

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

NOVEMBRE 2005

143



SOMMAIRE

| ÉDITORIAL

| ACTUALITÉ

Sommaire	I
Faits saillants	2
1 La situation économique de la France	3
2 La monnaie, les placements et les financements	11
3 Les marchés de capitaux	16

| ÉTUDES

Sommaire	21
L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale	23
Quel cadre de politique économique pour la zone euro ?	39
Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004)	53
Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005	65

| STATISTIQUES

Sommaire	71
Situation économique générale	S1
Monnaie, placements et financements	S11
Marchés de capitaux et taux d'intérêt	S29
Autres statistiques	S37
Notice méthodologique	S43
Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet	S51
Séries chronologiques	S52

| DIVERS

Abréviations	I
Documents publiés	III
Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 83 de novembre 2005	IX
Coupon - abonnement	XI

Achevé de rédiger le 23 novembre 2005

Site internet : www.banque-france.fr

Vigilance face aux vulnérabilités du système financier

Le 17 novembre dernier, la Banque de France a publié le septième numéro de sa *Revue de la stabilité financière* (RSF).

L'examen de l'environnement macroéconomique, du fonctionnement des marchés et des structures du système financier montre que les conditions de la stabilité financière ont peu varié depuis le printemps 2005. La croissance économique est restée globalement bien orientée dans les pays avancés, ce qui est plutôt rassurant pour la stabilité financière à court terme.

Néanmoins, les tensions inflationnistes ont augmenté sous l'effet du renchérissement du pétrole et des autres matières premières. De plus, les risques d'effets de second tour pourraient devenir plus importants au-delà de certains seuils de prix, impliquant alors une accélération de l'inflation et un affaiblissement de la croissance.

En outre, les taux d'endettement des entreprises, en parts de PIB, sont encore assez élevés, de sorte que l'effort d'assainissement paraît appelé à se poursuivre. La montée de l'endettement des ménages, souvent favorisé par le jeu des instruments hypothécaires, a quelque peu ralenti au Royaume-Uni, mais, dans l'ensemble, elle s'est poursuivie et tend même à s'accroître dans certains pays. Aux États-Unis notamment, en lien direct avec le surcroît d'endettement immobilier, la désépargne privée a compensé la réduction du besoin de financement public. En conséquence, le déficit des paiements courants est resté au-dessus de 6 % du PIB et est toujours financé, pour une large part, par des capitaux provenant de pays émergents. L'allocation de l'épargne mondiale demeure ainsi exposée à un risque d'insoutenabilité pouvant entraîner un dérèglement des marchés financiers et de change.

Certes, ceux-ci ont continué de faire preuve d'une assez bonne tenue. Les taux de rendement obligataires et les *spreads* de crédit ont conservé des niveaux bas et leur volatilité est restée assez faible, ce qui suggère que le risque de crédit pourrait être parfois sous-évalué. La reprise des marchés boursiers s'est poursuivie en Europe et au Japon, en particulier à travers une multiplication des opérations à effet de levier (LBO : *Leverage-Buy-Out*) sur les valeurs petites et moyennes, la valorisation des actifs financiers étant pour une bonne part soutenue par des taux d'intérêt à long terme encore relativement peu élevés.

Dans ce contexte, l'exposition des participants de marché aux risques émergents s'est renforcée sous l'effet de l'abondance des liquidités, de la quête de rendements élevés et d'une certaine réduction de l'aversion au risque, alors même que certains pays émergents apparaissent encore vulnérables en raison de leur endettement.

L'hypothèse d'une remontée marquée des rendements à long terme et des *spreads* est à considérer avec une particulière attention, en raison de ses implications potentielles, notamment en termes de valorisation des actifs financiers : obligations, actions, produits dérivés.

Dans un environnement plus risqué et aussi plus concurrentiel, le maintien d'une forte solvabilité du système bancaire doit tenir compte de la capacité des banques à dégager des profits en limitant la prise de risque excessive. À première vue, la situation des banques françaises, en particulier, semble satisfaisante, même si l'entrée en vigueur des normes comptables internationales IFRS (*International financial reporting standards*), obligatoire en Europe depuis le 1^{er} janvier 2005 pour les comptes consolidés des sociétés cotées, rend plus délicate l'analyse de leurs comptes : leur résultat net a continué de s'accroître au premier semestre de 2005. Néanmoins, cette bonne performance des établissements a été obtenue grâce à un accroissement des positions risquées, notamment dans l'immobilier ou sur des produits financiers complexes. En outre, elle s'est accompagnée d'une baisse de leur provisionnement, d'une nouvelle compression des marges et d'une stagnation, voire d'une légère réduction des ratios de solvabilité.

Au total, il importe donc que les institutions du secteur financier, et particulièrement les établissements de crédit, veillent à une gestion appropriée de ces risques, ce qui implique non seulement une bonne organisation des activités de post marché (*back office*), mais aussi une estimation fine des probabilités de pertes encourues en cas d'évolutions adverses. Face à la complexité accrue des instruments et des situations, il s'agit de combiner plusieurs approches : calcul de valeurs en risque (*Value-at-Risk*) et simulation de scénarios de crise (*stress tests*), pour intégrer des événements extrêmes, de faible probabilité d'occurrence, mais dont l'impact est potentiellement important.

Faits saillants	2
1 La situation économique de la France	3
1 1 La croissance et les prix	3
1 2 La balance des paiements	9
2 La monnaie, les placements et les financements	11
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	11
2 2 L'endettement intérieur total — France	11
2 3 L'endettement sur les marchés	12
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	12
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	12
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	13
3 Les marchés de capitaux	16
3 1 Les marchés de change et de matières premières	16
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	17
3 3 Les marchés boursiers	18

ENCADRÉS

1 Zone euro et évolution récente de l'environnement international	4
2 Le marché du pétrole	5
3 Compétitivité de l'économie française	7
4 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en octobre 2005	13
5 Enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank lending survey)	14
6 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris — Sélection d'indicateurs	20

Faits saillants

La situation économique de la France

- En octobre, l'indicateur du climat des affaires s'est redressé à 102, après 101 en septembre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le PIB augmenterait de 0,5 % au quatrième trimestre. La croissance moyenne pour 2005 serait de 1,6 %.
- Le taux de chômage a baissé en septembre à 9,8 % de la population active.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé est resté stable en octobre, la hausse sur un an est de 2,0 %.

La monnaie, les placements et les financements

- La progression annuelle de l'agrégat M3 de la zone euro s'est renforcée en septembre (8,5 %, après 8,2 % en août), celle des autres dépôts monétaires constitutifs de M2 – M1 s'est accélérée (6,5 % en septembre, après 5,3 % en août) de même que celle des instruments négociables inclus dans M3 – M2 (6,2 %, après 5,8 % en août), tandis que les dépôts à vue ont enregistré un léger fléchissement de leur rythme de croissance (10,4 %, après 10,9 % en août).
- Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est accentuée, à 8,9 % en septembre du fait, notamment, de l'accélération des crédits (8,6 %).
- En France, le taux de progression annuelle des crédits au secteur privé a légèrement augmenté, à 8,8 % en septembre, après 8,7 % en août. Cette accélération a été sensible pour les crédits aux sociétés non financières (5,3 % en septembre, après 5,0 % en août) comme pour les crédits aux ménages (10,4 %, après 10,2 %). L'évolution rapide de ces derniers reflète essentiellement l'essor persistant des crédits à l'habitat (13,1 %, après 12,6 % en août).

Les marchés de capitaux

- Les risques inflationnistes, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, ont continué à être au centre des préoccupations des marchés en octobre.
- Les taux au jour le jour anticipés se sont, en conséquence, tendus de part et d'autre de l'Atlantique.
- Les rendements obligataires, dans le sillage des marchés monétaires, se sont en conséquence inscrits en hausse tant aux États-Unis que dans la zone euro.
- L'euro et le dollar se sont appréciés contre le yen en liaison avec l'élargissement du différentiel des taux courts anticipés.
- Les indices boursiers ont reculé en Europe et aux États-Unis sous l'effet des anticipations de hausses de taux et du recul prononcé des valeurs pétrolières lié à la baisse des cours du pétrole.

I | La situation économique de la France

I | I La croissance et les prix

La croissance semble mieux orientée en France pour le second semestre 2005

En septembre, l'indice de la production industrielle dans le secteur manufacturier est resté bien orienté (+ 0,8 %), après une hausse de 1,0 % en août.

L'indicateur du climat des affaires mesuré à partir de l'enquête de conjoncture de la Banque de France poursuit sa remontée engagée en juillet (à 96), puisque le niveau de septembre (101) a été dépassé en octobre (102).

La production envisagée pour les prochains mois progresse encore légèrement en octobre par rapport à septembre, alors que les perspectives enregistrées en août avaient été décevantes. Le niveau des carnets de commandes se consolide et demeure satisfaisant, sauf pour les industries agricoles et alimentaires.

De même, l'indicateur du climat des affaires mesuré par l'Insee s'est amélioré en octobre par rapport à septembre à 102 (de 2 points). En outre, l'indicateur synthétique de l'enquête mensuelle de l'Insee dans les services s'est également significativement redressé entre septembre (108) et octobre (112).

L'Insee évalue la croissance au troisième trimestre à 0,7 %, avec une contribution de la demande intérieure hors stocks de 0,9 point. Le PIB, selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France (Isma), augmenterait de 0,5 % au quatrième trimestre, ce qui porterait la croissance moyenne pour 2005 à 1,6 %.

Dans la zone euro, le PIB en variation trimestrielle au troisième trimestre 2005 a augmenté de 0,6 %, selon l'estimation rapide d'Eurostat, soit une hausse de 1,5 % en glissement annuel.

La consommation des ménages en produits manufacturés s'effrite

La consommation des ménages en produits manufacturés a été bien meilleure au troisième trimestre qu'au deuxième (respectivement + 2,4 % contre - 0,2 %). Sur un an, la hausse de la consommation en produits manufacturés est de 4,2 %, dont + 11,5 % pour les biens d'équipement du logement.

Toutefois, le profil de la consommation reste encore relativement incertain. Après + 1,2 % en juillet et + 1,5 % en août (révisé de - 0,4 point), la consommation des ménages en produits manufacturés a fléchi en septembre (- 0,6 %), essentiellement en matière de textile- cuir (- 3,8 %).

Par ailleurs, selon l'enquête de conjoncture de la Banque de France, le volume des ventes dans le commerce de détail a baissé, en données cvs- cjo, de 7,2 % en octobre, après + 2,7 % en septembre.

De même, les immatriculations de véhicules neufs, en données cvs- cjo, ont chuté en octobre de 10,7 %, soit une baisse de 6,2 % sur un an, après une hausse de 12,7 % en septembre. Enfin, l'indicateur synthétique d'opinion des ménages s'est très légèrement dégradé en octobre (à - 30, contre - 29 en septembre).

La construction de logements neufs décélère en septembre tout en restant très dynamique

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

En moyenne mobile sur trois mois, les mises en chantier ont progressé à fin août de 10,6 % (contre 16,4 % fin août) et de 12,6 % sur un an (contre 14,8 % fin août).

ENCADRÉ I

Zone euro et évolution récente de l'environnement international

États-Unis

- Relèvement du **taux des fonds fédéraux** de 25 points de base, à 4 % (douzième relèvement consécutif depuis juin 2004)
- Accélération du **PIB** en première estimation au troisième trimestre 2005 : + 3,8 % en variation trimestrielle annualisée, après + 3,3 % au deuxième trimestre (+ 3,6 % en glissement annuel comme au deuxième trimestre)
- Poursuite de la baisse du volume des **dépenses de consommation des ménages** en septembre : - 0,4 % en variation mensuelle, après - 1,0 % en août (+ 2,9 % en glissement annuel, après + 3,7 % en août)
- Hausse de l'**indice de confiance du consommateur** de l'Université du Michigan en novembre : 79,9, après 74,2 en octobre et 76,9 en septembre
- Baisse de l'**indice ISM manufacturier** en octobre (59,1, après 59,4 en septembre). Hausse de l'**indice ISM non manufacturier** en octobre (60,0, après 53,3 en septembre)
- Baisse du **taux de chômage** en octobre : 5,0 %, après 5,1 % en septembre
- Maintien de l'inflation au-dessus de 4 % en octobre, mesurée par l'**indice des prix à la consommation** : 4,3 % en glissement annuel, après 4,7 % en septembre
- Baisse du **déficit fédéral cumulé** sur l'année fiscale (octobre 2004 – septembre 2005) : - 318,6 milliards de dollars, contre - 412,8 milliards en 2004 (soit 2,6 % du PIB, contre 3,6 % en 2004)
- Hausse du **déficit des transactions courantes** en septembre : - 66,1 milliards de dollars, après - 59,3 en août, soit un déficit cumulé sur un an de 529,8 milliards en septembre 2005

Japon

- Ralentissement de la croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 : 0,4 % en variation trimestrielle (2,9 % en glissement annuel), après 0,8 % au deuxième trimestre (2,3 % en glissement annuel)
- Baisse des **dépenses de consommation des ménages** en volume en septembre : - 0,4 % en variation mensuelle, après + 4,8 % en août (+ 1,0 % en glissement annuel, après - 0,6 % en août)
- Hausse de l'**excédent des transactions courantes** en septembre : 1 852 milliards de yens (soit 13,7 milliards d'euros), après 1 215,9 milliards en août (8,9 milliards d'euros)
- Baisse de l'**indice des prix à la consommation sous-jacent** en septembre sur un an : - 0,1 % en glissement annuel (après - 0,1 % en août)
- Baisse du **taux de chômage** en septembre : 4,2 %, après 4,3 % en août

Royaume-Uni

- Croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 (estimation préliminaire) : 0,4 % en variation trimestrielle (1,6 % en glissement annuel), après 0,5 % au deuxième trimestre (1,5 % en glissement annuel)
- Ralentissement de l'**inflation** en octobre, mesurée par la croissance de l'**indice harmonisé des prix à la consommation** : 2,3 % en glissement annuel, après 2,5 % en septembre
- Amélioration du **solde commercial** en septembre : - 3,8 milliards de livres, après - 5,6 milliards en août

Zone euro

- Augmentation du **PIB** de 0,6 % en variation trimestrielle au troisième trimestre et de 1,5 % en glissement annuel selon l'estimation rapide d'Eurostat
- Hausses en octobre de l'**indice PMI manufacturier** (52,7, après 51,7 en septembre) et de l'**indice PMI des services** (54,9, après 54,7 en septembre)
- Baisse du **taux de chômage** en septembre (cvs) : 8,4 %, après 8,5 % en août
- Maintien d'un **IPCH** élevé en octobre : 2,5 % en glissement annuel, après 2,6 % en septembre
- **Solde commercial extra zone euro** en août 2005 cumulé depuis janvier 2005 : - 23,1 milliards d'euros, contre + 56,2 milliards en août 2004 cumulé depuis janvier 2004

ENCADRÉ 2

Le marché du pétrole

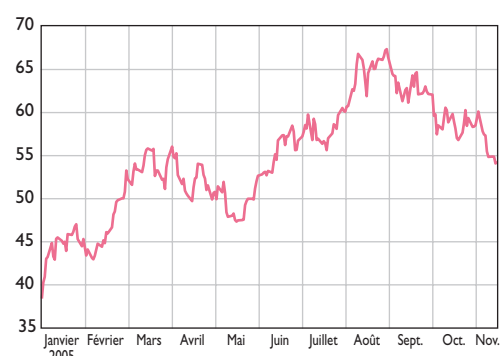
Prix

Le prix du baril de pétrole s'inscrit dans une tendance à la hausse depuis 2003. En termes réels, il s'est approché en septembre de ses niveaux records des années quatre-vingt, tout en restant inférieur de 4 % en dollars constants au maximum de novembre 1980 et de 21,5 % en euros constants par rapport à janvier 1985.

