

## Économie bancaire et financière

# Chapitre 1 : Système financier

Olivier Loisel

ENSAE

Janvier – Mars 2024

## But du chapitre

- Ce chapitre (chapitre 1) a pour but de **décrire** le système financier dans ses grandes lignes :
  - sa structure et son rôle économique,
  - les marchés financiers et leurs caractéristiques,
  - les institutions bancaires et financières,en indiquant les principaux ordres de grandeur correspondants.
- Le reste du cours (chapitres 2-10) cherchera à **expliquer** tour à tour certaines caractéristiques du système financier :
  - les prix sur les marchés financiers (obligations, actions, changes),
  - la structure financière, les crises financières, et la régulation financière.

# Plan du chapitre

- 1 Introduction
- 2 Système financier
- 3 Marchés financiers
- 4 Institutions financières

# Système financier

- ① Introduction
- ② **Système financier**
- ③ Marchés financiers
- ④ Institutions financières

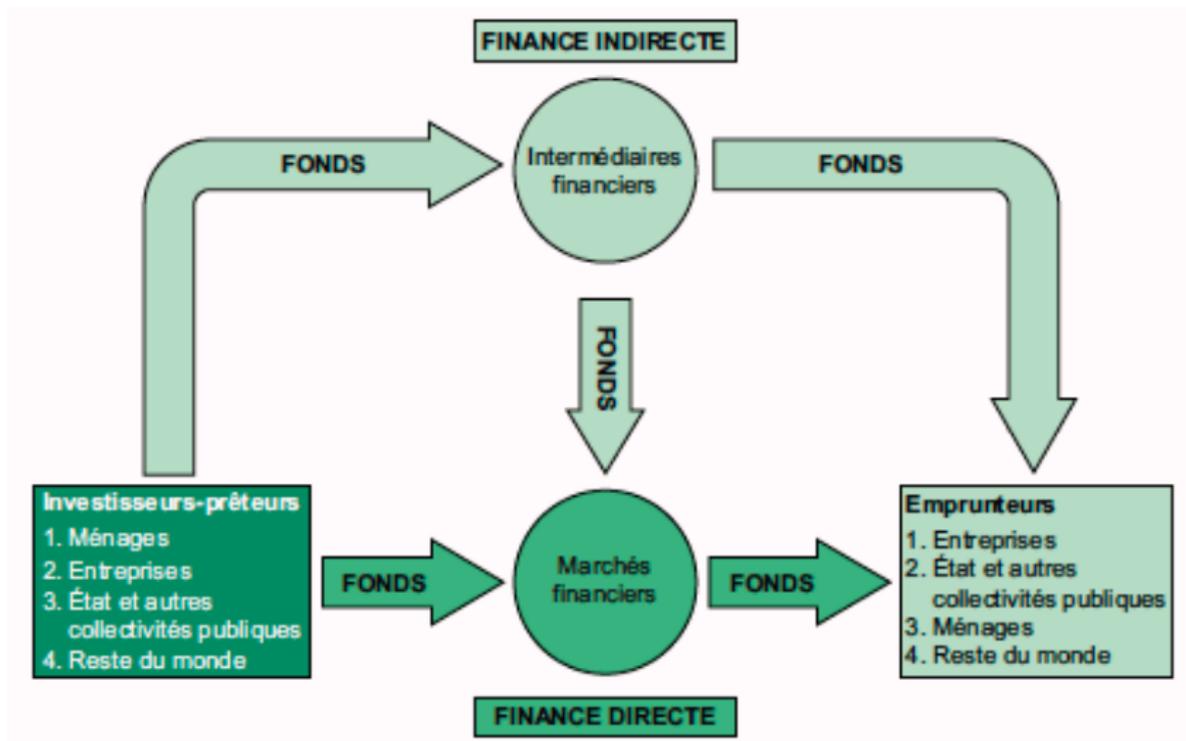
# Système financier

- **Système financier** : système qui permet de transférer des fonds
  - depuis les agents qui en disposent en excès (agents à **capacité de financement**)
  - vers les agents qui en manquent (agents à **besoin de financement**).
- En pratique et à l'échelle macroéconomique,
  - les principaux agents à capacité de financement sont **les ménages**,
  - les principaux agents à besoin de financement sont **les entreprises, les États et les administrations publiques**.
- Ce transfert de fonds peut se réaliser de deux principales manières :
  - **finance directe**,
  - **finance indirecte**.

