traduit par la détention par cette dernière de participations au capital de cette filiale tandis que les différentes entités d'un même groupe s'octroient également des liquidités par l'intermédiaire de prêts.

Schéma 2.3 : Le circuit financier simplifié des SNF. Encours au T2 2024 en Mds EUR



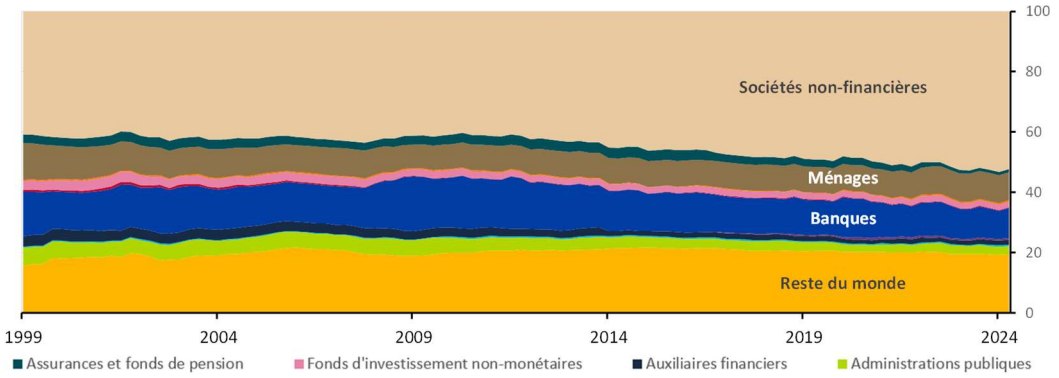
La seconde différence du schéma 2.3 avec le schéma 2.2 tient précisément à la représentation des flux intra SNF[131]. Il est important de les faire réapparaître dans le circuit financier des SNF car l'évolution de la composition du passif des SNF françaises qui ressort des comptes financiers est vraisemblablement le reflet d'un essor de flux intragroupe des SNF, lequel est porteur, au-delà du traditionnel risque de crédit, de deux autres types de risques : le *risque opérationnel interne aux entreprises* et le *risque d'accroissement des asymétries d'information*[132].

L'analyse de l'évolution du passif des SNF désagrégé par secteur de détention fait effectivement ressortir la montée du financement en provenance des SNF elles-mêmes. La part des SNF au passif d´autres SNF est aujourd'hui majoritaire (52,3 %), alors que les créances intra SNF ne représentaient que 40,8 % de leur passif au premier trimestre 1999. Inversement la part des banques dans le financement des SNF tend à diminuer depuis quinze ans : elles représentaient seulement 10 % des postes de passif au deuxième trimestre 2024 contre 14,6 % au premier trimestre 1999.

[131] Comme déjà indiqué ils sont invisibilisés dans la matrice des stocks.
[132] Mouriaux (F.), Sabatini (M.), Levy-Garboua (V.) (2019), « Le système financier de la zone euro après la crise : une mise en perspective (1999-2018) », *Bulletin de la Banque de France*, N° 226, article 8, novembre-décembre.

Graphique 2.10 : Évolution des postes de financement des SNF (en % du passif)

x : axe temporel / y : pourcent

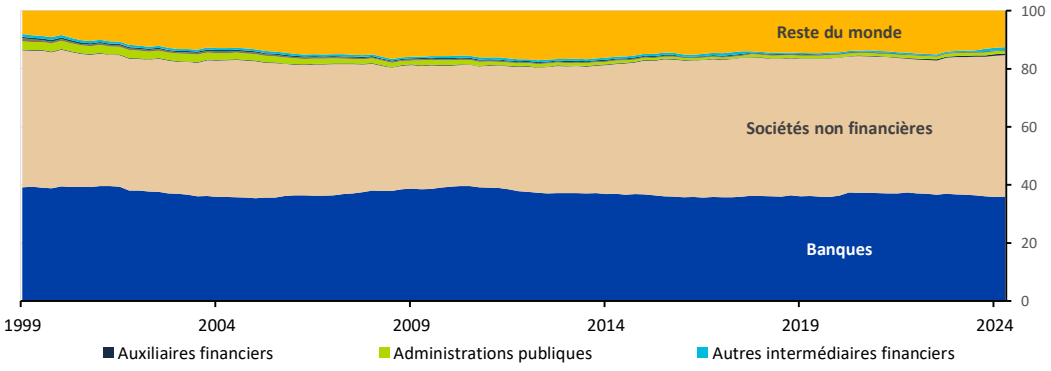


Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Les mêmes tendances sont observables au niveau du sous-ensemble des prêts : les SNF fournissent, elles-mêmes, désormais la moitié des encours de leurs prêts et cette proportion a augmenté dans le temps. Cette source de crédit semble principalement liée au développement de prêts entre entités de groupes de plus en plus complexes[133]. De leur côté, les banques n'assurent plus que 35,9 % du financement par crédit des SNF, une proportion qui a eu tendance à diminuer sur longue période[134]. Mais cette diminution est sans doute plus apparente que réelle si on considère que les prêts intra SNFs ne sont souvent que de la redistribution de prêts bancaires au sein d'un même groupe.

Graphique 2.11 : Sources des prêts aux SNF (en % de l'encours de prêts)

x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

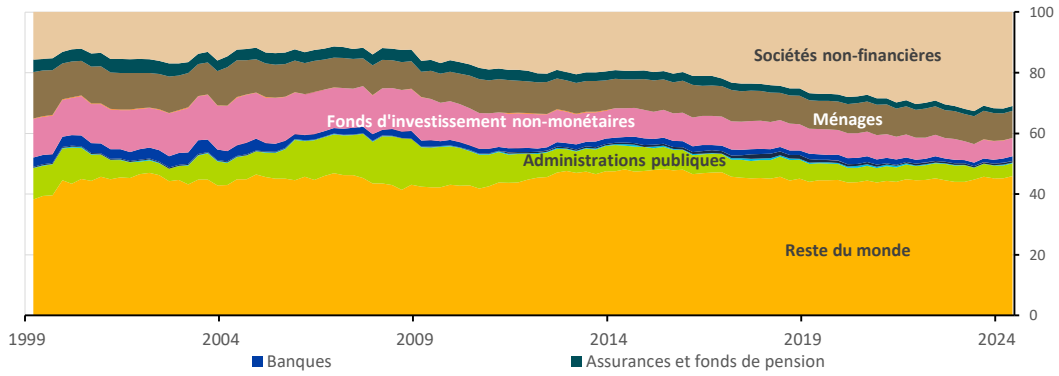
Enfin, le financement par actions est assuré majoritairement par les SNF et le reste du monde. Ce dernier est prépondérant dans la part d'actions cotées avec 45,9 % des détentions. À l'inverse, pour les actions non cotées, les SNF sont majoritaires avec 63,3 % des détentions, et leur part a crû sur longue période.