Toutefois, le prix du baril de brut a diminué depuis le pic atteint au début du mois de septembre. En moyenne, en octobre, le baril de Brent s'est vendu à 58,9 dollars, contre 63,3 dollars en septembre. Cette dynamique semble se confirmer sur les deux premières semaines du mois de novembre (cf. graphique). De même sur les marchés à terme, le baril de Brent à trois mois s'est échangé à 60,3 dollars en octobre contre 65,1 dollars en septembre.

Prix du baril de Brent

(en dollars)



Couplée à la baisse du prix du brut, la réduction des marges de raffinage (– 25 % en octobre sur le Brent à Rotterdam) a permis la baisse du prix des produits raffinés.

Demande

Des conditions climatiques particulièrement favorables dans les pays de l'OCDE et les perturbations causées par les ouragans américains sur les capacités de raffinage ont permis de ralentir la hausse de la consommation globale de pétrole brut en septembre et en octobre, malgré une progression importante de la demande chinoise.

En conséquence, les projections de demande de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) ont été revues à la baisse : + 1,20 million de barils par jour (mbj) en 2005, soit + 1,5 % en moyenne annuelle et + 1,66 mbj en 2006, soit + 2,0 %. L'Asie compte pour plus de 40 % de ces augmentations.

Offre

L'offre de pétrole brut a augmenté de 0,9 mbj au mois d'octobre (soit + 1,0 %), notamment grâce au début de la reconstruction des unités d'extraction dans le sud des États-Unis. Toutefois, selon les données de l'administration américaine, 53 % des capacités de production du Golfe du Mexique étaient toujours indisponibles au début du mois de novembre. La réouverture complète des installations a été repoussée du premier au deuxième trimestre 2006. L'offre en provenance des pays de l'OPEP est restée stable, les capacités d'extraction étant déjà fortement sollicitées (taux d'utilisation à 93 %).

La situation du côté des capacités de raffinage semble meilleure : l'intensification des capacités dans la zone Pacifique et dans une moindre mesure en Europe a permis de contrer entièrement la baisse induite par les ouragans aux États-Unis.

Le chômage diminue en septembre

Passé de 10,1 % à 9,9 % entre juin et juillet, puis resté stable en août, le taux de chômage au sens du BIT a repris son mouvement baissier, à 9,8 % en septembre.

Dans la zone euro, le chômage est resté stable en septembre (8,4 %) mais affiche, sur un an, une diminution de 0,4 point, notamment en Espagne (- 1,5 point) et en Allemagne (- 0,9 point).

Tassement du prix des matières premières en octobre

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

diminué de 0,9 % en euros et de 2,9 % en dollars : le prix du baril de *Brent* est revenu, entre septembre et octobre, de 63,1 à 58,9 dollars, soit une diminution de 6,7 % sur le mois. Sur un an, en revanche, la hausse du prix du baril de *Brent* s'élève à 18,2 % en dollars.

Hors pétrole, l'indice Banque de France a augmenté en octobre de 2,8 % en euros (0,8 % en dollars) et affiche une hausse sur un an de 16,5 % (12,2 % en dollars).

L'indice brut harmonisé des prix à la consommation est resté stable en octobre, soit une hausse de 2,0 % sur un an (contre respectivement - 0,1 % et + 1,8 % pour l'indice national). L'indice sous-jacent, stable sur le mois d'octobre, a crû de 0,9 % sur douze mois.

Dans la zone euro, l'inflation en octobre, a atteint 2,5 % sur un an, contre 2,6 % en septembre.

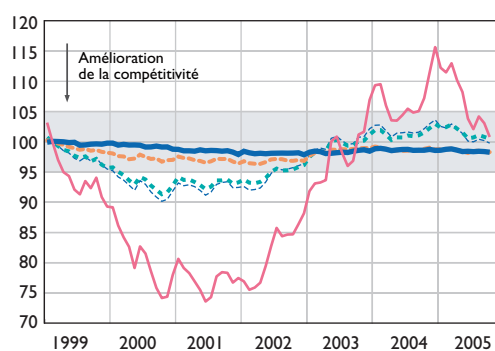
ENCADRÉ 3

Compétitivité de l'économie française

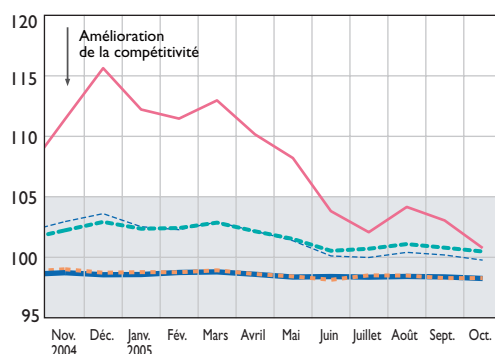
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

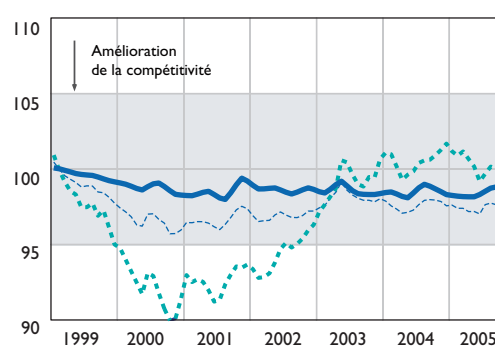


— Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
 — Vis-à-vis des États-Unis
 - - - Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
 - . - Vis-à-vis des pays industrialisés
 - - - Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
 - - - Écart de + ou - 5 % par rapport au 1^{er} trimestre 1999

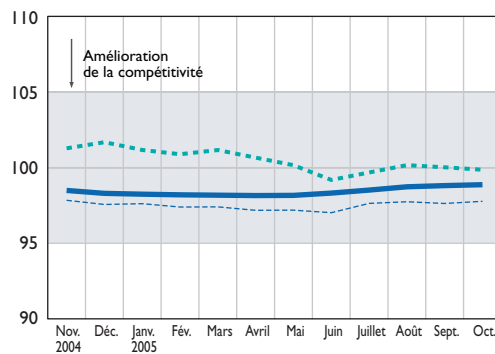
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



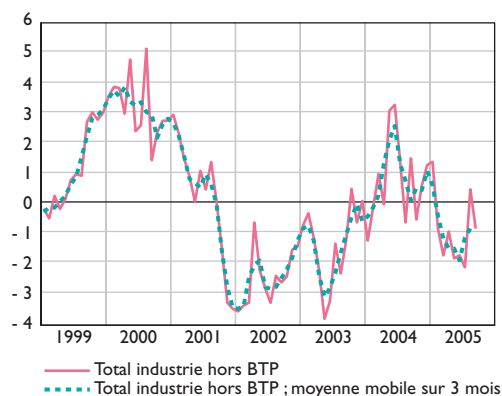
— Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
 - - - Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
 - . - Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
 - - - Écart de + ou - 5 % par rapport au 1^{er} trimestre 1999

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

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

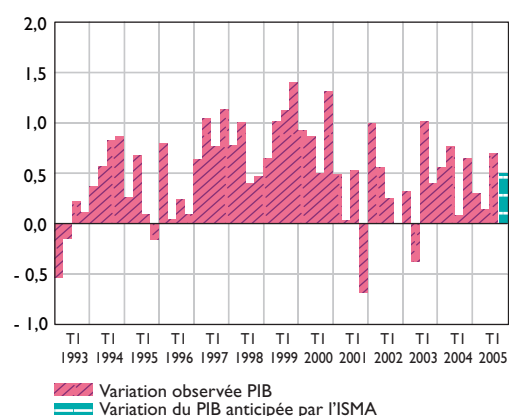
Production industrielle

(en glissement annuel, en %)



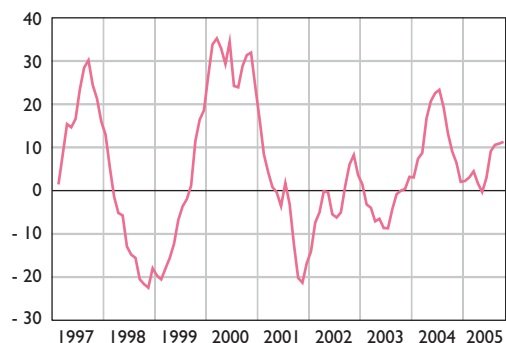
PIB et ISMA

(données trimestrielles, en %)



Coût en euros des matières premières importées hors énergie

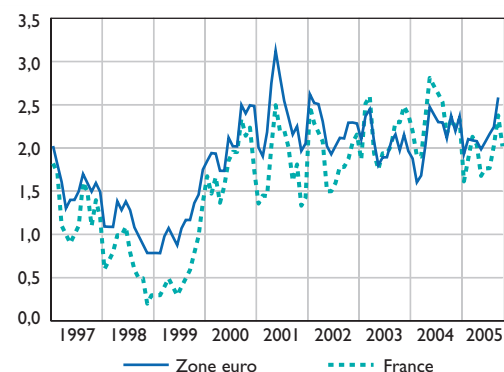
(en glissement annuel, en %)



Source : Indice Banque de France

Indice harmonisé des prix à la consommation

(cvs, en glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, Eurostat

Le PIB et ses composantes

(en euros constants – cvs- cjo – base 2000)

(variations trimestrielles, en %)

	2004					2005			Acquis
	T1	T2	T3	T4	Moyenne annuelle	T1	T2	T3	
Produit intérieur brut	0,5	0,8	0,0	0,7	2,1	0,3	0,1	0,7	1,4
Importations	0,4	3,6	1,6	1,4	6,1	0,7	1,4	2,3	5,7
Dépenses de consommation des ménages	0,7	0,8	- 0,3	1,2	2,3	0,7	- 0,1	0,7	1,9
Dépenses de consommation des APU	0,7	0,8	0,0	0,7	2,7	0,1	0,0	1,2	1,4
FBCF totale	- 0,4	1,0	- 0,3	1,3	2,1	1,5	- 0,1	0,9	2,9
dont SQS et EI	- 0,4	1,2	- 0,6	1,7	2,3	1,9	- 0,9	1,1	3,1
Ménages	0,4	1,6	0,5	0,8	3,1	0,7	1,1	0,4	3,0
Exportations	0,2	1,1	- 0,3	1,1	2,1	- 0,2	1,0	3,1	3,1
Contributions à la croissance									
Solde extérieur	- 0,1	- 0,7	- 0,5	- 0,1	- 1,1	- 0,3	- 0,1	0,2	- 0,8
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,9	- 0,2	1,1	2,3	0,7	- 0,1	0,9	2,0
Variation des stocks	0,1	0,6	0,8	- 0,3	0,8	- 0,1	0,3	- 0,4	0,2

Source : INSEE – Comptes trimestriels

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en septembre 2005

En septembre 2005, le déficit courant se stabilise à - 2,2 milliards d'euros, grâce à une réduction du solde négatif des biens (- 1,5 milliards en septembre après - 2,5 milliards en juillet et en août), en partie compensée par une diminution de l'excédent des revenus. Sur les neuf premiers mois de l'année, le déficit courant se creuse à - 19,2 milliards, au lieu de - 3 milliards sur la même période de 2004. Cette détérioration résulte d'une dégradation de plus de 15 milliards du solde des biens. Par ailleurs, l'augmentation de 2 milliards des transferts courants vers l'étranger est compensée par un accroissement de l'excédent des revenus depuis le début de l'année.

En cumul sur les mois d'août et septembre, le *compte financier* dégage des entrées nettes de 4,8 milliards.

Sur les deux derniers mois, les investissements directs français à l'étranger sont en hausse par rapport aux flux mensuels moyens du premier semestre, tant sous l'effet d'opérations en capital social qu'en raison d'une augmentation des prêts intra-groupes. Pour leur part, les investissements directs étrangers en France restent proches de leur niveau moyen du premier semestre, le repli des entrées nettes en « Capital

social » étant compensé par une accélération des entrées enregistrées en « Autres opérations ».

Les entrées nettes d'investissements de portefeuille enregistrées en août et septembre (21,9 milliards sur les deux mois, au total) contrastent avec les sorties des mois précédents. Du fait de cessions d'actions (11,5 milliards en deux mois), les investissements des résidents en titres étrangers diminuent fortement par rapport au début de l'année. En revanche, les investissements de portefeuille des non-résidents se maintiennent à haut niveau (28,2 milliards en deux mois), le repli de leurs acquisitions d'actions françaises par rapport à juillet étant compensé par une reprise de leurs achats d'obligations et, en particulier, de titres émis par les administrations publiques résidentes.

Au sein des « Autres investissements », les opérations des institutions financières monétaires en août et septembre se sont largement compensées. Les sorties nettes cumulées de 11,1 milliards sur les deux mois sont dues pour l'essentiel aux administrations publiques (3,5 milliards) et aux « Autres secteurs » (7,2 milliards).