## Finance directe et finance indirecte

- **Finance directe** : les emprunteurs obtiennent des fonds de la part des prêteurs en émettant et vendant des **titres** sur un **marché financier**.
- Ces titres sont des **droits de créance** sur les revenus ou actifs futurs de l'emprunteur.
- Ils sont inscrits
  - au passif du bilan des emprunteurs/émetteurs,
  - à l'actif du bilan des prêteurs/investisseurs.
- **Finance indirecte (ou intermédiée)** :
  - les emprunteurs obtiennent des fonds en s'adressant à des **intermédiaires financiers** (notamment les **banques**) qui leur consentent des prêts,
  - les prêteurs prêtent leurs fonds en excès aux intermédiaires financiers, sous forme de **dépôts**.

# Flux de fonds au sein du système financier



Source : Mishkin et al. (2010).

## Utilité du système financier

- Le système financier permet des transactions mutuellement avantageuses.
- En particulier, il permet aux agents de répartir leurs dépenses dans le temps comme ils le souhaitent, sans attendre d'en avoir épargné le montant :
  - jeunes ménages : achat de logement,
  - entrepreneurs : investissement productif.
- Pour cette raison, il peut augmenter l'efficacité de l'allocation des ressources au sein de l'économie, et en particulier l'investissement et la croissance.
- Il joue un rôle important pour l'économie, à la fois pour sa tendance de long terme et ses fluctuations de court terme.
- Les crises financières témoignent indirectement de ce rôle : une désorganisation ou un blocage du système financier conduit souvent à une forte récession.

# Structure des systèmes financiers I

- La **structure d'un système financier** est l'importance relative de la finance directe (ou indirecte) dans ce système.
- Elle n'est pas facile à mesurer en pratique car la distinction entre finance directe et finance indirecte est parfois floue :
  - l'achat d'un titre se fait souvent en passant par un intermédiaire,
  - les créances des banques ont été en partie titrisées et rachetées, dans les années 2000 aux États-Unis, par le "secteur bancaire parallèle".
- **Secteur bancaire parallèle** : intermédiaires financiers non bancaires, soumis à des contraintes réglementaires moindres que les banques parce qu'ils ne reçoivent pas de dépôts du public.

## Structure des systèmes financiers II

- On peut mesurer la structure financière en termes de flux ou de stocks (bruts ou nets) de financement :
  - **flux** : nouveaux financements pendant une période donnée,
  - **stock (ou encours)** : créances totales à une date donnée.
- Les mesures en termes de flux font apparaître la finance indirecte relativement plus importante que les mesures en termes de stock, car la durée des prêts est souvent plus courte que la durée de vie des titres.
- La structure financière évolue dans le temps :
  - de manière permanente (en fonction des innovations financières),
  - de manière temporaire (par exemple l'émission d'obligations est souvent plus importante en période de taux d'intérêt bas).
- La finance indirecte est plus importante en zone euro qu'aux États-Unis.