[133] En revanche, dans les comptes financiers, les délais de paiement se matérialisent dans un autre instrument (F81, crédits commerciaux) que les prêts classiques (F4).

[134] Si on exclut tous les prêts intra SNF on trouve que les banques assurent 70,2% des prêts souscrits par les SNFs auprès d'autres secteurs (et la proportion de financement bancaire est encore plus élevée du fait des prêts bancaires inclus dans les prêts issus du reste du monde).

Graphique 2.12 : Détenteurs des actions cotées émises par les SNF françaises (en % de l'encours de capital)

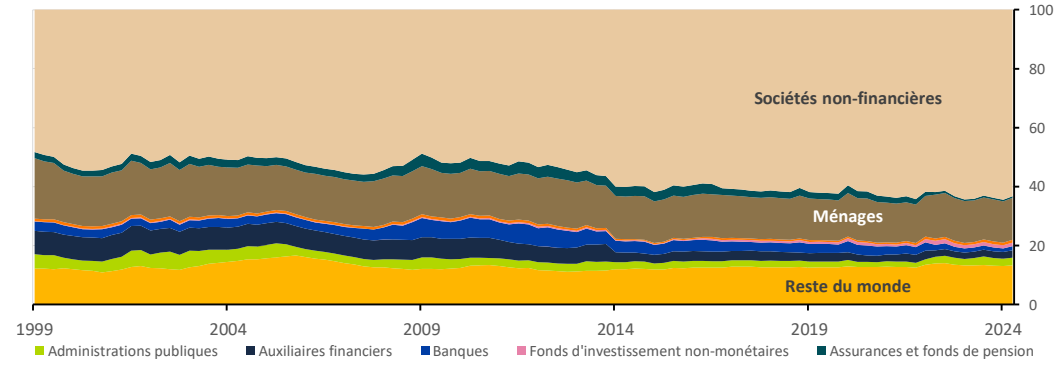
x : axe temporel / y : pourcent



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Graphique 2.13 : Détenteurs des actions non cotées émises par les SNF françaises

x : axe temporel / y : pourcent du total des détentions



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Mouriaux *et al* (2019) observaient aussi à partir des données des comptes financiers de la zone euro que la part du secteur des « autres institutions financières » du SEC (ou *other financial institutions* – OFI) dans les crédits octroyés aux SNF de la zone euro a continuellement augmenté depuis 1999. Selon eux, ce constat, et celui d'une part croissante des flux financiers internationaux des SNF européennes, seraient « *cohérents avec l'hypothèse selon laquelle une part de l'évolution du secteur financier non bancaire observée depuis la crise [de 2008] pourrait s'expliquer par le développement de flux intragroupe et transfrontières impliquant la création de filiales mais aussi de structures spécialisées (institutions captives) et pouvant répondre à différents motifs d'optimisation*[135] *».*

La pertinence de cette hypothèse dans le cas français peut toutefois ne pas paraître immédiate. La part des prêts octroyés aux SNF françaises en provenance des OFI français (incluant les institutions financières captives et les auxiliaires financiers) françaises est en effet restée stable et à un niveau marginal, passant de 1,1 % au premier trimestre 1999 à 1,4 % au deuxième trimestre 2024. Cependant cette hypothèse est surtout liée au développement du crédit en provenance des OFI étrangers. Or, la part du reste du monde dans les crédits octroyés aux SNF a effectivement augmenté assez significativement entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2024 passant de 8 % à 12,6 % du total. Par ailleurs, comme on va le voir, la part des OFI

[135] Une analyse des entités créées par les groupes multinationaux a été menée par le Comité des statistiques de balance des paiements du FMI : *BOPCOM 18/03 - Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities*, qui cite par exemple les entités chargées d'émettre des titres pour le compte de leur groupe, des entités de leasing ou des entités détenant les brevets et licences de leur groupe.

au sein des financements en provenance du reste du monde a, elle aussi, significativement augmenté (cf. section 2). **Autrement dit, il est vraisemblable que les stratégies d'optimisation et d'internationalisation des SNF françaises aient eu une influence non négligeable dans le développement des liens du système financier français avec les NBFI étrangers.**

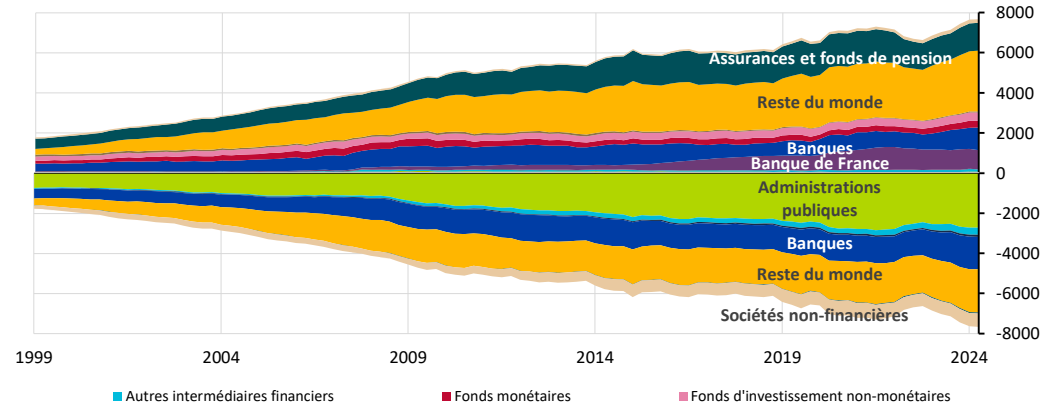
2.3. Les interconnexions financières avec le reste du monde

Comme déjà indiqué, une limite importante des données en « qui-à-qui » de la matrice des stocks financiers tient à l'absence de désagrégation sectorielle du secteur du reste du monde. Cela est particulièrement contraignant puisqu'on a vu qu'un des faits stylisés principaux de l'évolution du système financier français au cours des vingt-cinq dernières années était son ouverture à l'international. Le reste du monde apparaît, en outre, comme le principal vecteur de l'exposition des secteurs français aux NBFI.

Pour tenter de désagréger autant que possible le secteur du reste du monde nous intégrons à notre cartographie trois tableaux (annexes 2 à 4) construits à partir de la base de données SHS qui proposent des « qui-à-qui » complets entre les secteurs français et leurs contreparties des autres pays de l'Eurosystème pour les titres de créances, les actions cotées, et les parts de fonds d'investissement[136]. Ces trois tableaux proposent également des données sectorielles fiables sur les détentions des secteurs nationaux pour les mêmes catégories de produits financiers émis par des secteurs du reste du monde hors Eurosystème. La désagrégation des NBFI permise par SHS y est néanmoins un peu moins fine que celle du SEC, le secteur des OFI y regroupant aussi les institutions financières captives et les auxiliaires financiers. À partir de ces tableaux on peut s'essayer à décrire et analyser les interconnexions du système financier français avec le reste du monde.

Graphique 2.14 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des titres de créances

x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives.