Les erreurs et omissions nettes, qui avaient atteint un montant de 31,7 milliards en août, se sont inversées en septembre, à - 34,1 milliards, revenant à 6,7 milliards en cumul sur les neuf premiers mois de l'année.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumul 12 mois			Cumul 9 mois		Juillet	Août	Sept.
	déc. 2003 (a)	déc. 2004 (b)	sept. 2005 (c)	sept. 2004 (b)	sept. 2005 (c)	2005 (c)	2005 (c)	2005 (c)
Compte de transactions courantes (d)	7,0	- 6,8	- 23,3	- 3,0	- 19,2	- 2,5	- 2,2	- 2,2
Biens	2,9	- 6,3	- 22,1	- 1,7	- 17,5	- 2,5	- 2,5	- 1,5
Services hors voyages	2,4	0,5	0,1	0,4	- 0,2	- 0,0	- 0,1	- 0,1
Voyages	11,6	9,8	9,0	7,2	6,7	0,6	0,6	0,7
Revenus	7,1	6,9	9,4	5,0	7,5	0,9	1,5	0,7
Transferts courants	- 16,9	- 17,6	- 19,7	- 13,8	- 15,8	- 1,5	- 1,7	- 2,1
Compte de capital	- 7,7	1,7	1,2	1,3	0,8	0,1	0,1	0,1
Compte financier	9,7	0,3	11,9	1,2	12,8	4,3	- 29,8	34,5
Investissements directs	- 9,4	- 18,9	- 13,5	- 16,1	- 10,7	- 0,4	- 4,4	- 1,8
– Français à l'étranger	- 47,1	- 38,5	- 48,3	- 30,2	- 40,0	- 3,3	- 7,4	- 5,3
– Étrangers en France	37,7	19,6	34,8	14,1	29,3	2,9	3,0	3,5
Investissements de portefeuille	5,8	- 46,3	- 15,6	- 30,3	0,5	- 8,0	2,6	19,3
– Avoirs	- 170,6	- 180,0	- 174,8	- 131,1	- 125,9	- 22,1	- 7,3	1,0
– Engagements	176,4	133,6	159,2	100,8	126,3	14,0	9,9	18,3
Produits financiers dérivés	- 6,1	5,1	5,3	5,3	5,5	0,2	- 0,1	- 0,1
Autres investissements	21,6	64,0	32,9	44,6	13,5	11,1	- 27,2	16,1
dont IFM	31,1	40,7	18,7	25,6	3,6	4,5	- 18,7	17,3
Avoirs de réserve	- 2,2	- 3,5	2,8	- 2,3	4,0	1,5	- 0,7	1,1

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

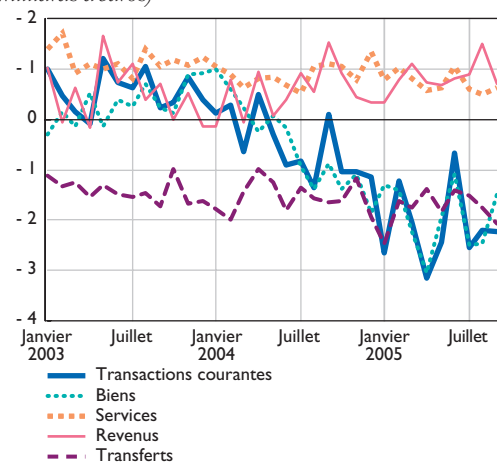
(c) Chiffres provisoires

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

Transactions courantes

Soldes (cvs)

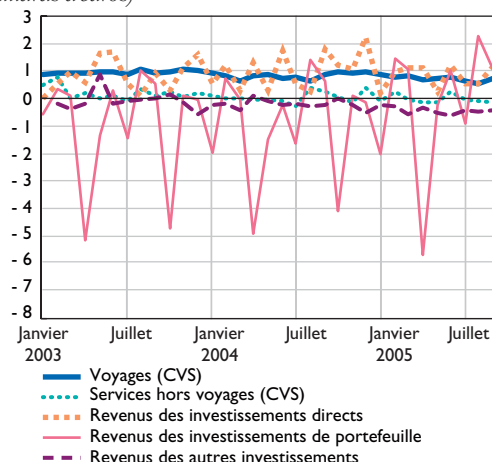
(en milliards d'euros)



Transactions courantes

Soldes

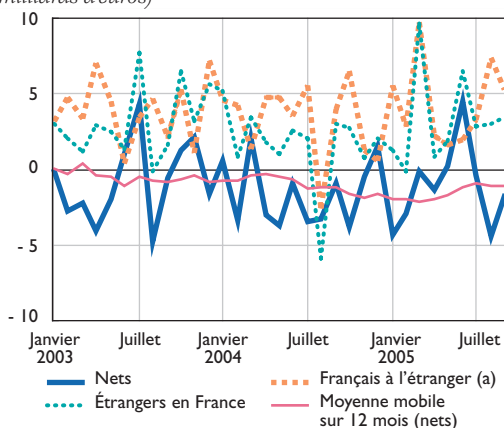
(en milliards d'euros)



Investissements directs

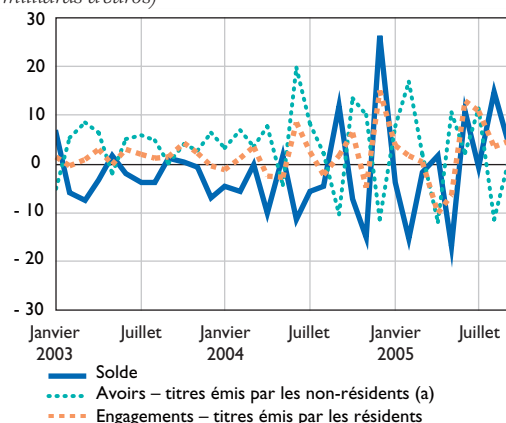
Soldes

(en milliards d'euros)



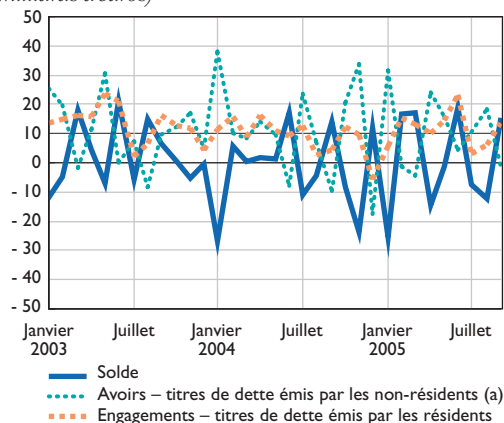
Investissements de portefeuille – Actions

(en milliards d'euros)



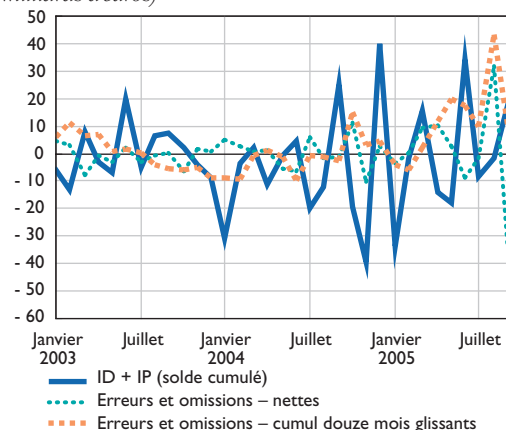
Investissements de portefeuille – Titres de dette

(en milliards d'euros)



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

(en milliards d'euros)



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

2| La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 s'est établi à 8,5 % en septembre, après 8,2 % en août. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 8,2 % pour la période allant de juillet à septembre, au lieu de 7,9 % pour la période allant de juin à août.

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est légèrement renforcée en septembre (8,9 %, après 8,6 % en août), sous l'effet, notamment, de l'accélération des crédits (8,6 %, après 8,4 %).

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

- la progression annuelle des dépôts s'est, en général, ralentie, tant pour les dépôts à vue (9,3 %, au lieu de 10,1 % le mois précédent) que pour les comptes sur livret (5,8 %, après 6,3 % en août) et les dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans (10,3 %, contre 13,8 % en août) ;

- le taux de croissance annuelle des encours de titres d'OPCVM monétaires a, en revanche, augmenté, à 10,4 %, au lieu de 9,6 %, tout comme celui des titres de créance de durée inférieure à 2 ans (16,0 %, après 13,2 %).

2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance de l'endettement intérieur total a légèrement augmenté sous l'effet de l'accélération de l'endettement des administrations publiques et, dans une moindre mesure, des ménages. En revanche, la progression de l'endettement des sociétés non financières s'est quelque peu ralentie.

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

(en euros constants – cvs-cjo – base 2000)

(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)

	Encours Septembre 2005	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Septembre 2005
		Août 2005	Septembre 2005	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	507,4	15,6	15,3	
+ Dépôts à vue	2 842,5	10,9	10,4	
= M1	3 349,9	11,6	11,2	
+ Autres dépôts monétaires	2 630,1	5,3	6,5	
= M2	5 980,0	8,6	8,9	
+ Instruments négociables	1 001,8	5,8	6,2	
= M3	6 981,8	8,2	8,5	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	8 084,6	8,4	8,6	
Concours au secteur privé (en données cvs)	9 333,6	8,6	8,9	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	413,2	10,1	9,3	14,5
Comptes sur livret	388,5	6,3	5,8	25,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	51,9	13,8	10,3	4,8
Titres d'OPCVM monétaires	303,3	9,6	10,4	47,8
Titres de créances < 2 ans	64,3	13,2	16,0	73,3
Crédits au secteur privé (c)	1 338,6	8,7	8,8	16,6

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français

Sources : BCE, Banque de France

Endettement intérieur total par agents – France

(taux de croissance annuel en %)

	Sept. 2004	Août 2005	Sept. 2005
EIT	5,9	6,8	7,1
SNF	4,0	6,3	5,8
Ménages	9,3	10,1	10,3
APU	6,0	5,4	6,5

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

Endettement intérieur total par sources de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Septembre 2005	Août 2005	Sept. 2005
EIT	5,9	6,8	7,1
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	7,1	5,9	7,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents	9,4	14,9	12,9
Financements de marché	3,9	6,0	5,9

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

2|3 L'endettement sur les marchés

Le développement de l'encours de titres émis sur les marchés par les sociétés non financières s'est ralenti (0,3 %, après 1,1 % en août). Celui des administrations publiques s'est poursuivi au même rythme (7,8 %).

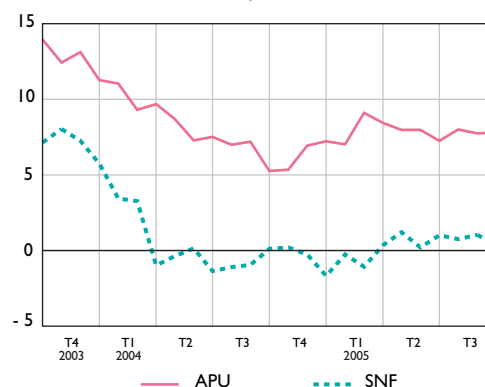
2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, la progression annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est renforcée (7,8 %, après 6,8 % en août).

Le taux de croissance annuelle des prêts au secteur privé a légèrement augmenté (8,8 %). En revanche,

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés – France

(taux de croissance annuel en %)



la contraction des crédits aux administrations publiques s'est fortement atténuée, à - 1,1 %, après - 8,7 % en août. Le développement des crédits aux ménages s'est encore intensifié (10,4 %), avec une nouvelle poussée des crédits à l'habitat, alors que le rythme d'évolution des crédits de trésorerie a très légèrement fléchi. La progression des crédits aux

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

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

sociétés non financières s'est renforcée (+ 5,3 %, après + 5,0 % en août), la reprise des crédits d'investissement l'emportant sur le tassement de la progression des crédits de trésorerie.

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

Les taux des crédits observés en septembre sur les opérations nouvelles diminuent assez sensiblement, pour les crédits aux ménages comme pour les crédits

aux sociétés non financières. Ces mouvements d'ensemble recouvrent toutefois des évolutions plus ou moins marquées selon les catégories de concours.

- La diminution du taux moyen des crédits aux ménages (4,68 %, après 4,79 % en août) est principalement imputable à la baisse du taux des découverts (9,83 %, après 10,14 %) et à celle du taux des crédits à la consommation (5,80 %, après 6,11 %), cette dernière reflétant notamment un effet saisonnier (taux promotionnels). Le taux des crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an est quasiment inchangé, tandis que celui des crédits de PFIT supérieure à un an est en légère diminution (3,59 %, après 3,63 %).

- La baisse des taux des crédits nouveaux aux sociétés non financières (3,59 % en moyenne, après 3,71 % en août) a été d'amplitude voisine pour les différentes catégories de concours : crédits de PFIT supérieure ou égale à un an (3,68 %, après 3,80 %), découverts (3,80 %, après 3,93 %) ainsi que crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (2,97 %, après 3,07 %).

2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Apprécies en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes des OPCVM « actions » et fonds « diversifiés » ont sensiblement augmenté, ainsi que, dans une moindre mesure, celui des OPCVM « monétaires ». Le flux de souscriptions nettes des OPCVM « obligations » a baissé.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

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

Source : Europerformance – Groupe Fininfo

ENCADRÉ 4

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

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours
	Année 2004	Oct. 2004 à sept. 2005	Nov. 2004 à oct. 2005	Octobre 2005	Oct. 2004 à sept. 2005	Nov. 2004 à oct. 2005	Octobre 2005	À fin octobre 2005
Sociétés non financières	- 17,7	- 9,6	- 9,3	- 0,5	4,1	4,1	0,0	101,4
État	39,0	46,0	42,8	- 10,0	78,2	78,4	5,7	582,9
Autres administrations publiques	7,9	14,0	10,1	0,0	16,5	12,6	0,1	53,3
Institutions financières monétaires	- 2,4	- 7,5	- 8,7	- 0,8	14,3	13,3	0,7	152,1
Institutions financières non monétaires	- 1,2	- 0,4	- 0,9	- 0,5	1,5	1,5	0,0	23,7
Total	25,7	42,7	34,2	- 11,8	114,6	109,8	6,5	913,4

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois d'octobre 2005, ont totalisé 6,5 milliards d'euros, contre 8,9 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (18,3 milliards d'euros dont 15,7 milliards pour la ligne d'OAT 7,75%, contre 2,4 milliards en septembre), les remboursements nets se sont élevés à 11,8 milliards.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté plus de 87 % du total émis sur la place de Paris. À fin octobre, le montant cumulé des émissions obligataires de l'État depuis le début de l'année excédait à hauteur de 16 % l'enveloppe fixée dans son programme indicatif pour 2005 (61 milliards d'euros prévus dont 11 milliards sur les lignes indexées).

ENCADRÉ 5

Enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank lending survey)*Modalités*

Cette enquête qualitative, menée chaque trimestre en France comme dans le reste de la zone euro, vise à compléter les informations disponibles sur la distribution du crédit aux entreprises et aux ménages et à mieux appréhender le rôle du crédit dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Réalisée auprès d'un échantillon de quinze banques résidentes en France (l'échantillon pour l'ensemble de la zone euro englobe 86 banques), elle s'appuie sur un questionnaire composé de dix-huit rubriques concernant, pour les entreprises comme les ménages, les conditions d'octroi des crédits nouveaux, la demande de crédits, l'évolution passée et attendue des facteurs d'offre et de demande.

Pour la France, le solde des réponses des établissements est calculé en deux étapes. Les banques de l'échantillon sont d'abord regroupées en cinq strates correspondant aux groupes homogènes identifiés par la Commission bancaire. Au sein de chaque strate, les réponses individuelles sont pondérées en fonction du poids de la banque à l'intérieur de la strate pour déterminer la réponse moyenne de la strate concernée. Est ensuite calculée la somme des réponses moyennes des différentes strates, pondérées par leur poids respectif, afin de reconstituer le solde agrégé des réponses des établissements.