# Structure financière en zone euro et aux États-Unis I

Poids des trois principales sources de financement externe  
du secteur privé non financier (ménages et entreprises non financières)

en % du PIB en fin d'année (stocks)

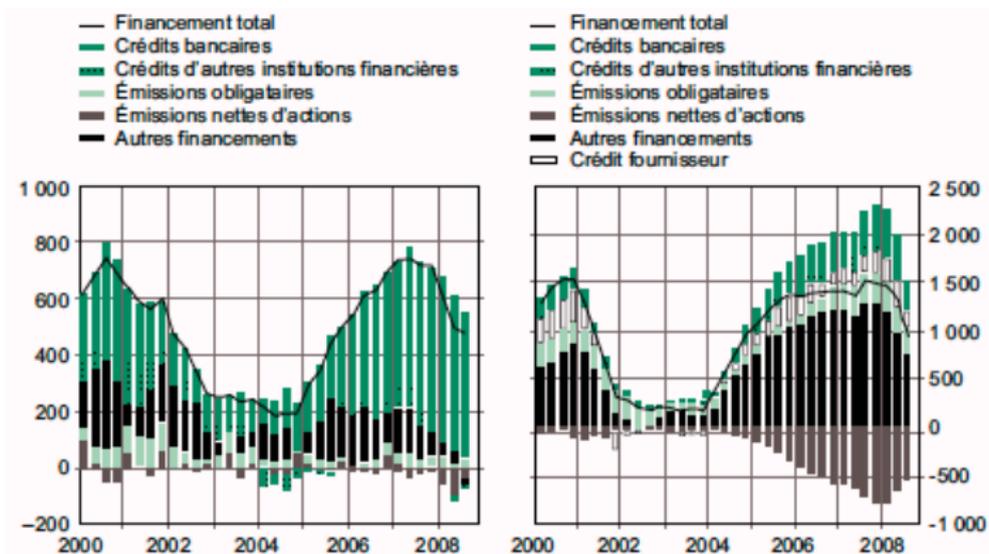
	Zone euro		États-Unis	
	1998	2007	1998	2007
Actions cotées	63	85	145	144
Obligations	45	81	107	168
Prêts bancaires	92	145	49	63
Total	200	311	300	375

Source : Mishkin et al. (2010).

# Structure financière en zone euro et aux États-Unis II

Flux financiers reçus par les entreprises non financières par trimestre

(à gauche : en zone euro, en milliards d'euros ; à droite : aux États-Unis, en milliards de dollars)



Source : Mishkin et al. (2010).

# Marchés financiers

- ① Introduction
- ② Système financier
- ③ **Marchés financiers**
- ④ Institutions financières

## Marchés de dettes et marchés de fonds propres I

- Une entreprise peut obtenir des fonds sur un marché fin. de deux manières :
  - par émission de **titres à revenu fixe** (dettes), par ex. des **obligations**,
  - par émission d'**actions** ou **parts sociales** (fractions de son capital ou de ses fonds propres).
  
- Une **obligation** est un engagement contractuel par lequel l'emprunteur s'engage à payer au détenteur de l'obligation des versements déterminés à des intervalles fixés jusqu'à une certaine date (appelée échéance).
  
- On appelle **maturité** d'une dette sa durée restante (jusqu'à son échéance) :
  - dette de court terme : maturité  $\leq 1$  an,
  - dette de moyen terme :  $1 \text{ an} < \text{maturité} < 10 \text{ ans}$ ,
  - dette de long terme : maturité  $\geq 10 \text{ ans}$ .

## Marchés de dettes et marchés de fonds propres II

- Les **actions** d'une entreprise sont des fractions de son capital : elles donnent des droits sur les **revenus nets** (après dépenses et impôts) et sur les **actifs** de cette entreprise.
- Par exemple, le détenteur d'une action d'une entreprise ayant émis 100 actions a droit à  $1/100^{\text{ième}}$  des dividendes qu'elle verse et, lors de son éventuelle liquidation, à  $1/100^{\text{ième}}$  de son actif net (ses actifs moins ses dettes).
- Les **dividendes** sont les versements (annuels ou trimestriels) qu'effectuent les entreprises à leurs actionnaires lorsqu'elles distribuent des bénéfices.
- Les actions sont des titres à **long terme**, car elles n'ont pas de date d'échéance.