[136] La cartographie à l'échelle de l'Eurosystème d'Andersen et Sánchez Serrano (2024) utilise également les données issues de SHS pour compléter les données issues des *quarterly sector accounts* de l'Eurosystème.

Les interconnexions avec le reste du monde sur le marché des titres de créance

Avant de rentrer dans le détail des interconnexions avec l'étranger on peut déjà noter, de façon générale à partir des données des comptes financiers, l'importance croissante du reste du monde, notamment côté détenteur, pour les titres de créance (bons de court terme et obligations de long terme) échangés au niveau du système financier français[137] (graphe 2.14). Le reste du monde représente ainsi 28 % des émissions et 40 % des détentions au deuxième trimestre 2024 (contre respectivement 20 % et 16% au premier trimestre 1999). On peut également noter que les administrations publiques (35,3 % des encours) et les banques (21,2 % des encours) sont les secteurs émetteurs résidents les plus importants de ce marché. Les émissions des banques ont de leur côté connu une évolution plus saccadée, le rythme d'augmentation de leurs émissions ayant stagné à partir de la crise financière de 2007-2008, pour ne se remettre à accélérer que très récemment à partir de 2022 avec la période de hausse des taux et la relative réduction de la liquidité. Les SNF ne représentent que 8,8 % des émissions.

En revanche, le rythme d'augmentation des émissions de l'État a eu tendance à s'accélérer à partir de la crise de 2007-2008 et ce jusqu'à la crise Covid-19 avant de devenir négatif, en apparence, avec la hausse des taux d'intérêt de 2022-2023. Mais cette baisse récente des émissions qui explique, avec la baisse concomitante des encours au passif du reste de monde, l'essentiel du recul récent des encours de ce marché est essentiellement lié à des effets de valorisation, la hausse des taux ayant mécaniquement induit une baisse de la valeur de marché des titres de dettes publics d'autant plus marquée que leur maturité moyenne est élevée[138]. Côté actif, on peut relever l'augmentation des encours détenus par la Banque de France, de façon concomitante aux programmes d'achats d'actifs de l'Eurosystème, la tendance s'étant inversée depuis début 2022 avec la fin des achats nets d'actifs puis avec la mise en place de la politique de *quantitative tightening* à partir de mars 2023.

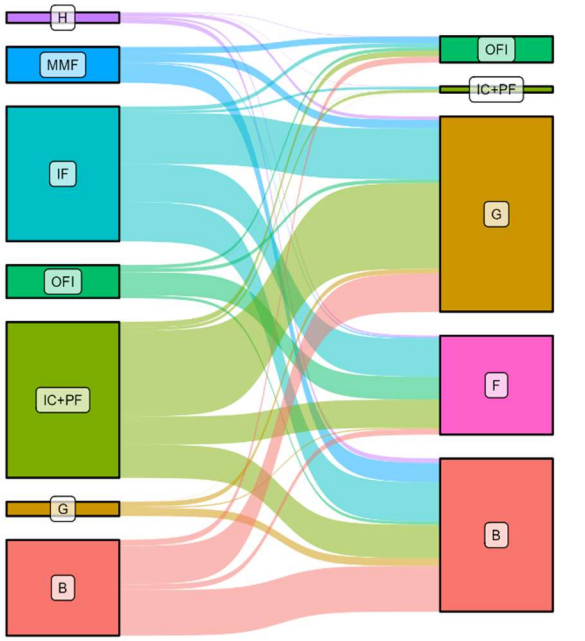
Les graphiques 2.15 et 2.16 proposent, à partir des données en « qui-à-qui » tirées de SHS, une représentation des interconnexions des secteurs résidents avec les secteurs du reste du monde pour les titres de créance français et étrangers. Pour les titres domestiques, comme déjà indiqué, on note l'importance des fonds d'investissement au passif des banques françaises puisqu'ils représentent 38 % des détentions de titres de créance des banques françaises par la zone euro. Pour les SNF on notera que les parts des NBFI et des OFI étaient de, respectivement 90 % (179 milliards d'euros), et 23 % (45 milliards d'euros) des engagements vis-à-vis de la zone euro au deuxième trimestre 2024, contre seulement 76 % et 3 % au premier trimestre 2014, ce qui est en ligne avec l'hypothèse de Mouriaux, Sabatini et Levy-Garboua. De façon générale on peut noter la montée du financement en provenance des NBFI et notamment des fonds monétaires européens qui sont passés de 4,9 % des détentions de la zone euro au premier trimestre 2014 à 7,3 % au deuxième trimestre 2024. De la même façon, la part des OFI de la zone euro est passée de 3,2 % à 6,8 % des détentions des secteurs de la zone euro.

[137] Les titres de créances échangés au niveau français et représentés dans le graphe 2.4 sont tous les titres de créance enregistrés par les comptes de patrimoine financier soit tous les titres de créance émis par des secteurs résidents et également les titres étrangers détenus par des secteurs résidents.

[138] À titre d'exemple les titres émis par les banques, dont la maturité est beaucoup plus faible, ont été nettement moins impactés par ces effets de valorisation.

Graphique 2.15 : Secteurs détenteurs de la zone euro (hors France) des titres de créances émis par les secteurs résidents

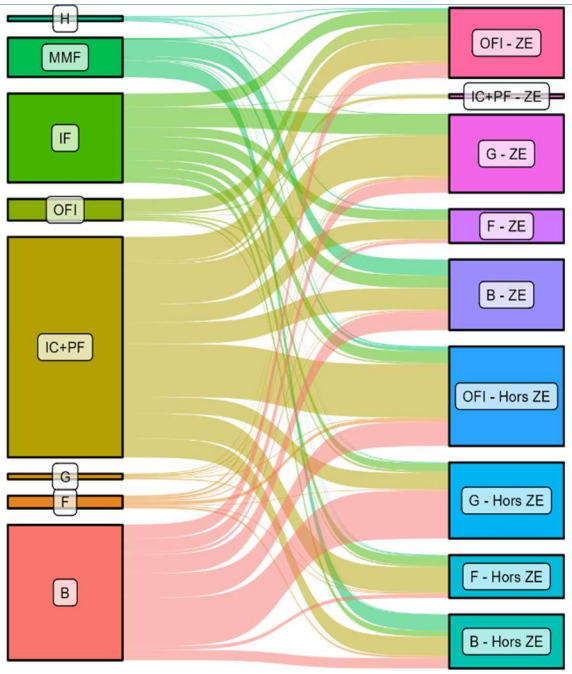
957 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages.

Graphique 2.16 : Secteurs détenteurs résidents des titres de créances émis par les secteurs du reste du monde

1 683 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages, ZE = zone euro.