Résultats du troisième trimestre 2005 pour la France

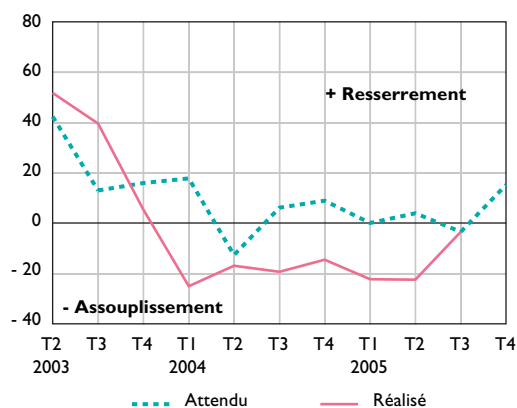
Conformément aux prévisions formulées dans l'enquête menée au deuxième trimestre, les conditions d'octroi des crédits aux entreprises, qui avaient tendance à s'assouplir depuis le début de 2004, sont inchangées au troisième trimestre 2005. Les banques perçoivent une progression modérée de la demande des entreprises. Pour le quatrième trimestre, elle prévoient de resserrer légèrement leurs conditions d'offre et s'attendent à ce que la demande de crédit des entreprises reste bien orientée.

Les critères d'attribution des crédits à l'habitat ne varient quasiment pas pour le deuxième trimestre consécutif, alors que les établissements perçoivent une atténuation de l'essor rapide de la demande des ménages noté au trimestre précédent. Les banques attendent une légère baisse de la demande — au demeurant toujours forte — au quatrième trimestre et prévoient d'assouplir quelque peu leurs conditions d'offre.

NB : un « Stat Info » sera prochainement disponible sur le site de la Banque de France (www.banque-france.fr) dans la rubrique Conditions bancaires de l'onglet Statistiques et Enquêtes.

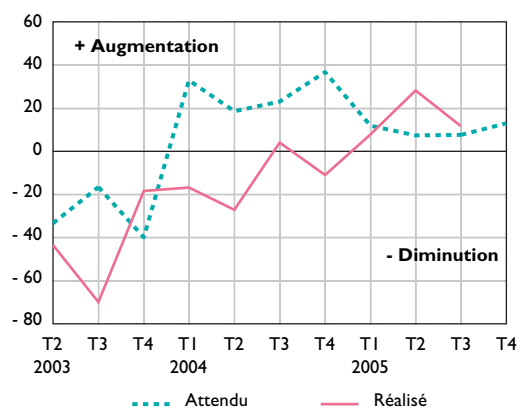
Offre de crédits aux entreprises

(solde des réponses, en %)



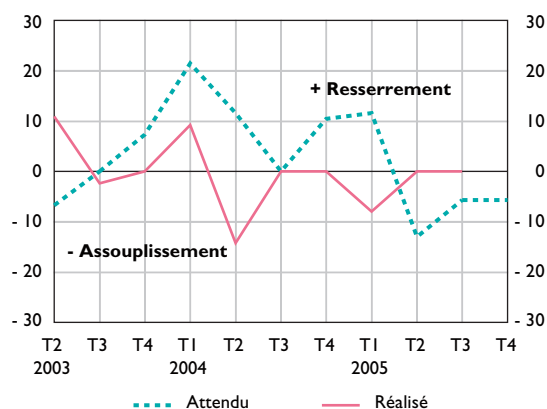
Demande de crédits aux entreprises

(solde des réponses, en %)



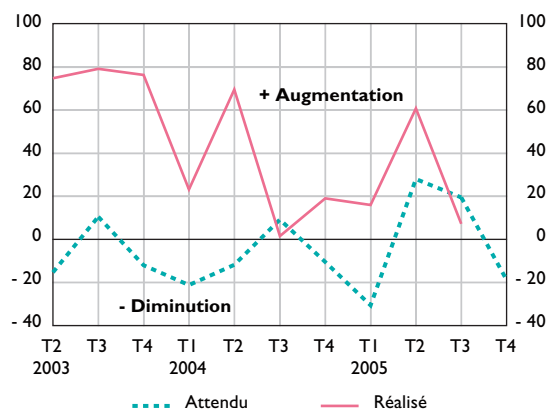
Offre de crédits à l'habitat

(solde des réponses, en %)



Demande de crédits à l'habitat

(solde des réponses, en %)



3| Les marchés de capitaux

Les risques inflationnistes sont restés au centre des préoccupations des marchés en octobre, provoquant une hausse marquée des taux de marché en zone euro et aux États-Unis. Dans ce contexte, le dollar et l'euro se sont nettement appréciés contre le yen. Les marchés boursiers ont eu tendance à reculer, de part et d'autre de l'Atlantique, malgré une conjoncture plutôt favorable. Les indices boursiers japonais ont, en revanche, poursuivi leur progression.

3| I Les marchés de change et de matières premières

L'euro est globalement resté stable contre le dollar d'une fin de mois à l'autre et s'est échangé autour de 1,20 pendant la plus grande partie de la période sous revue. Dans le même temps, l'euro a connu une appréciation continue contre le yen de 136 à 140, renouant ainsi avec son plus haut niveau vis-à-vis de cette monnaie observé depuis sa création en 1999.

Le dollar s'est apprécié de 2,8 % contre le yen en octobre, suivant un mouvement de hausse presque ininterrompu, le cours de change USD/JPY atteignant 116,5 le 31 octobre, contre 113,0 le 30 septembre. Le contraste marqué entre les perspectives de resserrement monétaire à court terme aux États-Unis et en Europe et celles d'un *statu quo* temporaire dans

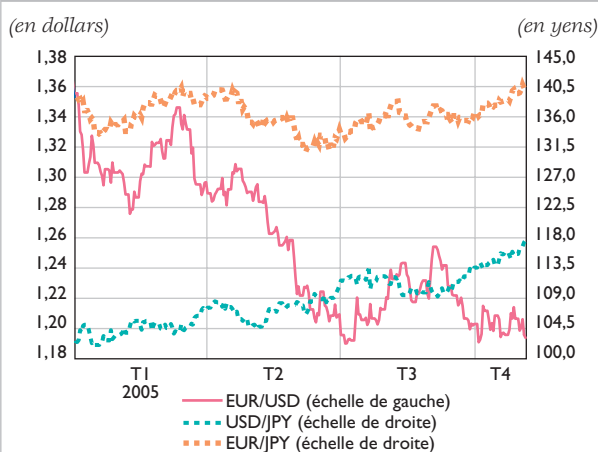
l'archipel a pesé sur le yen. En outre, la publication de données japonaises en demi-teinte a accentué la baisse du yen. Ce dernier a atteint ses plus bas niveaux contre le dollar depuis septembre 2003.

Après avoir reculé en début de mois, en liaison avec la publication d'une croissance du PIB britannique décevante, la livre sterling a rebondi. L'EUR/GBP est revenu à ses niveaux de début de mois, autour de 0,68.

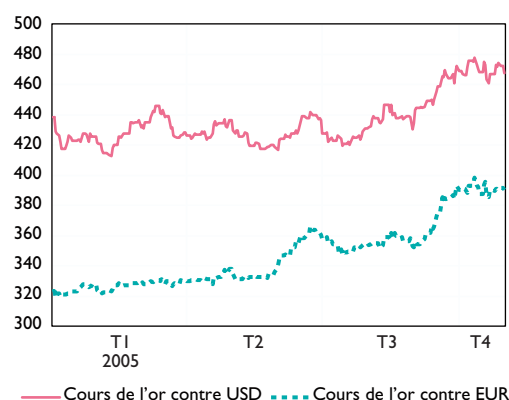
Poursuivant la hausse enregistrée en septembre, l'or a renoué à la mi-octobre avec ses plus hauts niveaux observés contre dollar et euro depuis 1988, à respectivement 480,5 dollars et 401,4 euros. Il a ensuite consolidé ses gains contre dollar et euro, clôturant à 465 dollars et 389 euros.

Les prix du pétrole ont fortement reculé en octobre (- 9,8 % pour le *West Texas Instrument* (WTI) au comptant, qui est revenu sous les 60 dollars par baril), après avoir atteint des sommets aux États-Unis début septembre. Les prix des produits distillés ont encore plus baissé. L'écart de prix entre le gasoil et le brut est ainsi passé de 36,3 dollars par baril le 30 septembre à 15,6 dollars par baril le 31 octobre. La hausse des stocks aux États-Unis et la reprise des activités de raffinage dans le Golfe du Mexique expliquent largement ce reflux des prix. Ce recul peut également s'expliquer par l'importance des positions spéculatives à la baisse.

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



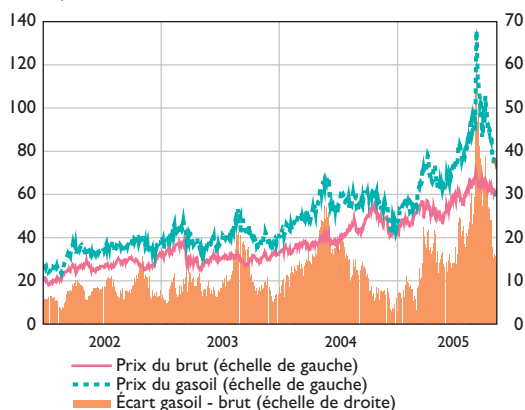
Cours de l'or



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

Prix des barils de pétrole brut et de gasoil aux États-Unis

(en dollars)



3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Les rendements obligataires se sont inscrits en hausse sur les principaux marchés, en liaison avec la montée des risques inflationnistes aux États-Unis et dans la zone euro.

Poursuite de la hausse des taux américains

Les taux à 2 ans et à 10 ans aux États-Unis ont progressé respectivement de 24 et 26 points de base, à 4,46 % et 4,63 % entre le 30 septembre et le 31 octobre. L'écart de taux entre le 2 ans et

le 10 ans américain s'est maintenu à un niveau historiquement très faible. Les anticipations d'inflation à long terme tirées des rendements des obligations indexées se sont stabilisées à environ 2,60 % à horizon de 10 ans.

Les anticipations de hausse de taux aux États-Unis se sont renforcées face aux risques inflationnistes accrus, illustrés par la forte progression des prix à la consommation (4,7 % en glissement annuel en septembre). Dans ce contexte, le taux implicite du contrat *future eurodollar* de mars 2006 est passé de 4,55 % le 30 septembre à 4,73 % le 31 octobre.

Hausse des taux européens

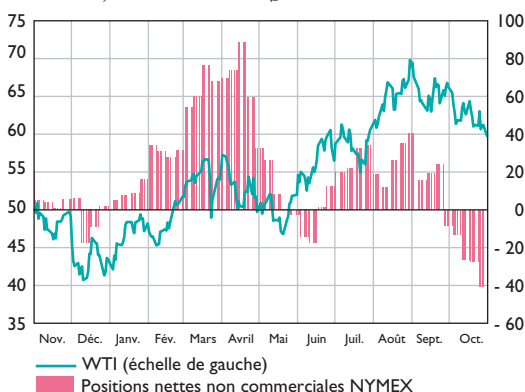
Les taux européens ont poursuivi leur rebond en octobre : les taux à 2 ans et à 10 ans français ont gagné, respectivement, 25 points de base, à 2,59 % et 27 points de base, à 3,45 %. La hausse des taux a été alimentée par le développement des risques inflationnistes (accélération de l'agrégat monétaire M3 en septembre et indice des prix à la consommation ressortant à 2,6 % en septembre), mais aussi par l'amélioration des perspectives économiques de la zone euro.

Les taux au jour le jour anticipés se sont donc orientés en hausse : les anticipations de resserrement monétaire se sont accentuées de 30 points de base au cours du mois: le 31 octobre, le marché anticipait que le taux au jour le jour en avril 2006 s'établirait à 2,50 %.

Prix du baril de pétrole brut et positions spéculatives

(prix en dollars)

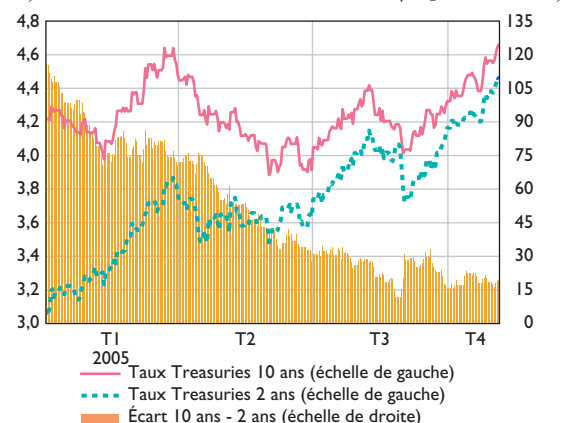
(position en milliers de contrats)



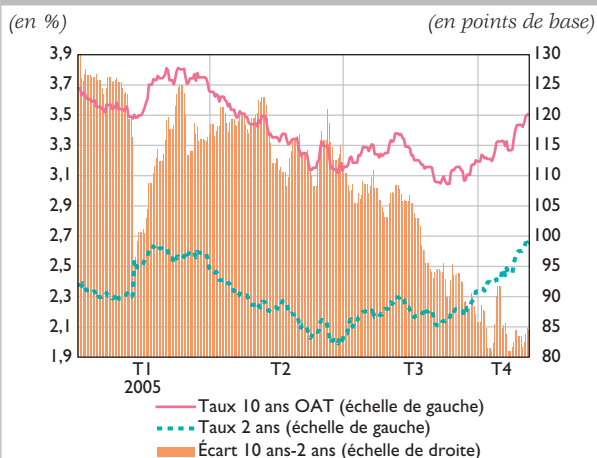
Écart des taux d'intérêt à 2 ans et 10 ans aux États-Unis

(en %)

(en points de base)

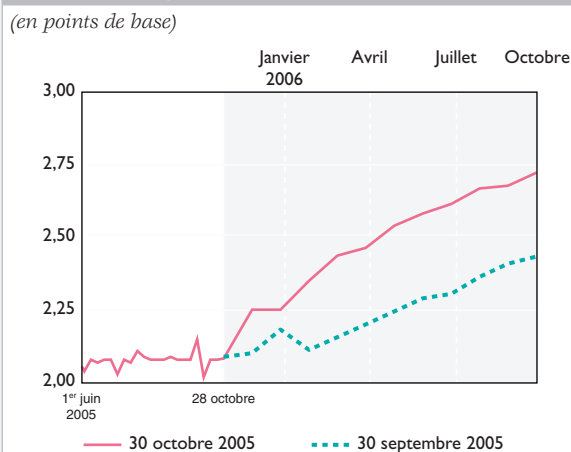


Taux d'intérêt à 2 ans et 10 ans en France



La remontée des taux à long terme ne s'est néanmoins pas accompagnée d'une hausse des anticipations d'inflation à long terme, celles-ci restant ancrées légèrement au-dessus de 2 %, comme en atteste le léger repli des points morts d'inflation et des taux de swaps d'inflation sur la période sous revue.