## Marchés de dettes et marchés de fonds propres III

- Les actions représentent un **droit de propriété collectif** sur l'entreprise : les actionnaires ont droit, lors des assemblées générales,
  - d'élire les dirigeants de l'entreprise,
  - de voter sur ses principales décisions, parmi lesquelles l'affectation des bénéfices en dividendes ou en réserves.
  
- Contrairement au détenteur d'obligations, l'actionnaire est un **bénéficiaire résiduel** : l'entreprise doit satisfaire ses autres obligations contractuelles (en particulier payer ses salariés et rembourser ses dettes) avant de pouvoir effectuer un versement à ses actionnaires.

## Marché primaire et marché secondaire I

- **Marché primaire** : marché financier sur lequel les nouvelles émissions de titres (actions ou obligations) sont proposées par les entreprises ou les États (émetteurs) à des acheteurs (souscripteurs).
- **Marché secondaire** : marché financier sur lequel s'échangent les titres déjà émis.
- Exemples de marchés secondaires :
  - **bourses** : *New York Stock Exchange*, Bourse de Tokyo, *London Stock Exchange*, *Euronext* (Paris, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne),
  - **marché des changes**.

## Marché primaire et marché secondaire II

- Lors de l'achat d'un titre sur le marché secondaire, l'entreprise qui l'a émis ne reçoit rien.
- Néanmoins, le marché secondaire a **deux fonctions** importantes pour l'entreprise émettrice :
  - **augmenter la liquidité** des titres (c'est-à-dire faciliter la vente de titres par leurs détenteurs) et donc rendre les titres plus attractifs aux yeux des souscripteurs,
  - **déterminer un cours** pour chaque titre, et donc indiquer à l'entreprise à quel prix elle peut émettre de nouveaux titres sur le marché primaire.

## Marchés organisés et marchés de gré à gré

- **Marché organisé** : marché réunissant en un lieu unique (réel ou virtuel) acheteurs et vendeurs de titres.
- Exemples : la plupart des grands marchés d'actions et des bourses de commerce ou marchés de produits primaires (*Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, New York Mercantile Exchange, London Metal Exchange, International Petroleum Exchange...*).
- **Marché de gré à gré** : des teneurs de marché localisés à différents endroits affichent les prix auxquels ils sont disposés à vendre ou acheter différents titres, et sont en contact permanent par réseau électronique.
- Exemples : NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*), marché des obligations de l'État fédéral américain, marché des changes.

## Marché monétaire et marché des capitaux

- Le marché monétaire et le marché des capitaux se distinguent l'un de l'autre par la maturité des titres qui y sont échangés :
  - **marché monétaire** : titres de maturité originelle inférieure à un an,
  - **marché des capitaux** : titres à plus long terme (dont actions).
- En général,
  - le marché monétaire est **plus liquide** (les titres de court terme sont davantage échangés que les titres de long terme),
  - le prix sur le marché monétaire est **moins volatil** (le prix des titres de court terme fluctue moins que celui des titres de long terme).
- Principaux participants :
  - sur le marché monétaire : entreprises, banques, particuliers ;
  - sur le marché des capitaux : compagnies d'assurance et fonds de pension (qui ont peu d'incertitude sur le montant des capitaux dont ils disposeront dans le futur).

# Instruments du marché monétaire I

- 1 **Prêts interbancaires** au jour le jour “en blanc” (non gagés), dont les taux d'intérêt sont
  - le *Federal Funds rate* aux États-Unis,
  - l'€ster (*Euro Short Term Rate*) en zone euro.
- 2 **Bons du Trésor** : titres de dette publique à court terme, comme les
  - *Treasury bills* à 1, 3, 6 mois, et *Treasury bonds* à 1 an aux États-Unis,
  - bons du Trésor à 3 mois, 6 mois, 1 an en France,qui se caractérisent par un niveau de risque très faible (les États souverains faisant rarement défaut dans la mesure où ils peuvent toujours augmenter les impôts ou émettre de la monnaie pour payer leurs dettes).