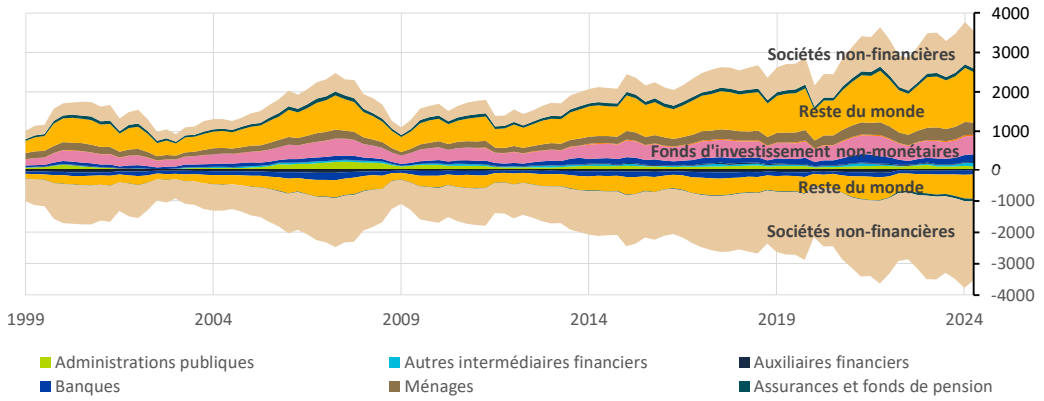
Pour ce qui est inversement des titres de créance étrangers détenus par les secteurs résidents, (cf. graphique 2.16) **on note le poids prépondérant des assureurs français mais aussi la grande diversification sectorielle et géographique de leur portefeuille**. Il avait d'ailleurs été souligné dans Banque de France (2023) que les portefeuilles de titres des assureurs français apparaissent plus diversifiés que la moyenne des assureurs européens. Les investissements en titres de créance étrangers des banques françaises ressortent comme plus concentrés vers les titres de dette publique et les titres de créance des autres institutions financières et principalement tournés vers des institutions hors zone euro.

Les interconnexions avec le reste du monde sur le marché des actions cotées

Pour ce qui est des actions cotées et non cotées échangées au niveau du système financier français, le fait le plus notable depuis vingt-cinq ans qui ressort des données des comptes de patrimoine financier apparaît également comme la montée du reste du monde au passif (côté émetteur) où il est passé de 18 % des émissions d'actions (cotées et non cotées) détenues par des institutions françaises à 20,1 % au deuxième trimestre 2024. La part du reste du monde dans la détention d'actions cotées françaises est, par ailleurs, passée de 31,3 % en 1999 à 36 % au deuxième trimestre 2024.

Graphique 2.17 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des actions cotées

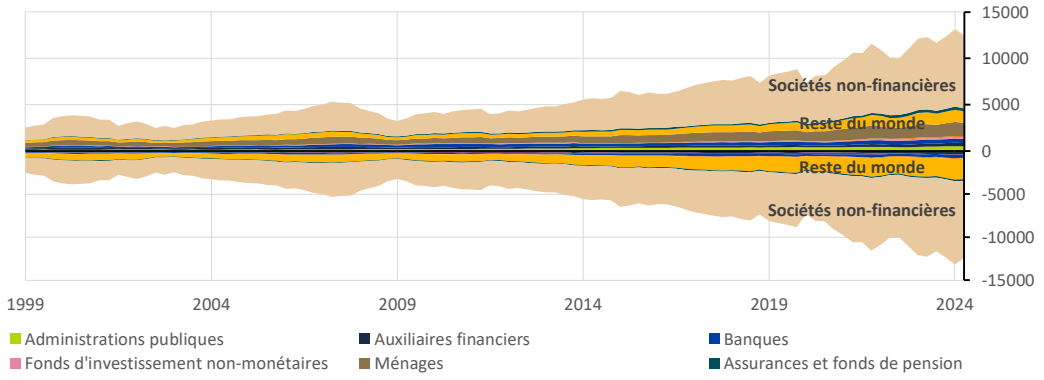
x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives.

Graphique 2.18 : Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des actions non cotées

x : axe temporel / y : encours (milliards)

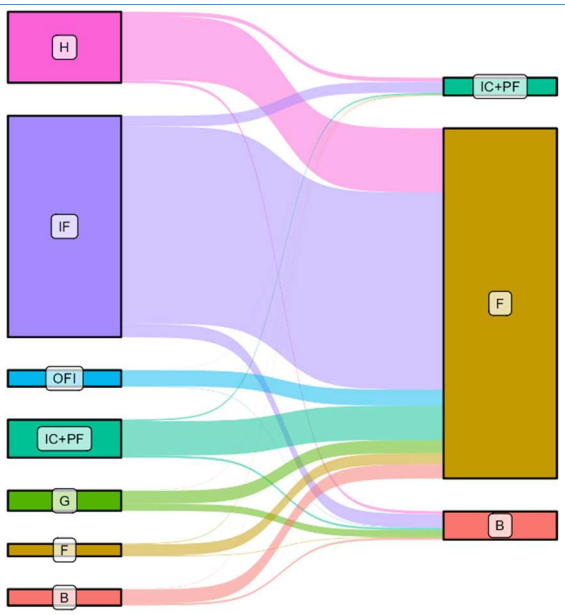


Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives.

Les graphiques 2.19 et 2.20 proposent, à partir des données en « qui-à-qui » tirées de SHS, une représentation des interconnexions des secteurs résidents avec les secteurs du reste du Monde pour les actions cotées françaises et étrangères. Pour les titres domestiques, comme déjà indiqué, on note l'importance des fonds d'investissement. Au niveau des actions cotées émises par les secteurs résidents et détenues par la zone euro, on peut relever surtout côté détenteurs la montée des fonds d'investissement non monétaires européens passés de 51,8 % des avoirs de la zone euro au premier trimestre 2014 à 56,2 % au deuxième trimestre 2024. À noter que pour les SNF résidentes on retrouve une prépondérance des NBFI pour cette source de financement, même si l'augmentation de leur part et de celle des OFI dans la détentions d'actions cotées françaises a été plus modeste que pour les titres de créance. Les parts des NBFI et des OFI étaient de respectivement 71,2 % (156 milliards d'euros) et 4,6 % (10 milliards d'euros) des engagements vis-à-vis de la zone euro au titres des actions cotées des SNF françaises au deuxième trimestre 2024, contre respectivement 69,6 % et 1,8 % au premier trimestre 2014.

Graphique 2.19 : Secteurs détenteurs de la zone euro (hors France) des actions cotées émises par les secteurs résidents

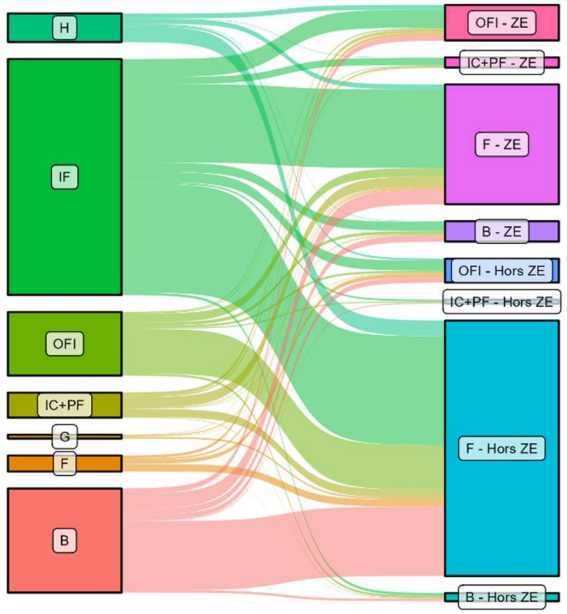
249 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages.