Courbes des taux au jour le jour anticipés tirés des swaps Eonia



Les primes associées au risque de crédit sont restées stables, à des niveaux historiquement très faibles. Seul le secteur des entreprises industrielles notées BBB a vu ses primes augmenter significativement, dans le sillage des inquiétudes relatives à la santé financière de grands constructeurs automobiles américains.

Variation des anticipations d'inflation française

(en % ; variation en points de bases de base)

	30 septembre 2005	30 octobre 2005	Variation	
			1 mois	1 an
Taux nominal interpolé 2013	2,99	3,26	26	- 29
Taux d'intérêt réel OATi 2013	0,84	1,15	30	- 23
Point mort OATi	2,15	2,11	- 4	- 4
Swap d'inflation 8 ans	2,19	2,15	- 5	- 4

Primes de signature de crédit dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	30 sept. 2005	31 oct. 2005	Variation/ 1 mois	31 déc. 2004	Variation/ 10 mois
Obligations					
industrielles AA	19	19	0	23	- 4
industrielles BBB	71	86	+ 15	76	+ 10
financières AA	26	27	+ 1	30	- 3
corporate BBB	78	78	0	79	- 1
Telecom	51	57	+ 6	52	+ 5
agences	9	10	+ 1	14	- 4

3 | 3 Les marchés boursiers

Les marchés boursiers ont reculé en octobre, à l'exception des indices japonais dont la performance depuis le début de l'année dépasse celle de leurs homologues européens désormais.

Les indices boursiers américains sont restés mal orientés. Le Dow Jones a de nouveau reculé pour afficher une perte de 3,6 % depuis le début de l'année. Depuis cette même date, l'indice Standard & Poor's a mieux résisté, pour clôturer fin octobre à des niveaux similaires à ceux du début d'année. Les résultats des entreprises au troisième trimestre ont néanmoins été, en moyenne, meilleurs qu'attendus : début novembre, 400 sociétés du Standard & Poor's 500 avaient publié leurs résultats : parmi celles-ci, 66 % dépassaient les estimations des analystes.

En Europe, malgré l'amélioration des perspectives économiques, les bourses se sont repliées, en raison essentiellement, du recul des valeurs pétrolières, elles-mêmes affectées par la baisse des cours du pétrole.

Indices boursiers

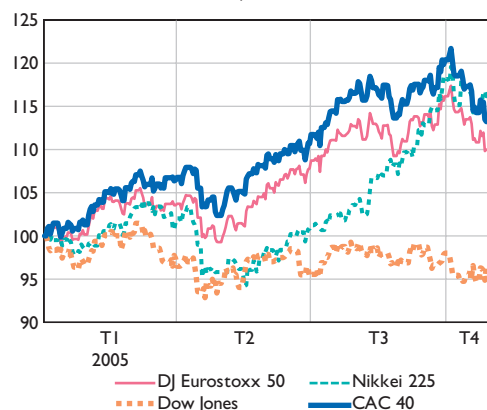
(variation en %)

	Niveau au 31 oct. 2005	Variation/ 1 mois	Variation/ 10 mois
CAC 40	4 434,75	- 3,6	+ 16,1
DAX	4 922,55	- 2,4	+ 15,7
DJ euroStoxx 50	3 312,45	- 3,4	+ 12,2
FTSE	5 344,30	- 2,4	+ 11,0
Nasdaq	2 114,05	- 1,7	- 2,9
Dow Jones	10 406,77	- 1,5	- 3,6
Nikkei	13 867,86	+ 2,2	+ 20,7

Les indices japonais ont été soutenus par la progression des valeurs bancaires, de l'assurance et de l'immobilier.

Performance des bourses en zone euro, au Japon et aux États-Unis

(en %, base 100 = janvier 2005)



ENCADRÉ 6

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris

Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

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

	Octobre 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	387,98	68,5	435,75	66,1
Pensions à taux fixe	150,96	26,7	174,36	26,5
Pensions à taux variable	237,02	41,8	261,39	39,7
BTAN	132,95	23,5	159,87	24,3
Pensions à taux fixe	41,11	7,3	49,96	7,6
Pensions à taux variable	91,84	16,2	109,92	16,7
BTF	45,46	8,0	63,24	9,6
Pension à taux fixe	12,98	2,3	14,74	2,2
Pensions à taux variable	32,48	5,7	48,50	7,4
Pensions à taux fixe	205,05	36,2	239,05	36,3
Pensions à taux variable	361,34	63,8	419,80	63,7
Total	566,39	100	658,86	100

Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 octobre	30 septembre	Variation
1 mois	2,04	2,05	- 1
3 mois	2,16	2,05	+ 11
6 mois	2,26	2,10	+ 16
12 mois	2,51	2,22	+ 29
2 ans	2,59	2,34	+ 25
5 ans	2,98	2,71	+ 27

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en octobre 2005		Encours à fin oct. 2005
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	499,4	15,0	370,2
Certificats de dépôt négociables	439,9	11,0	242,7
BMTN	1,0	0,2	53,0
Billets de trésorerie	58,5	3,8	74,5

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	1 ^{er} au 7 octobre	8 au 14 octobre	15 au 21 octobre	22 au 28 octobre
1 jour	2,14	2,13	2,13	2,13
10 jours	—	—	—	2,20
30 jours	2,18	2,17	2,16	2,17
90 jours	2,23	2,26	2,24	2,27
180 jours	2,28	2,29	2,36	2,38

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	1 ^{er} au 7 octobre	8 au 14 octobre	15 au 21 octobre	22 au 28 octobre
1 jour	2,10	2,05	2,11	2,11
10 jours	2,10	2,02	2,07	2,06
30 jours	2,11	2,09	2,11	2,12
90 jours	2,20	2,22	2,21	2,19
180 jours	2,27	2,29	2,29	2,35

Spreads billets de trésorerie – swaps

Moyenne mensuelle sur quatre populations : émetteurs notés A1+/F1+/A1/P1/F1 ; A2/P2/F2, non notés, véhicules (a)

(en points de base)

Échéances	A-1+/F1+/A-1/P-1/F1	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois	1	4	8	5
Août 2005	1	4	8	5
Septembre 2005	2	4	9	4
Octobre 2005	1	5	10	5
3 mois				
Août 2005	3	7	10	7
Septembre 2005	3	6	11	6
Octobre 2005	4	6	15	7

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

Le mois d'octobre se caractérise par une relative stabilité des prix à l'émission (écart de plus ou moins un point de base par rapport au mois précédent), à l'exception des émetteurs non notés qui enregistrent une hausse de 4 points de base pour le 3 mois.

L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale 23

Julia GUÉRIN

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? 39

Direction générale des Études et des Relations internationales

Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) 53

Denis MARIONNET

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 65

Frédéric CHASSAGNE

Véronique NOIVILLE

TNS Sofres

Jean-Bernard FERRAND-EYNARD

Euronext

Hervé GRANDJEAN

Banque de France

L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale

Julia GUÉRIN

Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision

Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

L'excédent des transactions courantes de la Chine s'est renforcé depuis 1997, notamment sous la forme d'une vive progression de l'excédent des échanges de marchandises qui a atteint, en moyenne, 43 milliards de dollars américains par an sur la période 1997-2004. Reflet de la stratégie d'ouverture et de développement par les exportations adoptée par le pays à partir de 1979, cet excédent est fondé sur son avantage comparatif en termes de coûts salariaux. La part de la Chine dans les exportations mondiales est ainsi passée de moins de 1 % en 1979 à 6,6 % en 2003.

Le vif essor des investissements directs étrangers (IDE), encouragé par les autorités chinoises à partir du début des années quatre-vingt-dix, a également contribué à la progression des exportations. Le flux annuel d'IDE en Chine a été multiplié par plus de 17 entre 1990 (3,5 milliards de dollars) et 2004 (60,6 milliards).

Ce mode de développement de la Chine, qui a largement reposé sur l'essor des exportations, a des implications internationales multiples et significatives. La Chine a exercé une concurrence croissante sur les marchés d'exportation, vis-à-vis des pays industrialisés, mais aussi vis-à-vis de pays en voie de développement (principalement d'Amérique centrale et du Sud, d'Afrique et du Moyen-Orient). Toutefois, la forte croissance de l'industrie chinoise a, également, eu un effet d'entraînement sur les exportations des pays tiers, en particulier depuis l'adhésion du pays à l'organisation mondiale du commerce (OMC) à la fin de 2001.

Par ailleurs, l'essor économique de la Chine n'a pas été sans conséquence pour l'évolution des prix mondiaux.

Enfin, la Chine a considérablement accru ses réserves de change dans le cadre du maintien d'une parité fixe de facto entre le yuan et le dollar, légèrement réévaluée cependant lors de la réforme opérée en juillet 2005. Bien que modeste, cette dernière réforme pourrait préfigurer de plus amples ajustements à l'avenir. En attendant, les réserves de change, au deuxième rang mondial, sont en grande partie constituées de titres publics américains, comme celles de nombreux autres pays asiatiques. Ainsi, un ralentissement économique en Chine et chez ses voisins, pourrait réduire le besoin d'accumulation de réserves de change par les pays asiatiques, entravant le financement du déficit des transactions courantes des États-Unis et accentuant le risque de déstabilisation des marchés internationaux de change et de capitaux.

Or, la poursuite de l'essor de l'économie chinoise apparaît subordonnée à un rééquilibrage au profit des ressorts internes de sa croissance. En effet, à la vigueur des exportations s'oppose l'atonie relative de la consommation privée dont le poids dans le PIB a tendance à baisser, dans un contexte de ralentissement de la progression des revenus des ménages depuis le milieu des années quatre-vingt-dix et de précarité des conditions d'emploi et de couverture sociale. Cependant, au cours des prochaines années, en combinant les besoins liés à l'accroissement de la population active et ceux liés à la reconversion des travailleurs ruraux et employés dans le secteur public, l'économie chinoise devra créer 20 à 25 millions de nouveaux postes chaque année pour absorber ce supplément d'offre de travail. Cette contrainte structurelle paraît nécessiter que les bases de la croissance chinoise s'élargissent à la demande interne pour être à la fois plus durables et moins dépendantes de l'état de la conjoncture dans les pays partenaires.

Mots clés : Chine, équilibre épargne-investissement, balance des transactions courantes, balance commerciale, investissement direct à l'étranger, coûts salariaux unitaires, réserves de change, croissance, développement
Codes JEL : F14, O53

NB : Les données chiffrées présentées dans cet article se réfèrent en partie aux statistiques officielles chinoises dont la méthodologie n'a pas encore été pleinement alignée sur les standards internationaux.

I | Soutenabilité du modèle de croissance de l'économie chinoise

I | I Excédent croissant des transactions courantes

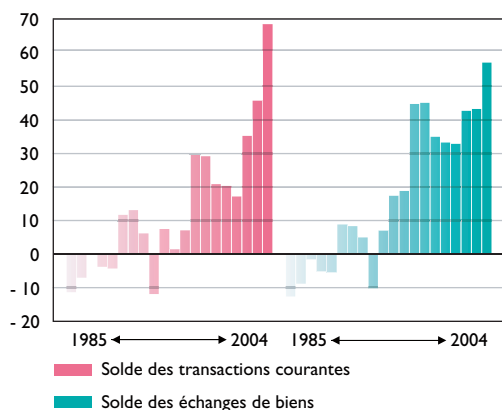
La balance des transactions courantes de la Chine a été excédentaire tout au long des années quatre-vingt-dix sauf en 1993 (cf. graphique 1). L'excédent est devenu plus important à compter de 1997, s'établissant en moyenne à plus de 33 milliards de dollars et culminant à 69 milliards en 2004 (4 % du PIB).

Cette inflexion reflète principalement la vive progression de l'excédent des échanges de marchandises, qui a atteint en moyenne 43 milliards de dollars entre 1997 et 2004. L'excédent, plus modeste, du poste des transferts courants s'est également accru, notamment depuis 2002¹. En revanche, les flux de services et des revenus ont continuellement été déficitaires (cf. graphique 2)².

La ventilation géographique des échanges commerciaux de la Chine, issue des statistiques douanières, montre que l'excédent global recouvre des positions bilatérales hétérogènes : un excédent croissant avec les États-Unis (supérieur au solde global depuis 2000) et avec l'Europe, et un déficit

**Graphique 1 Transactions courantes
et commerce de marchandises de la Chine**

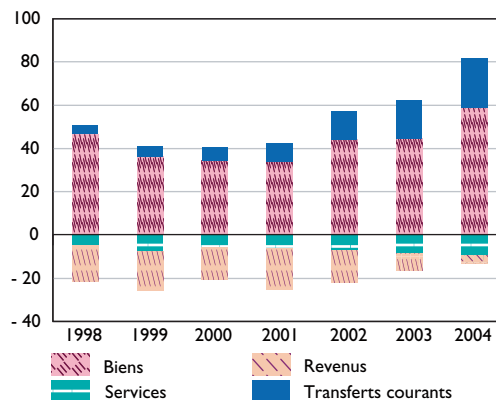
(en milliards de dollars)



Source : Bureau national des statistiques de Chine

**Graphique 2 Décomposition par postes
du solde des transactions courantes de la Chine**

(en milliards de dollars)



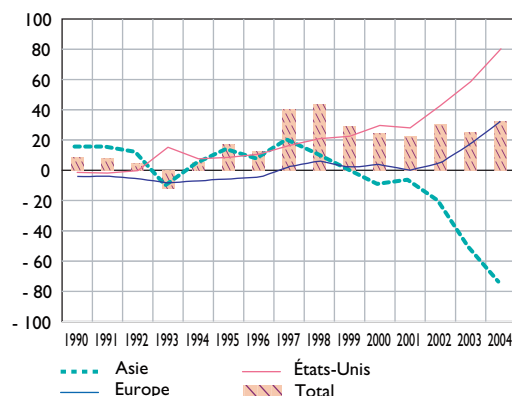
Source : Bureau national des statistiques de Chine

croissant vis-à-vis de l'Asie à l'exception de Hong Kong (cf. graphique 3 et infra 1|3 pour une analyse plus détaillée).

La part des exportations à destination des États-Unis et de l'Europe représentait 42 % du total en 2004 (cf. tableau 1). Il conviendrait de lui ajouter une partie importante des exportations à destination de Hong Kong qui est en fait réexportée vers les États-Unis (plus du tiers) et l'Europe (un quart) (Lemoine, 2003). En effet, le transit par Hong Kong contribue à gonfler artificiellement la place de l'Asie dans les exportations de la Chine. Aussi la part réelle des exportations de

**Graphique 3 Répartition géographique
du solde commercial de la Chine**

(en milliards de dollars)



Source : Statistiques douanières de la Chine

¹ Le poste des transferts courants a enregistré, en moyenne, un solde positif de 10,3 milliards de dollars entre 1997 et 2004.

² Les postes des services et des revenus ont enregistré, en moyenne, des soldes négatifs, respectivement, de 7,0 milliards de dollars et 13,5 milliards entre 1998 (première donnée disponible) et 2004.