## Instruments du marché monétaire II

- ③ **Pension livrée** : emprunt de fonds, habituellement pour 1, 2, 7 jours ou 1 mois, sécurisé par des titres que le prêteur peut vendre en cas de **défaut** partiel ou total de l'emprunteur : aux États-Unis, **repo** (*sale and repurchase agreement*) utilisant en général des titres du Trésor comme sûretés.
- ④ **Certificats de dépôt** : titres de dette à court terme émis par les établissements de crédit et détenus par les agents financiers et non financiers.
- ⑤ **Commercial paper** (États-Unis) ou **billets de trésorerie** (France) : titres de dette à court terme, adossés à des actifs ou non, émis par les entreprises financières et non financières.

# Principaux instruments du marché monétaire français

Titres de créances négociables français au 5 mars 2010 (milliards d'euros)

	Encours	Émissions de la semaine	Nombre d'émetteurs
Certificats de dépôt	336,1	95,5	192
Billets de trésorerie	51,2	8,7	77
Bons à moyen terme négociables	66,5	0,22	130

Source : Mishkin et al. (2010).

# Instruments du marché des capitaux

## ① Actions

## ② Obligations d'État

## ③ Obligations privées

## ④ **Obligations hypothécaires** : titres représentatifs des prêts faits aux ménages ou aux entreprises pour acheter des biens immobiliers qui constituent des sûretés pour ces prêts.

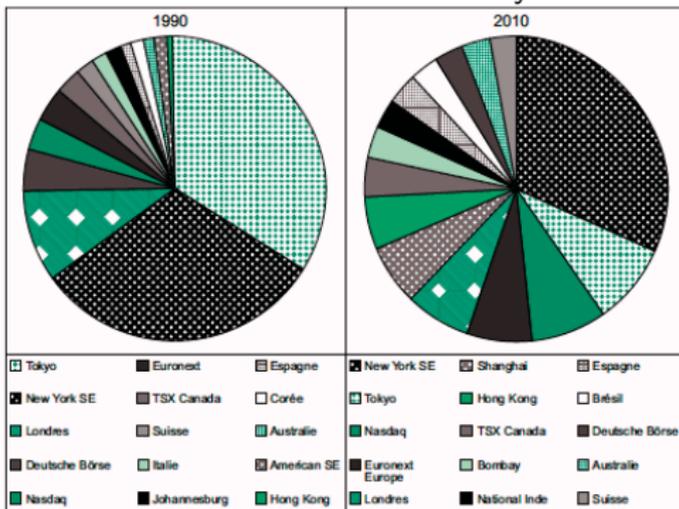
- Leur encours a fortement augmenté entre 2000 et 2008 (titrisation des prêts au logement qui, conjuguée à la baisse du prix des logements à partir de l'été 2006, a largement été à l'origine de la crise financière).
- Parmi elles, les **obligations sécurisées** sont des obligations adossées à des prêts hypothécaires ou des créances sur le secteur public (notamment collectivités locales).

# Actions

- Les entreprises peuvent lever des fonds en émettant et vendant des actions.
- Le marché des actions, par rapport au marché des obligations privées, est caractérisé par
  - un encours plus important (et donc une liquidité plus importante),
  - un flux de nouvelles émissions plus faible (souvent moins de 1% de l'encours sur une année).
- Les évolutions des cours boursiers peuvent donc être jugées moins importantes que celles du marché obligataire pour les décisions de financement des entreprises.
- Les marchés des actions sont appelés **bourses de valeurs**, et le prix d'une action est appelé son **cours (boursier)**.

## Poids des 15 premières bourses mondiales

Capitalisations boursières des actions domestiques mesurées en monnaie nationale et converties en dollars au cours moyen de l'année



Source : Mishkin et al. (2010). Le total des 15 premières bourses mondiales atteint 8.000 milliards de dollars en 1990 et 39.000 milliards de dollars en février 2010 (soit 83% de la capitalisation de la totalité des bourses mondiales).