Graphique 2.20 : Secteurs détenteurs résidents des actions cotées émises par les secteurs du reste du monde

598 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages, ZE = zone euro.

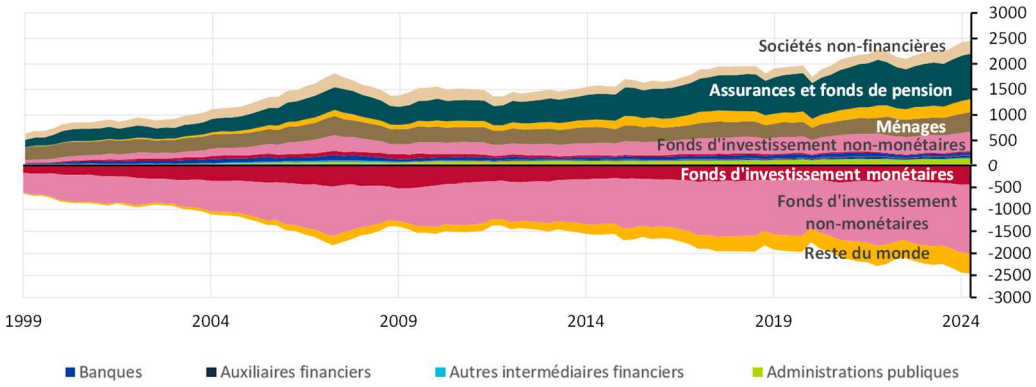
Inversement, pour ce qui est des actions cotées étrangères détenues en France (cf. graphique 2.21), la part détenue par les fonds non monétaires français est passée de 56,6 % des avoirs des secteurs résidents au premier trimestre 2014 à seulement 49,5 % au deuxième trimestre 2024, une diminution qui explique en partie la baisse de part d'actifs liquides des fonds non monétaires résidents relevée dans la première section de ce chapitre.

Les interconnexions avec le reste du monde sur le marché des parts de fonds d'investissement

Sur le marché des parts de fonds échangées en France, on observe en premier lieu une augmentation de la part relative occupée par le reste du monde, que ce soit au niveau des détentions ou des émissions. Il représente ainsi aujourd'hui 10,1 % des détentions soit une proportion dix fois plus élevée qu'en 1999. Au niveau des émissions de parts de fonds détenues par les secteurs résidents, la part du reste du monde a également augmenté pour passer de 3 % en 1999 à 18,8 % au T2 2024.

Graphique 2.21: Évolution des encours sectoriels (à l'actif et au passif) des parts de fonds

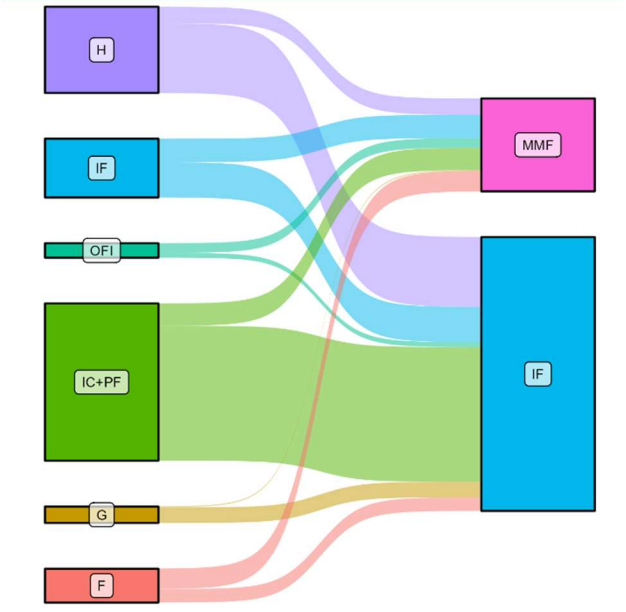
x : axe temporel / y : encours (milliards)



Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Note : Les encours des secteurs détenteurs (actifs) sont représentés avec des valeurs positives et les encours des secteurs émetteurs (passifs) avec des valeurs négatives

Graphique 2.22 : Secteurs détenteurs de la zone euro (hors France) des parts des fonds d'investissement résidents

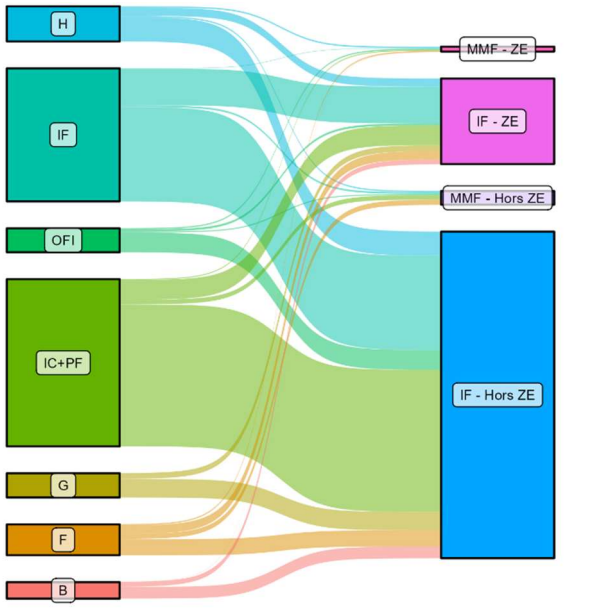
167 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages.

Graphique 2.23 : Secteurs détenteurs résidents des parts de fonds d'investissement étrangers

371 Mds d'euro au T2 2024



Source : BCE SHS-S.
Note : La taille des flèches est proportionnelle au montant de détention ; les détentions de l'Eurosystème sont exclues ;
F = sociétés non financières, B = banques, MMF = fonds monétaires, IF = fonds non monétaires, OFI = autres intermédiaires financiers, IC+PF = assurances et fonds de pension, G = administrations publiques, H = ménages, ZE = zone euro .

Si on s'intéresse aux parts émises par les fonds d'investissement résidents et détenues à l'étranger (cf. graphique 2.22), on note pour les émetteurs une montée du poids des parts de fonds monétaires français au détriment de celles de fonds non monétaires : les parts des fonds monétaires représentent ainsi désormais 36,8 % des parts de fonds résidents détenus à l'étranger au deuxième trimestre 2024 contre

seulement 11,3 % au premier trimestre 2014. **Côté détenteurs on note, pour ce qui est de la zone euro, une montée du poids des assureurs et des fonds de pension européens** qui représentaient 42,5 % des avoirs de la zone euro en parts de fonds français au deuxième trimestre 2024 contre seulement 25,8 % au premier trimestre 2014.