Tableau 1 Structure géographique des échanges commerciaux de la Chine (2004)

(données en %, solde en milliards de dollars)

	Exportations	Importations	Solde
Asie	50	66	- 74
dont Japon	12	17	- 21
Taïwan	2	12	- 51
Corée du Sud	5	11	- 34
Hong Kong	17	2	89
Europe	21	16	34
dont UE	18	12	35
États-Unis	21	8	80
Reste du monde	8	10	- 8
Total	100	100	32

Source : Statistiques douanières chinoises

la Chine à destination des États-Unis et de l'Europe, y compris les exportations transitant par Hong Kong, serait plus proche de 50 %. En revanche, l'Asie apparaît sans conteste comme le premier fournisseur de la Chine, s'agissant notamment du Japon, de Taïwan et de la Corée qui fournissent 40 % du total des importations (cf. infra 1|3).

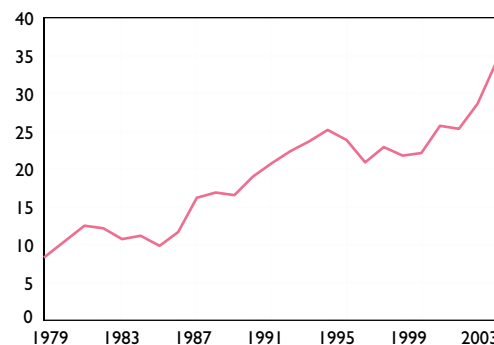
Le poids des autres pays en développement d'Asie dans les importations chinoises, plus modeste, tend néanmoins à s'accroître, leurs exportations à destination de cette économie ayant progressé plus rapidement que celles des principaux autres partenaires commerciaux de la Chine au cours des dernières années.

I | 2 Stratégie de développement industriel par les exportations

L'excédent de la balance des transactions courantes de la Chine est le reflet de sa stratégie de développement par les exportations. En effet, la Chine a adopté, à partir de 1979, une stratégie d'ouverture et d'industrialisation inspirée de celle du Japon dans les années 1960-1980, puis des nouvelles économies industrialisées asiatiques (Hong Kong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan), fondée sur son avantage comparatif en termes de coûts salariaux (cf. encadré 1). Cette stratégie a d'abord consisté à favoriser la création de capacités d'exportation dans les industries légères de type textile, puis à financer l'essor d'industries plus capitalistes et, enfin, à organiser la montée en gamme technologique de sa production industrielle.

Graphique 4 Part des exportations dans le PIB (Chine)

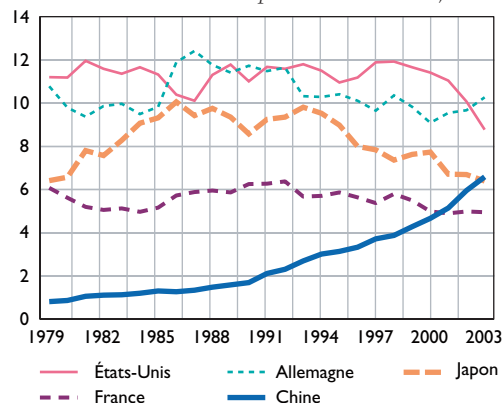
(en % du PIB, données en valeur)



Sources : Banque mondiale, base de données « Comptes harmonisés sur les échanges et l'économie mondiale » (Chelem)

Graphique 5 Part des grands pays dans les exportations mondiales

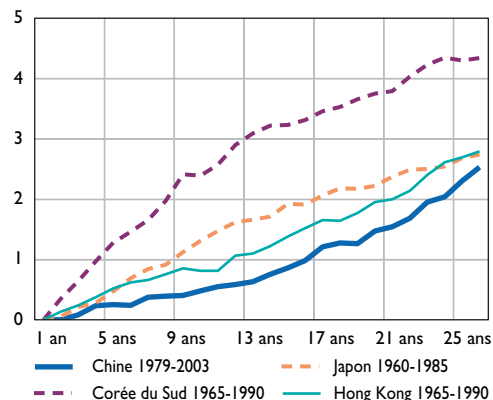
(exportations de biens en % des exportations mondiale, valeur)



Sources : Banque mondiale, base de données Chelem

Graphique 6 Croissance comparée des exportations de la Chine, du Japon, de Hong Kong et de la Corée du Sud

(indice en base 1 = début de période, échelle logarithmique, données en volume)



Source : Banque mondiale

ENCADRÉ I

L'avantage comparatif de la Chine

L'avantage comparatif de la Chine en termes de coûts salariaux unitaires est nettement moins important que l'écart de salaire moyen par tête avec les autres pays dans l'industrie manufacturière (cf. tableau). En effet, la productivité du travail dans l'industrie chinoise est plus faible qu'ailleurs en particulier dans les secteurs dominés par les entreprises d'État. Ainsi, l'avantage comparatif de l'appareil industriel, pris dans son ensemble, apparaît restreint aux industries intensives en main-d'œuvre ou aux processus intensifs en main-d'œuvre des industries intensives en technologie. Néanmoins, on peut considérer que la productivité du travail, supérieure dans les segments de l'appareil industriel tournés vers l'exportation et en partie détenus par des capitaux étrangers, assure à ces derniers des gains nettement plus élevés en termes de coûts salariaux unitaires, en dépit de niveaux de salaires également plus importants. En outre, depuis 1998, les coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de l'économie ont eu tendance à augmenter à un rythme supérieur à celui observé aux États-Unis ou dans la zone euro (sauf en 2004), tandis qu'ils ont baissé au Japon (cf. graphique).

Productivité du travail, salaires et coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière en 1998

(niveaux rapportés au niveau chinois)

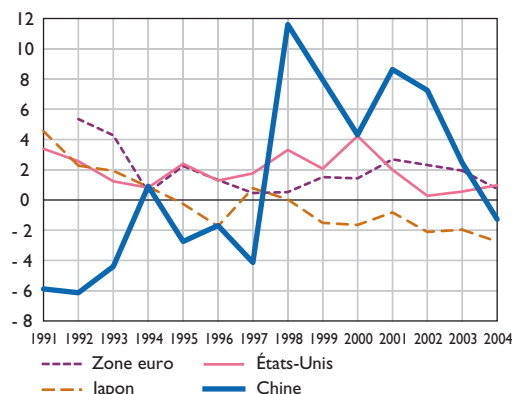
Pays ou territoire	Salaire moyen par tête	Productivité du travail	Coût unitaire de main-d'œuvre
États-Unis	47,8	36,8	1,3
Suède	35,6	19,8	1,8
Japon	29,9	24,9	1,2
Singapour	23,4	18,0	1,3
Taïwan (1997)	20,6	9,0	2,3
Rép. de Corée	12,9	16,1	0,8
Chili	12,5	15,6	0,8
Mexique	7,8	11,1	0,7
Turquie	7,5	8,3	0,9
Inde	1,5	1,1	1,4

Source : CNUCED (2002)

Note de lecture : Les salaires comprennent les charges sociales et les prestations annexes; les coûts unitaires de la main-d'œuvre sont calculés comme le rapport entre le salaire moyen et la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière. Les données relatives à la productivité du travail sont déduites de celles relatives aux salaires et aux coûts de la main d'œuvre.

Coûts salariaux unitaires (ensemble de l'économie)

(glissement annuel en %)



Sources : OCDE (2002), China Statistical Yearbook 2005

Note de lecture : L'indicateur chinois est obtenu en rapprochant des données de productivité couvrant l'ensemble de l'économie et des données de salaire moyen couvrant un champ beaucoup plus réduit (sont notamment exclus : le secteur privé, les entrepreneurs individuels en zones urbaines, les entreprises publiques locales)

Au total, le poids des exportations dans le PIB chinois a fortement augmenté au cours des vingt-cinq dernières années, de 9 % en 1979 à 34 % en 2003 en valeur (37 % en volume) (cf. graphique 4). Parallèlement, la part de la Chine dans les exportations mondiales est passée de moins de 1 % en 1979 à 6,6 % en 2003, dépassant la France et le Japon (cf. graphique 5).

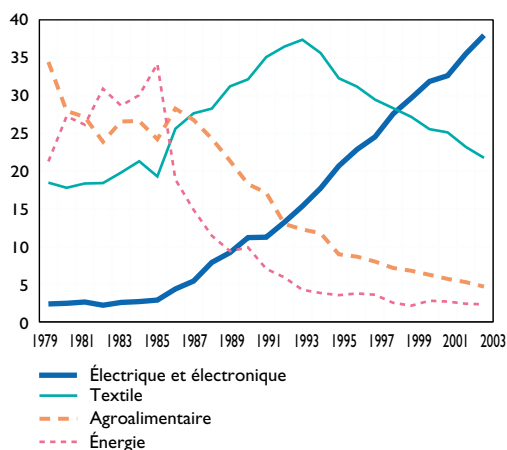
Toutefois, la rapidité de l'insertion de la Chine dans le commerce international n'est pas exceptionnelle au regard de l'expérience des économies développées

d'Asie (Rumbaugh et Blancher, 2004). En 2003, elle apparaissait encore moindre que celle de Hong Kong, du Japon et, surtout, de la Corée du Sud au cours de leurs vingt-cinq premières années de développement soutenu (cf. graphique 6).

La montée en gamme technologique des industries chinoises se reflète dans l'évolution de la structure par produits des exportations. La Chine a pu, au cours des années quatre-vingt-dix, se positionner sur des segments manufacturiers dynamiques, tels les

Graphique 7 Poids des différents secteurs dans les exportations totales (Chine)

(en % des exportations totales de biens, valeur)



Source : Base de données Chelem

produits électriques et électroniques pour lesquels la demande mondiale s'est sensiblement accrue. Ainsi, la part de ces produits dans les exportations de la Chine a atteint 38 % en 2003, contre moins de 5 % en 1979 (cf. graphique 7).

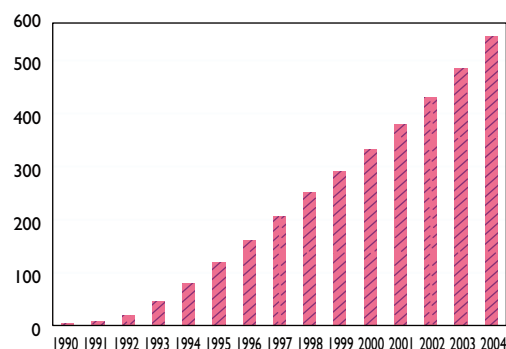
I | 3 Le rôle des investissements directs étrangers

Les autorités chinoises ont encouragé le développement des investissements directs étrangers (IDE) à partir du début des années quatre-vingt-dix, notamment en exemptant de droits de douane les importations destinées à être réexportées après transformation. Leur but était de diversifier rapidement les capacités d'exportation, pénétrer de nouveaux marchés et promouvoir la montée en gamme technologique des industries. Le flux annuel d'IDE a été multiplié par plus de 17 entre 1990 (3,5 milliards de dollars) et 2004 (60,6 milliards). Au total sur cette période, la Chine a accueilli 544 milliards de dollars d'IDE en données cumulées (cf. graphique 8).

Mais la marge de progression des IDE au cours des prochaines années demeure importante, en particulier dans le secteur des services jusqu'à présent peu ouvert, comparé à l'industrie. Par exemple, les flux cumulés d'investissements reçus des pays de l'OCDE entre 1991 et 2000 ne représentent que 5 % environ, du total

Graphique 8 Montants des IDE en Chine (données cumulées)

(en milliards de dollars)



Sources : China Statistical Yearbook 2005

des flux d'IDE des pays de l'OCDE à destination des pays hors OCDE sur la même période et seulement 20 % de leurs IDE à destination des pays de l'Asie émergente (hors Japon et Corée) (Lemoine, 2002 et 2003). Une tendance à l'intensification des flux d'IDE s'est dessinée depuis 2001.

Les investisseurs étrangers ont été principalement des entreprises résidant dans le reste de l'Asie, et particulièrement à Hong Kong (cf. tableau 2). On ne peut exclure, toutefois, qu'une partie des IDE provenant de Hong Kong ait, en fait, une origine européenne ou américaine, outre les investissements effectués par la diaspora chinoise.

Tableau 2 Origine des IDE en Chine (données cumulées de 1991-2004)

(montant en milliards de dollars, part en %)

	Montant	Part du total
Asie	376	70
dont Hong Kong	230	43
Taiwan	38	7
Japon	44	8
États-Unis	46	8
UE à 15	41	8
Autres	74	14
Total	537	100

Sources : China Statistical Yearbook 2005, Lemoine (2003)

Leurs opérations obéissent essentiellement à deux types de motivations :

- bénéficier de la relative faiblesse des coûts de production en organisant leur base d'assemblage en Chine et, notamment, en important les composants de leur pays d'origine.

Ainsi, les exportations de produits assemblés en Chine représentent aujourd'hui plus de la moitié des exportations totales chinoises (cf. tableau 3). Les investissements opérés par les entreprises asiatiques relèvent largement de cette catégorie (investissements de délocalisation de type « vertical »).

Au total, les pays asiatiques apparaissent comme les principaux fournisseurs de produits intermédiaires destinés aux industries d'assemblage. À titre d'exemple, en 1999, le Japon et les nouveaux pays industrialisés (Hong Kong, Corée du Sud, Singapour et Taïwan) assuraient les deux tiers des importations chinoises pour assemblage (Lemoine et Unal-Kesenci, 2002) ;

- contourner les barrières (coûts de transport, protections douanières) qui restreignent l'accès direct au marché local, par l'implantation d'entreprises dont le but est de vendre leur production sur place et non de réexporter vers des marchés tiers, dans des secteurs tels que l'automobile et les centraux téléphoniques.

Ce deuxième type d'investissement serait davantage le fait d'investisseurs américains et européens (investissements de type « horizontal », ne s'apparentant pas à la délocalisation).

Au total, les investissements directs étrangers ont un impact positif sur la croissance de la Chine, se traduisant par l'essor de ses exportations, par le biais des canaux suivants (OCDE, 2002) :

- contribution significative au financement externe de la formation du capital (les IDE ont représenté 8 % du total de l'investissement privé et public en 2004) ; toutefois, l'IDE est une opération financière sans relation automatique avec la FBCF ;
- transfert de technologie et de pratiques de gestion avancées et contribution à l'élévation de la productivité (l'action, progressive, de ce dernier canal devrait s'intensifier à l'avenir) ;
- enfin, stimulation de la concurrence dans l'économie chinoise, poussant les entreprises nationales à être plus performantes pour éviter de céder de nouvelles parts de marché aux entreprises à capitaux étrangers.

En 2004, les entreprises à capitaux étrangers implantées en Chine ont été à l'origine de plus de la moitié des exportations chinoises (cf. graphique 9). Elles contribuent d'ailleurs aux importations dans des proportions équivalentes depuis le début de 2001.