## Obligations d'État

- Les obligations d'État sont en général très liquides (et en cela attractives) :
  - aux États-Unis, le montant des transactions sur les obligations du Trésor dépasse les 500 milliards de dollars par jour en moyenne ;
  - en Europe, le montant des transactions est plus faible du fait de l'absence d'obligations fédérales.
- Les obligations publiques sont souvent émises pour de longues durées (10 à 30 ans).
- Des institutions publiques ou quasi publiques (collectivités locales) émettent aussi des obligations à long terme qui sont explicitement ou implicitement garanties par l'État et donc ont des caractéristiques proches de celles des obligations d'État.
- Les obligations publiques sont largement détenues par les institutions financières gérant de l'épargne à long terme.

# Principaux instruments du marché des capitaux américain...

Encours en fin d'année (en milliards de dollars)				
Instruments	1980	1990	2000	2008
Actions (valeur de marché)	1 601	4 146	17 627	19 648
Hypothèques	1 106	2 886	5 463	12 033
Obligations privées	366	1 008	2 230	3 703
Obligations du Trésor	407	1 653	2 184	3 621
Obligations d'agences fédérales	193	435	1 616	8 073
Obligations des états et collectivités locales	310	870	1 192	2 225
Crédits bancaires aux entreprises	459	818	1 091	1 605
Crédits aux particuliers	355	813	536	871
Crédit hypothécaire aux entreprises	352	829	1 214	2 526

Source : Mishkin et al. (2010).

## ...et de celui de la zone euro en 2009

Titres émis par les résidents, en milliards d'euros	Encours fin novembre	Émissions brutes (janvier-novembre)
<b>Obligations</b>	12 654	2 824
Dette publique à long terme	4 786	981
Autres administrations	347	68
Obligations privées (sociétés non financières)	721	187
Obligations d'institutions financières monétaires	4 676	1 108
Obligations d'institutions financières non monétaires	2 124	480
<b>Actions cotées</b>	4 099	96,8
Institutions financières monétaires	568	36,6
Institutions financières non monétaires	313	5,9
Sociétés non financières	3 217	54,3
<b>Pour mémoire</b>		
<b>Crédits à long terme par les institutions financières monétaires</b>		
Aux sociétés non financières	2 568	97
Aux ménages	4 319	64,3

Source : Mishkin et al. (2010).

## Marché des changes I

- La plupart des pays ont leur propre monnaie (ceux de la zone euro constituant une exception notable).
- Lorsqu'un agent d'un pays souhaite acheter des biens, services, ou actifs d'un autre pays, il doit échanger de la monnaie nationale (ou des dépôts bancaires en monnaie nationale) contre des devises étrangères (ou contre des dépôts bancaires en devises étrangères).
- Cet échange est réalisé sur le **marché des changes**, et le prix sur ce marché est appelé le **taux de change** (valeur d'une monnaie par rapport à une autre monnaie).
- Le taux de change de la monnaie d'un pays peut connaître de fortes variations dans le temps, qui affectent la demande intérieure et extérieure pour les biens produits dans ce pays (du fait d'un certaine rigidité des prix).

## Marché des changes II

- Contrairement aux marchés des actions, le marché des changes n'est pas un marché organisé situé dans un lieu précis, mais un **marché de gré à gré**.
- Dans les faits, il est très concurrentiel et peu différent d'un marché organisé.
- La très grande majorité des transactions sur le marché des changes consiste en des échanges de dépôts bancaires libellés dans différentes monnaies, et non pas des échanges de billets et pièces de monnaie.
- Les échanges sur le marché des changes sont constitués d'opérations d'un montant supérieur à 1 million de dollars.
- Les opérations d'un montant inférieur se font sur un marché de détail, où les coûts de transaction sont plus élevés.