Enfin, pour ce qui est des parts de fonds étrangers détenus en France (cf. graphique 2.23) on n'observe pas la même montée du poids relatif des parts de fonds monétaires. Côté secteurs détenteurs résidents, le principal fait observable depuis dix ans tient à la montée du poids des assureurs qui est passé de 32,9 % du total des avoirs résidents en parts de fonds étrangers au premier trimestre 2014 à 38,5 % au deuxième trimestre 2024. On semble donc avoir eu, à l'échelle de la zone euro, un attrait ces dernières années des assureurs pour les parts de fonds d'investissement, ce qui transparaît effectivement dans la composition de leur bilan[139].

Conclusion

Ce chapitre s'est efforcé de proposer une cartographie détaillée des interconnexions du système financier français, essentiellement à partir des données des comptes financiers et de patrimoine français. Pour remédier à l'absence de désagrégation sectorielle du « reste du monde » en comptabilité nationale nous avons tâché d'intégrer également à notre cartographie des « qui-à-qui » entre les secteurs français et leurs contreparties des autres pays de l'Eurosystème sur ces différents marchés à partir de la base de données SHS de l'Eurosystème. Une autre limite des comptes financiers tient toutefois à ce que certaines opérations financières complexes comme celles sur produits dérivés ou les pensions-livrées (repos) restent peu détaillées, voire sont invisibles dans les comptes financiers[140]. Pour y remédier, une extension de ce travail pourrait être de proposer, sur le modèle d'Andersen et Sánchez Serrano (2024), un « qui-à-qui » sur les paiements de marges initiales sur produits dérivés à partir des données *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) et un autre sur les prêts relatifs à des titres pris en pension à partir de la base européenne *Securities Financing transactions datastore* (SFTDS).

[139] Cf. Banque de France (2023) pour une analyse plus détaillée du bilan des assureurs français.

[140] Invisibilisées ne signifie néanmoins pas absentes, car les flux qu'elles induisent sont alors inclus dans les chiffres des autres catégories d'opérations financières (notamment les dépôts et les crédits).

Annexe 1 : Matrice des flux financiers nets de la France au T2 2024

Flux financiers nets	Sociétés non financières	Banque de France	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Institutions financières captives et prêteurs non institutionnels	Auxiliaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	Reste du monde	Σ
(F1) Or et DTS													**0**
(F21) Numéraire	**1**	**-2**									**4**	**-3**	**0**
(F2M) Dépôts auprès de :	**3**	**13**	**-35**	**-5**	**6**	**13**			**2**	**13**	**20**	**-30**	**0**
Banque de France		39	-21							7		-24	0
Banques	4	-19	15		6	13			2	9	20	-49	0
Administrations publiques	1									-3		2	0
Reste du monde	-2	-6	-29	-5								41	0
(F3) Titres de créance émis par :	**-16**	**-16**	**68**	**-8**	**4**	**-22**	**-1**	**-12**	**9**	**-57**		**51**	**0**
Sociétés non financières	-19	-1	1	4					-2	-1		18	0
Banques	2	-2	1	-10	-1	-2			1		-1	12	0
Autres intermédiaires financiers			14		-1	-7		-1	-1			-4	0
Auxiliaires financiers			1		1			-8	1			4	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			1				-1						0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			2					-1				-1	0
Administrations publiques	-1	-6	14	2	-2	3		-1	5	-55		42	0
Reste du monde	1	-8	35	-4	6	-14			4	-1	1	-21	0
(F4) Prêts octroyés par :	**-14**		**4**	**1**		**-10**		**-6**	**-2**	**2**	**1**	**25**	**0**
Sociétés non financières	-3						-1	-6		5		5	0
Banques	-14		-1			-5		-7	3		7	16	0
Fonds monétaires				1	-1								0
Autres intermédiaires financiers	-0		4			-23					-7	26	0
Auxiliaires financiers	-1							3	-3			1	0
Administrations publiques	3									-3			0
Reste du monde	1					19		4	-1			-23	0
(F511) Actions cotées émises par :	**-22**		**13**		**2**	**15**	**1**			**1**	**4**	**-15**	**0**
Sociétés non financières	-11		2		-2	-4				1	4	11	0
Banques	2				-1		1					-2	0
Auxiliaires financiers								-1		1		1	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension	-3								2			1	0
Reste du monde	-10		10		5	20					1	-25	0
(F51M) Actions non cotées et autres participations émises par :	**-3**		**-7**				**2**	**9**	**1**		**2**	**-5**	**0**
Sociétés non financières	-103		13		9		5	32	4	1	13	25	0
Banques	27		-13		-2			-1			-8	-4	0
Autres intermédiaires financiers	6											-5	0
Auxiliaires financiers	58		-7		-7		-3	-25	-7		-3	-6	0
Institutions financières captives et prêteurs non inst.			2									-2	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension			-1						3	-1		-1	0
Reste du monde	9		-1		1			3	1			-13	0
(F52) Parts de fonds émises par :	**-8**		**-1**	**11**	**-16**	**4**	**1**	**4**	**-2**		**11**	**-2**	**0**
Fonds monétaires	-10			11	7		1	-1	-4		1	-4	0
Fonds d'investissement non monétaires	1				-22	1		4	4		9	4	0
Reste du monde	1		-1			3		1	-2	-1	1	-2	0
(F7) Produits dérivés émis par :		**-1**	**-3**		**2**							**2**	**0**
Sociétés non financières	-1		1										0
Banque de France		-1			1								0
Banques	1		-93	-1	1	-3						95	0
Fonds monétaires			-1	-1								1	0
Fonds d'investissement non-monétaires			2		-2	-1						1	0
Autres intermédiaires financiers			-10		-1	15						-4	0
Reste du monde			98	1	2	-11			-1			-91	0
(F6) Provisions techniques d'assurances émises par :									**-19**		**14**	**5**	**0**
Sociétés d'assurance et fonds de pension									-18		14	4	0
Reste du monde									-1			1	0
(F8) Autres comptes à recevoir ou à payer	**5**	**2**	**25**		**-1**	**1**			**1**	**-7**	**3**	**-30**	**0**
Sociétés non financières	10		-3			-5				-9	1	5	0
Banques	-8	2	26			-1					-9	-10	0
Fonds d'investissement non monétaires					-1	-0					1		0
Autres intermédiaires financiers						6					-1	-6	0
Sociétés d'assurance et fonds de pension									1	-1			0
Administrations publiques	-12									-16	27		0
Ménages	1		-3			-1				19	-17		0
Reste du monde	13		5			2				-1		-20	0
(BF90) Capacité/Besoin de financement	**54**	**3**	**-63**	**2**	**3**	**-1**	**-4**	**6**	**10**	**47**	**-59**	**2**	**0**
Σ	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

Note : Cette matrice correspond à la fusion des deux tableaux « Flux nets d'acquisitions d'actifs financiers » et « Flux nets d'engagements contractés et capacité/besoin de financement » des comptes financiers publiés par la Banque de France. Les flux nets d'acquisitions d'actifs financiers prennent un signe positif tandis que les Flux nets d'engagements contractés prennent un signe négatif. Chaque compte d'opération étant nécessairement équilibré, chaque ligne a zéro pour somme. Suivant l'usage en comptabilité nationale, on inscrit comme un flux net d'engagements contractés (donc avec un signe négatif) le solde, qui est la différence entre les augmentations nettes d'actifs et de passifs, appelé la capacité de financement du secteur (ou le besoin de financement si ce solde est négatif). De cette façon chaque colonne a également zéro pour somme.
Source : Banque de France, comptes financiers trimestriels.