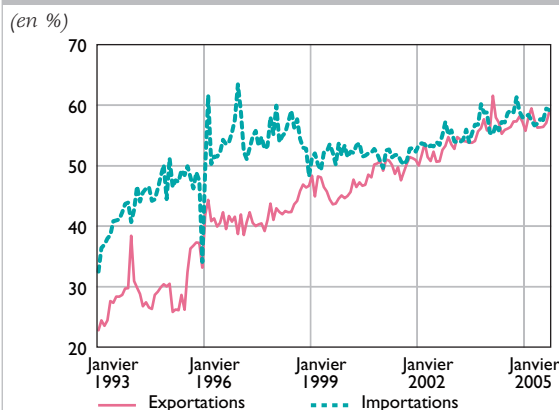
Tableau 3 Commerce extérieur de la Chine par types d'opérations en 2004

(montants en milliards de dollars, structure en %)

	Montants	Structure
Exportations totales	593	100
Assemblage	328	55
Ordinaires	244	41
Autres	22	4
Importations totales	561	100
Assemblage	222	39
Ordinaires	248	44
Autres	92	16
Solde commercial	32	
Assemblage	106	
Ordinaires	- 5	
Autres	- 70	

Source : Statistiques douanières chinoises

Graphique 9 Poids des entreprises étrangères dans le commerce extérieur (Chine)



Sources : Bureau national des statistiques de la Chine, Statistiques douanières chinoises

I | 4 Faiblesse de la consommation des ménages

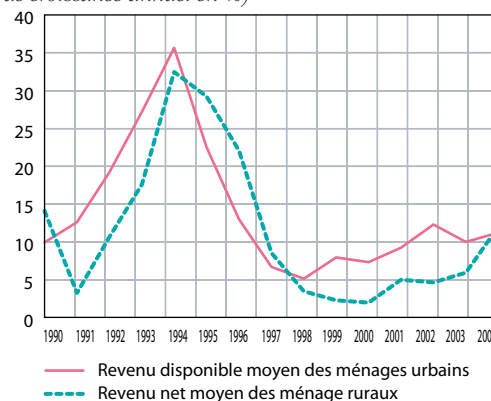
À la vigueur des exportations, s'oppose l'atonie relative de la consommation privée. Ainsi, la part de la consommation des ménages dans le PIB a décru depuis 1993, contrairement à celle des exportations (cf. graphique 10).

En effet, la progression du revenu des ménages urbains et ruraux a nettement ralenti depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, ce qui a limité leur pouvoir d'achat (cf. graphique 11). En outre, la disparité entre les revenus des ménages ruraux et ceux des ménages urbains s'est beaucoup creusée (cf. graphique 12). La progression des revenus des ménages s'est ainsi avérée très nettement inférieure à celle des profits des entreprises depuis la fin des années quatre-vingt-dix. À titre d'illustration, pour le seul secteur industriel, les profits annuels des entreprises ont progressé de 36 % en 2004, soit un rythme trois fois supérieur à celui des revenus des ménages urbains (11,2 %) ou ruraux (12,0 %).

La faiblesse relative de la consommation des ménages s'est accompagnée d'un accroissement de leur épargne. En dépit des bas taux d'intérêt

Graphique 11 Revenu nominal des ménages en Chine

(taux de croissance annuel en %)

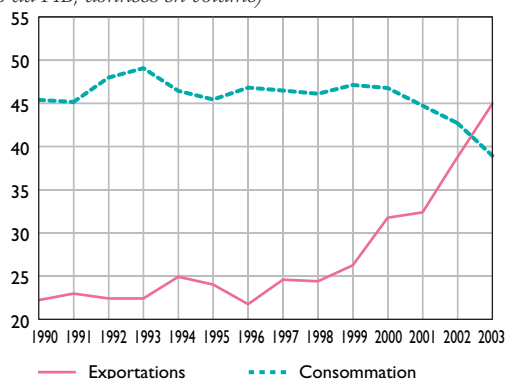


Source : Bureau national des statistiques de Chine

servis³, l'épargne des ménages est aujourd'hui en grande partie placée sous forme de dépôts bancaires, en raison de l'absence d'autres produits de placement majeurs⁴ et du contrôle des changes. Selon les statistiques chinoises officielles, le ratio des dépôts bancaires rapporté au PIB s'élevait à 87 % en 2004 (cf. graphique 13), contre environ 50 % en France et 55 % dans la zone euro.

Graphique 10 Poids de la consommation et des exportations dans le PIB en Chine

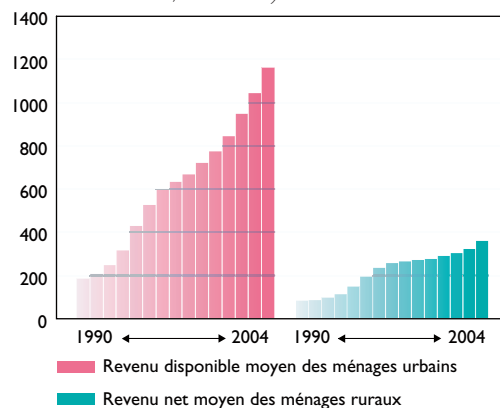
(en % du PIB, données en volume)



Source : Banque mondiale

Graphique 12 Disparités de revenu nominal annuel des ménages chinois

(revenu nominal annuel, en dollars)



Source : Bureau national des statistiques de Chine

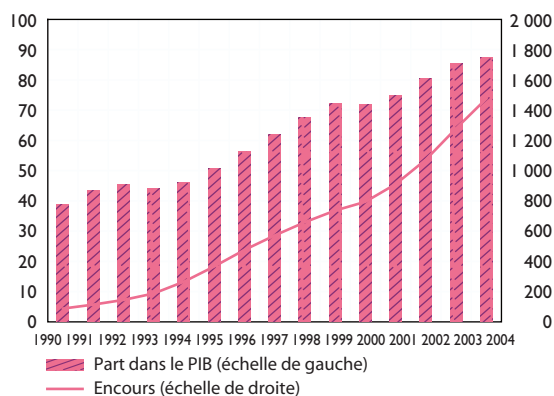
Note de lecture : Les données en yuans sont converties en dollars au taux de conversion bilatéral 1 USD = 8,1 yuans

³ Les taux de rémunération des dépôts bancaires sont relativement bas, s'étageant de 0,7 % à 3,6 % selon les échéances, en dépit du relèvement des taux d'intérêt bancaires administrés opéré par la Banque populaire de Chine en octobre 2004, dans un contexte de surchauffe sectorielle de l'économie (le taux d'intérêt servi sur les dépôts à un an, par exemple, est passé de 1,98 % à 2,25 %).

⁴ Les produits boursiers ont pu constituer, marginalement, un autre débouché possible pour l'épargne des ménages depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Graphique 13 Épargne des ménages placée en dépôts bancaires (Chine)

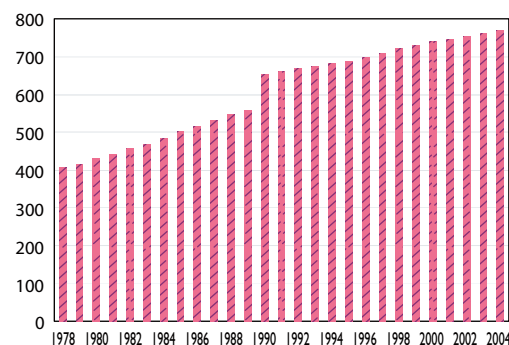
(encours en milliards de dollars, part en %)



Sources : China Statistical Yearbook 2004, Banque populaire de Chine
 Note de lecture : Les données en yuans sont converties en dollars au taux de conversion bilatéral 1 USD = 8,1 yuans

Graphique 14 Population active en Chine

(en millions de personnes)



Source : Statistical Yearbook of China 2005

L'épargne des ménages chinois obéit notamment à deux motifs principaux :

- un motif de précaution, lié à la précarité des conditions d'emploi et de couverture sociale, qui pèse, en particulier, sur les employés des grandes entreprises publiques déficitaires ;
- un motif d'investissement, dans la mesure où les déficiences de l'intermédiation bancaire, en particulier à l'égard des entrepreneurs individuels, contraignent ces derniers à l'autofinancement de leurs dépenses d'équipement (Woo, 2003).

Cependant, si la faiblesse de la consommation paraît largement s'expliquer par des contraintes structurelles, l'évolution récente de l'économie chinoise a permis l'émergence d'une classe moyenne urbaine, fortement consommatrice et importatrice, qui pourrait préfigurer un dynamisme nouveau de la demande interne.

I | 5 Nécessité d'une croissance plus équilibrée

L'économie chinoise est confrontée à la nécessité de maintenir un taux de croissance soutenu si elle veut pouvoir absorber la forte hausse attendue de sa main-d'œuvre. La population active a quasiment doublé au cours des vingt-cinq dernières années (cf. graphique 14) et devrait continuer de progresser fortement à moyen terme : plus de 10 millions

de nouveaux entrants par an devraient être enregistrés au cours des cinq à six années à venir, jusqu'en 2010, année à partir de laquelle la croissance de la population active commencerait à ralentir (FMI, 2004a).

En termes plus qualitatifs, la Chine doit faire face à la réallocation des travailleurs des zones rurales en perte d'activité (estimés à 150 millions de personnes) ainsi qu'à des sureffectifs des entreprises publiques déficitaires et appelées à être privatisées (de 10 à 11 millions de personnes), (FMI, 2004b).

Au cours des prochaines années, en combinant la progression de la population active et les besoins d'emploi liés à la reconversion des travailleurs ruraux et employés dans le secteur public, l'économie chinoise devra créer 20 à 25 millions de nouveaux postes chaque année pour absorber ce supplément d'offre de travail.

Cette contrainte structurelle paraît nécessiter que les bases de la croissance chinoise s'élargissent davantage à la demande interne pour être à la fois plus durables et moins dépendantes de l'état de la conjoncture dans les pays partenaires.

Au sein de la demande interne, les ressorts de la croissance chinoise devraient davantage reposer sur la consommation des ménages et moins sur la demande publique *via* les programmes de grands travaux d'infrastructures conduits par l'administration.

Les finances publiques chinoises sont, en effet, potentiellement grevées à l'avenir par des engagements en matière de restructuration du secteur public, de soutien du secteur bancaire et de montée en puissance du système de sécurité sociale.

À long terme, l'absorption progressive des immenses réservoirs de main-d'œuvre excédentaire créera des pressions à la hausse sur les salaires. Dès lors, la Chine ne pourra assurer la promotion de ses exportations, fondée sur son avantage comparatif en termes de bas coûts salariaux, que lorsque par ailleurs, la productivité du travail, actuellement très faible, se sera accrue. Une appréciation du taux de change effectif réel de la devise chinoise, accompagnant naturellement le processus de développement du pays, n'en apparaît pas moins inéluctable. À cette fin, la montée en gamme technologique de son appareil industriel et la conduite de réformes structurelles, dans le secteur des entreprises et des banques publiques, revêtent un intérêt stratégique.

2| Enjeux du développement de la Chine pour l'économie mondiale

2|1 Concurrence accrue sur les marchés d'exportation

Les exportations de la Chine ont progressé sensiblement plus vite que les exportations mondiales depuis le début des années quatre-vingt-dix. Or, l'évolution comparée des parts respectives de la Chine et des autres pays dans les importations des principaux pays industrialisés suggère que l'essor global des exportations chinoises s'est effectué tant au détriment des exportations des pays industrialisés qu'au détriment de celles des pays en voie de développement, principalement d'Amérique, d'Afrique et du Moyen-Orient ⁵ (cf. tableau 4).

Du point de vue des partenaires commerciaux en déficit avec la Chine, les importants déséquilibres engendrés peuvent difficilement être considérés comme mutuellement profitables. Il a pu être soutenu que les profits réalisés par les entreprises étrangères, ayant délocalisé des segments de leur production

en Chine, peuvent être considérés comme une compensation des pertes de compétitivité enregistrées sur leur marché domestique et des coûts associés en termes d'ajustements sectoriels et de pertes d'emploi et de revenus : difficultés financières des entreprises exposées à la concurrence des produits importés, nécessité de se reconvertir sur d'autres segments du marché, etc. (Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2004). On peut, cependant, émettre quelques doutes à cet égard : alors que l'excédent commercial enregistré avec les États-Unis a représenté près de 2,5 fois celui enregistré avec l'Europe en 2004, les flux d'IDE en Chine provenant des États-Unis ont été inférieurs à ceux provenant d'Europe la même année.

S'agissant plus précisément des autres pays d'Asie, l'impact de la montée en puissance commerciale de la Chine s'est exercé de façon différenciée selon le niveau de développement et le degré de spécialisation sectorielle des économies de la région (ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, 2002 et 2004).

Les économies les moins développées du Sud-Est asiatique (Inde, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Vietnam) ont une structure productive dominée par les secteurs intensifs en ressources naturelles et en travail peu qualifié. Ces économies ont été ainsi

Tableau 4 Importations des pays du G7 par zones de provenance

(en % du total, données en valeur)

	1979	2004	Écart 1979/2004 (a)
OCDE			
G 7	43	39	- 4
Europe (hors G7)	19	22	3
Mexique	1	4	3
Australie, Nouvelle-Zélande	2	1	- 1
Corée	1	2	1
Hors OCDE			
Chine	1	10	9
Asie hors Chine (Inde comprise)	7	9	2
Europe	2	3	1
Amérique latine	5	4	- 1
Afrique	7	3	- 4
Moyen-Orient	10	4	- 7

Source: OCDE (statistiques mensuelles du commerce extérieur)
(a) En raison des arrondis, les écarts en points de pourcentage calculés pour la période comprise entre 1979 et 2004 peuvent ne pas correspondre à la différence entre les pourcentages présentés.

⁵ Les exportations des pays du Moyen-Orient ont, par ailleurs, pâti d'un effet prix du pétrole et de la montée en puissance d'autres producteurs.

directement exposées à la concurrence croissante des exportations chinoises tant sur leur marché intérieur que sur les marchés tiers.

En revanche, Singapour, mais aussi les pays d'Asie du Nord-Est (Hong Kong, Taïwan, Corée, notamment) sont davantage spécialisés dans les produits à forte valeur ajoutée et les services, et ils disposent d'une structure productive plus complémentaire de celle de la Chine.

2|2 Effet d'entraînement sur les exportations des pays tiers

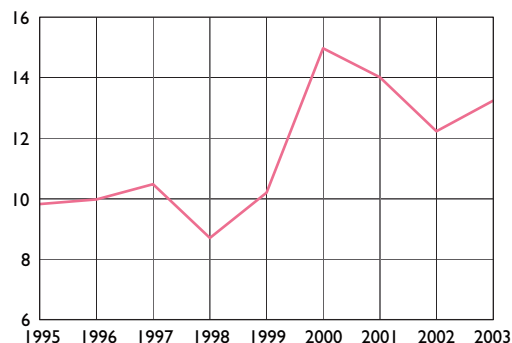
La forte croissance industrielle de la Chine a suscité un *boom* de l'investissement au cours des dernières années (cf. graphique 15).