## Marché des changes III

- Le volume des échanges sur le marché des changes est supérieur à 1000 milliards d'euros par jour, ce qui en fait le plus grand marché financier.
- Le dollar représente 50% des échanges, l'euro 20%.
- 65% des volumes échangés le sont par des banques, 25% par d'autres institutions financières (fonds de pension, gestionnaires d'actifs, etc), 10% par des entreprises non financières (par ex. en France : LVMH, EADS, Total).
- Quatre banques se partagent 40% du marché (Citigroup, Deutsche Bank, UBS, HSBC), et vingt banques se partagent 80% du marché.

# Institutions financières

- ① Introduction
- ② Système financier
- ③ Marchés financiers
- ④ Institutions financières

## Intermédiaires financiers

- Après les parties I et II (chapitres 2-7) consacrées aux marchés financiers, la partie III du cours (chapitres 8-10) s'intéressera aux intermédiaires financiers.
- Le transfert de fonds (des agents qui épargnent à ceux qui ont des projets d'investissement) passe souvent par un intermédiaire financier.
- On peut distinguer **trois catégories** d'intermédiaires financiers :
  - les **institutions de dépôt** (ou institutions fin. monétaires ou **banques**),
  - les **établissements d'épargne contractuelle**,
  - les **entreprises d'investissement** (ou intermédiaires de placement).

## Les institutions de dépôt

- Une **institution de dépôt (ou banque)** est une institution financière qui accepte des dépôts et accorde des prêts.
- Les banques collectent des fonds sous forme de
  - **dépôts à vue** (ou comptes chèques),
  - **comptes d'épargne** (desquels on peut retirer des fonds mais sur lesquels on ne peut pas tirer de chèques),
  - **comptes à terme** (qui sont bloqués pour une durée déterminée).
- Elles utilisent ces fonds pour
  - distribuer des prêts commerciaux et des crédits hypothécaires,
  - acquérir des obligations du Trésor et d'autres titres publics.

## Les établissements d'épargne contractuelle I

- Les **institutions d'épargne contractuelle** sont des institutions financières auxquelles des fonds sont apportés régulièrement sur la base de contrats de long terme.
- Par rapport aux instit. de dépôt, les institutions d'épargne contractuelle
  - font face à un risque de sorties de fonds plus faible,
  - investissent dans des actifs à plus long terme.
- En Europe, elles se sont développées au cours des dernières décennies du fait
  - des risques pesant sur les systèmes de retraite,
  - du vieillissement des populations.
- Dans la zone euro, elles représentent aujourd'hui environ 12% de la totalité des actifs des intermédiaires financiers.

## Les établissements d'épargne contractuelle II

- Parmi les institutions d'épargne contractuelle, on peut distinguer
  - les **compagnies d'assurance-vie**, qui assurent les particuliers contre les conséquences financières d'un décès, et garantissent le versement de pensions annuelles à partir d'une date prédéterminée (en général la date de retraite) aux adhérents ayant payé régulièrement des primes pendant leur vie active ;
  - les **compagnies d'assurance dommages**, qui assurent leurs clients contre les sinistres (vols, incendies, dégâts des eaux, etc) en échange du paiement régulier d'une prime ;
  - les **fonds de pension**, qui versent des pensions de retraite en échange de cotisations (des salariés et/ou des employeurs) durant la vie active – davantage développés aux États-Unis qu'en Europe du fait que le système de retraite par répartition y est moins important.

# Les entreprises d'investissement I

- Les **entreprises d'investissement**, qui forment l'essentiel du **système bancaire parallèle** (*shadow banking system*), incluent
  - les sociétés financières,
  - les fonds collectifs d'investissement,
  - les fonds de placement monétaire,
  - les banques d'affaires.
  
- Les **sociétés financières** (*finance companies*) distribuent, à partir de fonds issus de l'émission de titres de dette, des prêts aux particuliers :
  - aux États-Unis, surtout des prêts immobiliers (notamment des prêts *subprimes* dans les années 2000),
  - en France, surtout du crédit à la consommation, du crédit automobile, et des prêts aux petites entreprises.