.

Annexe 2 : Avoirs et engagements des secteurs français (hors Banque de France) vis-à-vis des secteurs non-résidents pour les titres de créances au T2 2024 en Mds EUR

	Sociétés non financières	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	M
Avoirs sur le reste du monde	**40**	**431**	**125**	**284**	**69**	**702**	**17**	**16**	**1 683**
Secteur émetteur ZE	**18**	**155**	**58**	**177**	**50**	**340**	**10**	**5**	**813**
F^{ZE}	1	10	5	30	2	57	2	1	108
B^{ZE}	3	59	50	40	1	69	2	1	224
OFI^{ZE}	6	44	6	42	43	76	2	3	222
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$				2		9			12
G^{ZE}	7	42		63	5	128	4	1	248
Secteur émetteur hors ZE	**22**	**276**	**67**	**107**	**19**	**362**	**7**	**11**	**869**
F*	3	12	3	29	6	79	3	2	136
B*	6	33	50	18	1	60	1	2	172
OFI*	11	77	11	35	5	169	3	5	316
IC*+PF*						1			2
G*	2	153	2	23	7	52		1	242
Engagements vis-à-vis du reste du Monde	**369**	**953**			**178**	**29**	**1 510**		**3 039**
Secteur détenteur ZE	**199**	**305**			**52**	**12**	**389**		**957**
F^{ZE}	3	3					4		10
B^{ZE}	11	90			12		76		189
MMF^{ZE}	3	38			13		17		70
IF^{ZE}	75	78			8	5	100		266
OFI^{ZE}	45	6			6		7		65
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$	56	66			11	6	169		308
G^{ZE}	2	16					10		28
H^{ZE}	4	9			1	1	7		21
Détention hors ZE	**171**	**648**			**126**	**16**	**1 121**		**2 082**

Sources : BCE SHS-S et Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Notes : Les engagements vis-à-vis les résidents hors zone euro sont identifiés comme la différence entre les engagements vis-à-vis le reste du monde à partir des comptes financiers trimestriels (CFT) et la somme des détentions des résidents de la zone euro ; les détentions de titres français par l'Eurosystème sont comptabilisées dans les détentions hors zone euro ; L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.

Annexe 3 : Avoirs et engagements des secteurs français (hors Banque de France) vis-à-vis des secteurs non-résidents pour les actions cotées au T2 2024 en Mds EUR

	Sociétés non financières	Banques	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	M
Avoirs sur le reste du monde	**20**	**131**	**296**	**80**	**31**	**5**	**36**	**598**
Secteur émetteur ZE	**6**	**33**	**141**	**17**	**20**	**2**	**13**	**233**
F^{ZE}	2	19	99	11	13	1	6	150
B^{ZE}		8	11	4	1		1	25
OFI^{ZE}	3	7	22	1	4		6	45
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$			9	1	2		1	12
Secteur émetteur hors ZE	**14**	**98**	**154**	**63**	**12**	**3**	**22**	**365**
F^{*}	9	87	136	56	10	2	20	320
B^{*}		3	3	3	1			10
OFI*	5	6	13	3	1		2	30
IC*+PF*		1	2	1				5
Engagements vis-à-vis du reste du monde	**1 161**	**69**		**5**	**39**			**1 274**
Secteur détenteur ZE	**219**	**18**		**1**	**11**			**249**
F^{ZE}	7							7
B^{ZE}	9	1						10
IF^{ZE}	124	8		1	7			140
OFI^{ZE}	10							10
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$	22	1			1			24
G^{ZE}	8	4						13
H^{ZE}	40	2			3			45
Détention hors ZE	**941**	**51**		**5**	**28**			**1 025**

Sources : BCE SHS-S et Banque de France, comptes financiers trimestriels.
Notes : Les engagements vis-à-vis les résidents hors zone euro sont identifiés comme la différence entre les engagements vis-à-vis le reste du monde à partir des comptes financiers trimestriels (CFT) et la somme des détentions des résidents de la zone euro ; les détentions de titres français par l'Eurosystème sont comptabilisées dans les détentions hors zone euro ; L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.

Annexe 4 : Avoirs et engagements des secteurs français (hors Banque de France) vis-à-vis des secteurs non-résidents pour les parts de fonds au T2 2024 en Mds EUR

	Sociétés non financières	Banques	Fonds d'investissement monétaires	Fonds d'investissement non monétaires	Autres intermédiaires financiers	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Administrations publiques	Ménages	Σ
Avoirs sur le reste du monde	**26**	**14**	**1**	**114**	**21**	**143**	**21**	**30**	**371**
Secteur émetteur ZE	**8**	**4**		**32**	**3**	**18**	**5**	**8**	**78**
MMF^{ZE}	1				1	1		1	4
IF^{ZE}	7	4		31	2	17	5	7	73
Secteur émetteur hors ZE	**18**	**10**	**1**	**82**	**18**	**126**	**16**	**22**	**293**
MMF^{*}	4		1	2	1	4		1	13
IF^{*}	14	10		81	17	122	16	21	280
Engagements vis-à-vis du reste du monde			**91**	**157**					**247**
Secteur détenteur ZE			**43**	**124**					**167**
F^{ZE}			9	6					15
B^{ZE}			1						1
IF^{ZE}			11	16					27
OFI^{ZE}			4	2					7
$IC^{ZE}+PF^{ZE}$			10	61					71
G^{ZE}				7					7
H^{ZE}			7	32					39
Détention hors ZE			**48**	**32**					**80**

Sources : BCE SHS-S et Banque de France, comptes financiers trimestriels.

Notes : Les engagements vis-à-vis les résidents hors zone euro sont identifiés comme la différence entre les engagements vis-à-vis le reste du monde à partir des comptes financiers trimestriels (CFT) et la somme des détentions des résidents de la zone euro ; les détentions de titres français par l'Eurosystème sont comptabilisées dans les détentions hors zone euro ; L'arrondissement des chiffres peut entraîner des écarts entre le total affiché et la somme des valeurs des composantes.

Annexe 5 : Nomenclature du secteur financier français selon le SEC

<table>
<tr><th colspan="5">Intermédiaires financiers à l'exclusion des sociétés d'assurance et des fonds de pension S12A</th><th rowspan="3">Auxiliaires financiers</th><th rowspan="3">Institutions financières captives</th><th rowspan="3">Sociétés d'assurance et fonds de pension</th></tr>
<tr><th colspan="3">Institutions financières monétaires</th><th rowspan="2" colspan="2">Intermédiaires financiers non monétaires S12AIF</th></tr>
<tr><th rowspan="2">Banque centrale</th><th colspan="2">Autres institutions monétaires financières S12T</th><th rowspan="2">OPC monétaires</th></tr>
<tr><th colspan="2">Établissements de crédit et assimilés</th><th>OPC non monétaires et assimilés</th><th>Autres intermédiaires financiers</th></tr>
<tr><th>S121</th><th colspan="2">S122</th><th>S123</th><th>S124</th><th>S125</th><th>S126</th><th>S127</th><th>S128+S129</th></tr>
<tr>
<td>Banque de France

IEDOM
(Institut d'émission des départements d'outre-mer)</td>
<td>• Banques commerciales

• Banques mutualistes ou coopératives

• Caisses de crédit municipal

• Établissement de monnaie électronique résident

• Institutions financières spécialisées (IFS)
– Euronext Paris
– Caisse de garantie du logement locatif social (CGLS)
– Agence française de développement (AFD)

• Sociétés de développement régional (SDR) y compris les institutions financières des départements d'outre-mer</td>
<td>• Sociétés financières régies par des dispositions législatives ou réglementaires spécifiques
– Sociétés financières affiliées aux banques mutualistes ou coopératives
– Sociétés de crédit immobilier
– Sociétés de crédit foncier
– Sociétés de caution à statut particulier
– Sofergie
– Sociétés de crédit d'outremer (DOM uniquement)
– Société de financement des télécommunications

• Sociétés financières exerçant divers types d'activité
– Crédit-bail
– Autre distribution de crédit
– Société de financement

• Caisse des dépôts et consignations (CDC)

• Société d'affacturage siège métropole</td>
<td>• SICAV monétaires

• FCP monétaires</td>
<td>• SICAV et FCP non monétaires à vocation générale
dont :
– OPC « actions »
– OPC « obligations
– OPC « fonds à formule »
– OPC « de fonds alternatifs »
– OPC diversifiés
– OPC monégasques

• SICAF

• FCP Entreprises :
– OPC d'épargne salariale (FCPE, SICAVAS)
• Fonds commun d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT)

• FCP à risques y compris FCPI et FIP

• Sociétés civiles de placements immobiliers (SCPI)

• Organismes de placement collectifs en immobilier (OPCI)</td>
<td>• Entreprises d'investissement
• Action Logement Services (ALS)

Gérés par l'ANPEEC
• Groupements professionnels de répartition d'emprunts collectifs au profit d'agents non bancaires

• Sociétés de caution mutuelle (SCM)

• Organismes de titrisation

• Société de financement de l'économie française (SFEF)

• Entreprises de micro-crédit

• Établissements traités pour l'ACPR</td>
<td>• Sociétés de gestion de portefeuille (AMF)

• Sociétés de courtage

• GIE Carte Bleue

• GIE Carte Bancaire

• Fonds de garantie des dépôts

• Changeurs manuels

• Compagnies financières

•Établissements de paiement</td>
<td>• Sociétés qui détiennent un niveau de capital leur permettant d'assurer le contrôle d'un groupe de sociétés filiales et dont la fonction principale est de posséder ce groupe sans fournir aucun autre service (elles n'administrent pas ou ne gèrent pas d'autres unités)

• Critères de sélection de ces U.L
– U.L avec production < 1 million d'euros
et
– U.L possède plus de 80 % de titres de participation sur l'actif total
et
– U.L emploie entre 0 et 3 salariés
et
– U.L avec un bilan > 1 million d'euros</td>
<td>• Sociétés :
– d'assurance-vie
– d'assurance non-vie
– de réassurance

• Mutuelles

• Institutions de prévoyance

• Coface

• Fonds de pension</td>
</tr>
</table>

Sources : SEC 2010 et Banque de France.

Notes : Le Système européen des comptes (SEC 2010) décline le secteur des sociétés financières (S12) en 9 sous-secteurs : S121, S122,S123, S124, S125, S126, S127, S128 et S129 ; ACPR : Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, FCP : fonds commun de placement, FCPI : fonds commun de placement pour l'innovation, FIP : fonds d'investissement de proximité, OPC : organismes de placement collectif, SICAF : société d'investissement à capital fixe, SICAV : sociétés d'investissement à capital variable, U.L : unités légales.

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

Directeur de la publication
Claude PIOT

Directeurs de la rédaction
François HAAS
Édouard VIDON

Coordinateurs
Frédéric GUEVEL, Gabriel CHEMAIN ; Dalia IBRAHIM

Comité éditorial
Frédéric AHADO ; Cyrille AMAND ; Jade AL YAHYA ; Amandine ARAUJO ; Angélique AUBERT ; Ludivine BERRET ; Pierre BERTHONNAUD ; Caroline BIENVENU ; Jean-François BOUSCASSE ; Claire BROUSSE ; Aurore CAMBOU ; Alexandre CHEVALLIER ; Thibauld CHRISTIN ; Lucille COLLET ; Etienne DE L'ESTOILE ; Grégoire DESBROSSES ; Lucas DEVIGNE ; Grégoire DESBROSSES ; Feyrouz DJABALI ; Paul DOMART ; Fanchon DURAND ; Mathieu EL DAHABY ; Aurélien ESPIC ; Laurent FAIVRE ; Thomas FERRIERE ; Vincent GUEGAN ; Raphaël GORRAND ; Déborah HADDAD ; Jonas HEIPERTZ ; Julien IDIER ; Caroline JARDET ; Tristan JOURDE ; Jules JOYEZ ; Lisa KERDELHUE ; Sandrine LECARPENTIER ; Pauline LEZ ; Antoine LHUISSIER ; Tarik MOUAKIL ; Thibaut PIQUARD ; Inès RISPAL ; Martin SAILLARD ; Rachele SANNIER ; Alice SCHWENNINGER ; Matthieu SEGOL ; Pierre SOLA ; Edith STOJANOVIC ; Yann TESTARD ; Louise TUPINIER ; Floris VAN DIJK ; Thao VU THANH ; Raphaël VIVES ; Déborah ZRIBI

Traduction et réalisation
Pôle Data
Direction de la Stabilité Financière
Service de l'Édition et des Langages
Direction de la Communication

Dépôt légal
Décembre 2024
ISSN 2268-5278 (en ligne)

Internet
https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-recherche/nos-principales-publications/rapport-sur-la-stabilite-financiere