## Les entreprises d'investissement II

- Les **fonds collectifs d'investissement** (*mutual funds*), davantage développés aux États-Unis qu'en Europe, utilisent les fonds de leurs clients pour
  - acheter des obligations et des actions cotées en bourse,
  - prendre des participations dans des entreprises non cotées (capital-investissement, *private equity*).
- Les **fonds de placement monétaire** (*money market mutual funds*), aux États-Unis, sont des fonds collectifs d'investissement achetant des instruments du marché monétaire et notamment, dans les années 2000, des *commercial papers* adossés à des actifs (*asset-backed commercial papers*).
- Les **banques d'affaires** (ou banques d'investissement, *investment banks*), qui ne reçoivent pas de dépôts, aident les entreprises à
  - émettre et placer des titres,
  - préparer les fusions et les acquisitions.

# Actifs et passifs des principaux intermédiaires financiers

Type d'intermédiaire	Passifs (sources des fonds)	Actifs (emplois des fonds)
<b>Institutions de dépôt</b>		
Banques commerciales	Dépôts	Prêts aux particuliers et aux entreprises, obligations publiques, hypothèques
Caisses d'épargne, <i>savings and loan associations</i>	Dépôts	Idem
Banques d'épargne mutualistes, <i>mutual savings banks</i>	Dépôts	Idem
Sociétés coopératives de crédit, <i>credit unions</i>	Dépôts	Idem
<b>Institutions d'épargne contractuelle</b>		
Compagnies d'assurance vie	Primes	Obligations publiques et privées, actions, hypothèques
Compagnies d'assurance dommages	Primes	
Fonds de pension, caisses de retraite	Cotisations employeurs/salariés	Obligations publiques et privées, actions
<b>Entreprises d'investissement</b>		
Sociétés financières	Billets de trésorerie, actions, obligations	Prêts aux entreprises et aux particuliers, financement de ventes à crédit
Fonds collectifs d'investissement, <i>mutual funds</i> , SICAV, Fonds communs de placement	Parts	Actions, obligations
<i>Money market mutual funds</i> , SICAV monétaires	Parts	Instruments du marché monétaire : billets de trésorerie, certificats de dépôt, bons du Trésor

Source : Mishkin et al. (2010).

## Valeur des actifs des principaux intermédiaires financiers...

...aux États-Unis, entre 1970 et 2008, en milliards de dollars en fin d'année

Type d'intermédiaire	1970	1980	1990	2000	2008
<b>Institutions de dépôt</b>					
Banques commerciales	517	1 481	3 334	6 469	12 272
Caisses d'épargne ( <i>savings and loan associations</i> et <i>mutual savings banks</i> )	250	792	1 365	1 218	1 518
Credit unions	18	67	215	441	801
<b>Institutions d'épargne contractuelle</b>					
Compagnies d'assurance vie	201	464	1 367	3 136	4 798
Compagnies d'assurance dommages	50	182	533	862	1 337
Fonds de pension privés	112	504	1 629	4 355	5 193
Fonds de pension des collectivités publiques	60	197	737	2 293	2 730
<b>Entreprises d'investissement</b>					
Sociétés financières	64	205	610	1 140	1 910
Fonds d'investissement	47	70	654	4 435	6 588
Fonds de placement monétaires	0	76	498	1 812	3 376

Source : Mishkin et al. (2010).

## Éléments d'actif et de passif des intermédiaires financiers...

...dans la zone euro, fin septembre 2009, en milliards d'euros

	Éléments d'actif				Éléments de passif		
	Prêts	Actions	Autres titres	Total	Dépôt	Obligations	Passif spécifique
Institutions financières monétaires	12 803	1 916	6 771	32 624	22 696	4 523	
Institutions d'épargne contractuelle	425	2 022	2 399	6 140			5 359
Intermédiaires de placement	2 958	4 708	2 260	12 178		2 344	6 572

Source : Mishkin et al. (2010). Les éléments d'actif et de passif indiqués ne concernent que des opérations avec les agents résidents de la zone euro, tandis que le total indiqué inclut des opérations avec des agents non-résidents de la zone euro.