Ce *boom* de l'investissement a induit une accélération de la progression des importations chinoises de matières premières et de biens d'équipement. Leur part dans le total des importations a ainsi eu tendance à s'accroître (cf. graphiques 16 et 17), ce qui a bénéficié à la fois aux pays en développement et aux pays industrialisés.

Dans ce contexte, l'adhésion de la Chine à l'organisation mondiale du commerce (OMC) à la fin de 2001 a constitué une avancée cruciale du processus, entamé depuis deux décennies, d'ouverture

Graphique 16 Poids des matières premières (pétrole brut inclus) dans les importations chinoises

(en % du total)

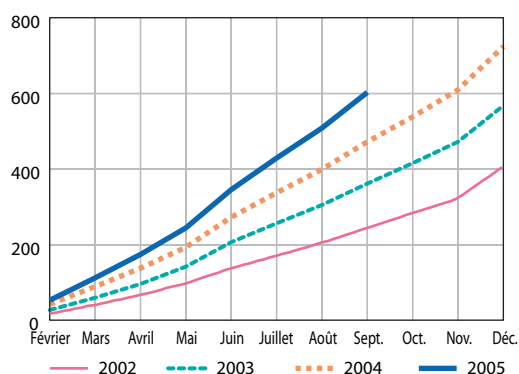


Source : Base de données Chelem

de l'économie chinoise et d'insertion dans les flux commerciaux internationaux (cf. encadré 2). Entre 1990 et 2001, les taux moyens des droits de douane avaient sensiblement diminué, revenant de plus de 40 % à environ 15 % ; toutefois, ils restaient encore nettement plus élevés que la moyenne des taux des pays membres de l'OMC (6 %). Aussi a-t-il été prévu que, entre 2001 et 2005-2006, période à laquelle la Chine devra avoir rempli l'ensemble de ses engagements vis-à-vis de l'OMC, le niveau moyen de ses droits de douane serait abaissé, en moyenne, de 18,9 % à 15 % sur les produits agricoles, de 14,8 % à 8,9 % sur les produits industriels, et, en particulier, de 13,3 % à 0 % sur les produits des technologies de l'information (cf. tableau de l'encadré 2).

Graphique 15 Investissement en capital fixe (Chine)

(cumul depuis le début de l'année calendaire, en milliards de dollars, valeur)

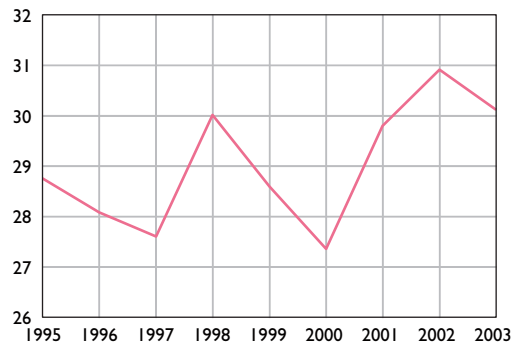


Source : Bureau national des statistiques de Chine

Notes de lecture : Les données, de fréquence mensuelles, ne sont diffusées que pour le cumul des mois de janvier et février. Les données sont converties en dollars au taux de 1 USD = 8,1 yuans.

Graphique 17 Poids des biens d'équipement dans les importations de biens chinois

(en % du total)



Source : Base de données Chelem

ENCADRÉ 2

**Principaux engagements de la Chine
résultant de son adhésion à l'OMC
(OCDE, 2002)**

Droits de douane

Niveau des droits de douane

(en %)

Secteur ou sous-secteur	En 2001 A	Après l'accession à l'OMC B	Réduction des taux ciblée A – B
Agriculture (moyenne)	18,9	15 (1-1-2005)	3,9
Production industrielle (moyenne)	14,8	8,9 (1-1-2005)	5,9
Technologie de l'information	13,3	0 (1-1-2005)	13,3
Automobile	80-100	25 (1-7-2006)	55-75
Textile et habillement	25,4	11,7 (1-1-2005)	13,7
Acier	10,6	8,1 (1-1-2004)	2,5

Source : OCDE

Élimination des obstacles non tarifaires

• Produits industriels :

La Chine éliminera les contingents, les licences d'importation, les prescriptions spécifiques en matière d'appel d'offres et les autres restrictions quantitatives qui limitent le commerce des produits industriels dans un délai maximum de cinq ans.

• Produits agricoles :

Les restrictions quantitatives à l'importation appliquées à divers produits agricoles de vrac (comme le blé, le maïs, le riz, le sucre et le coton) seront éliminées et remplacées par un système de contingents tarifaires. Les contingents seront augmentés annuellement jusqu'à la fin de 2004. Sur un certain nombre de produits (orge, soja, colza, huiles), les contingents tarifaires seront remplacés par un taux au droit unique s'appliquant quelle que soit la quantité importée.

Droit de commercer

• Produits industriels :

Dans les trois ans suivant l'accession à l'OMC, toutes les entreprises en Chine (étrangères et nationales) auront le droit de faire le commerce de toutes marchandises sur l'ensemble de son territoire.

• Produits agricoles :

Le droit d'importer sera étendu aux entités non étatiques et non plus réservé aux seuls agents publics pour de nombreuses marchandises au cours des trois ans suivant l'accession (blé, maïs, riz, sucre, coton, etc.).

Subventions aux exportations

La Chine s'est engagée, par ailleurs, à ne pas avoir recours aux subventions à l'exportation pour les produits agricoles et a accepté de limiter ses subventions intérieures à la production agricole à 8,5 % de la valeur de la production.

Services

La Chine s'est engagée à ouvrir progressivement son secteur des services à l'investissement étranger et à la participation étrangère. Sont notamment concernés les services financiers (activités bancaires, valeurs mobilières, assurance), la distribution, les télécommunications, les services aux entreprises (services juridiques, audit, services comptables, informatiques, location et crédit-bail) et le tourisme.

Ces engagements, auxquels s'ajoutent ceux pris en matière de barrières non tarifaires et d'ouverture des secteurs des services financiers et de la distribution aux entreprises étrangères, devraient contribuer à renforcer les exportations vers la Chine, notamment au fur et à mesure de l'élévation progressive du niveau de vie et de la demande des consommateurs chinois.

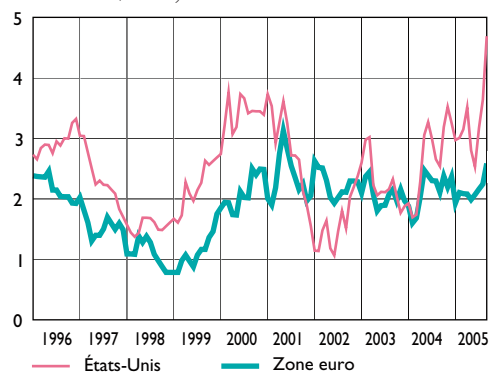
2|3 Pressions sur les prix mondiaux

La segmentation des chaînes de production et le transfert en Chine de sites d'assemblage se sont traduits par l'abaissement du prix des produits ainsi fabriqués, dont on a pu craindre qu'il ait des répercussions déflationnistes sur les économies développées, notamment au Japon, aux États-Unis et en Europe.

Si l'on excepte l'économie japonaise, dans la majorité des pays industrialisés la phase de ralentissement de l'inflation a été de courte durée (en 2001 et 2002, principalement) et n'a pas revêtu de caractère déflationniste *stricto sensu* (cf. graphique 18). D'abord, les situations de baisse de prix qui ont pu être observées ont été essentiellement circonscrites au secteur des biens industriels. Ensuite, elles peuvent s'expliquer, non seulement par l'influence de prix chinois bas *via* la concurrence internationale, mais aussi par l'élévation de la productivité et l'amélioration apportée à la qualité des produits. Enfin, concernant la France plus spécifiquement, la part de la Chine dans les importations et le contenu en importations

Graphique 18 Prix à la consommation dans la zone euro et aux États-Unis

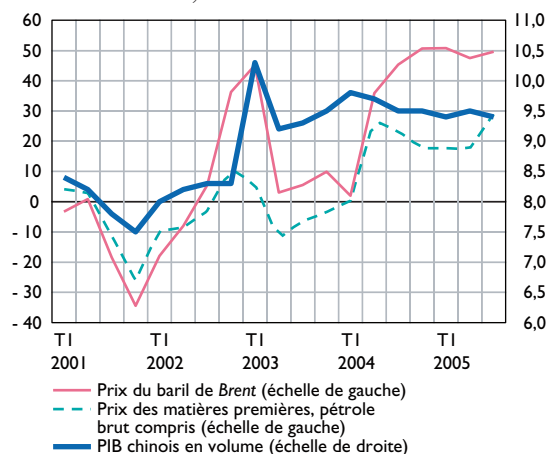
(glissement annuel, en %)



Sources : Eurostat, US Bureau of Labor Statistics

Graphique 19 Prix mondiaux des matières premières et croissance du PIB de la Chine

(glissement annuel en %)



Sources : Bureau national des statistiques de Chine, Banque fédérale d'Allemagne

Note de lecture : le PIB est cumulé depuis le début de l'année calendaire.

en provenance de Chine de la consommation sont faibles, ce qui limite l'impact mécanique sur l'évolution intérieure des prix à la consommation. Depuis 2003, les pressions inflationnistes se sont sensiblement accentuées dans les grands pays industrialisés sous l'effet du renchérissement du pétrole et des autres matières premières. Cette inflexion paraît, notamment, devoir être associée à la forte demande d'énergie et de matières premières émanant de l'économie chinoise (cf. graphique 19). À cet égard, l'Agence internationale de l'Énergie estime que la Chine est devenue depuis 2004 le deuxième pays consommateur de pétrole au monde après les États-Unis, devant le Japon⁶.

2|4 Risques sur les marchés de change et de capitaux

La stratégie de développement de la Chine par les exportations, qui induit un excédent croissant des transactions courantes et d'importants flux d'investissements directs étrangers (cf. tableau 5), s'inscrit dans le cadre du maintien d'une parité fixe *de facto* entre le yuan et le dollar en dépit de la réforme opérée en juillet 2005. Celle-ci a en effet consisté en une légère réévaluation du yuan par rapport au dollar américain (2,1 %), portant le nouveau taux de change

⁶ Avec une consommation moyenne de 6,4 millions de barils par jour en 2004 (6,7 millions de barils prévus en 2005), contre 20,7 millions pour les États-Unis (20,9 millions en 2005), et 5,4 millions pour le Japon (idem en 2005). À noter également que la Chine est un pays producteur de pétrole (sa production est estimée à 3,5 millions de barils par jour en 2004).

bilatéral à 1 USD = 8,11 yuans, ainsi que l'introduction d'une nouvelle référence du taux de change du yuan à un panier de monnaies correspondant aux principaux partenaires commerciaux de la Chine (abandon de la référence exclusive au dollar USD). Les marges de fluctuation du yuan sont demeurées très étroites⁷. Au total, bien que modeste, cette réforme des changes pourrait préfigurer des ajustements plus importants à l'avenir.

En attendant, les autorités chinoises continuent de recourir à un contrôle des changes dans le domaine des transactions financières, ainsi qu'à des interventions régulières et importantes sur les marchés de change destinées à endiguer les pressions à la hausse sur le taux de la devise chinoise, se traduisant par une augmentation importante des réserves (cf. graphique 20). Les réserves officielles de la Chine, de l'ordre de 770 milliards de dollars en septembre 2005, se situent à présent au deuxième rang mondial, derrière celles du Japon.

Cette augmentation des réserves de change reflète aussi de façon croissante des entrées de capitaux d'une nature plutôt spéculative et référencées dans les postes du compte financier de la Chine relatifs aux investissements de portefeuille, aux autres investissements, ainsi qu'au poste « erreurs et omissions » qui enregistre les entrées illégales de capitaux (cf. tableau 5). Ainsi, en 2004, ces entrées de

capitaux non liées à la balance courante ou aux IDE ont représenté plus de 40 % de l'augmentation des réserves de change chinoises. Leur motivation a trait au comportement d'arbitrage et de couverture contre le risque de change et de taux d'intérêt des résidents chinois. En effet, la banque centrale répercute les mouvements de taux américains sur les opérations en dollars effectuées dans le pays. Ainsi, les taux d'intérêt sur ces dernières opérations sont devenus inférieurs aux opérations en yuans depuis fin 2001, ce qui est encore le cas en dépit du relèvement des taux d'intérêt entrepris par le Système fédéral de réserve américain depuis juin 2004. Les anticipations d'appréciation du yuan ont, de plus, accentué le différentiel de rendement anticipé. Les résidents chinois ont dès lors favorisé les dépôts en yuans et l'endettement en dollars (CEPII, 2004 ; Ma et McCauley, 2004).

Depuis 2002, l'augmentation des réserves de change aurait même été significativement supérieure si le gouvernement chinois n'avait pas opéré deux opérations de recapitalisation de banques d'État en prélevant sur les réserves de change officielles : allocation de 45 milliards de dollars à *Bank of China* et à *China Construction Bank* fin 2003 et allocation de 15 milliards de dollars à *Industrial and Commercial Bank of China* au printemps 2005. Au total, ces prélèvements ont représenté 8 % du niveau actuel des réserves de change de la Chine⁸.

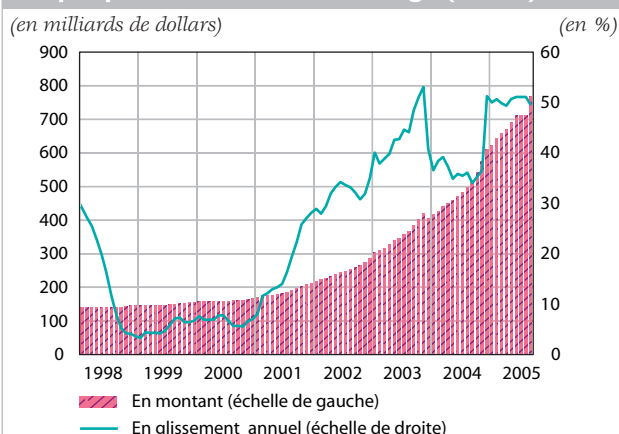
Tableau 5 Balance des paiements simplifiée (Chine)

(en milliards de dollars)

	2001	2002	2003	2004
Compte de transactions courantes	17	35	46	69
Biens	34	44	45	59
Services	- 6	- 7	- 9	- 10
Revenus	- 19	- 15	- 8	- 4
Transferts courants	8	13	18	23
Compte financier	- 12	- 43	- 64	- 96
Investissements directs	37	47	47	53
Investissements de portefeuille	- 19	- 10	11	20
Autres investissements (crédit commercial, prêts, dépôts)	17	- 4	- 6	38
Avoirs de réserve en devises	- 47	- 76	- 117	- 206
Erreurs et omissions	- 5	8	18	27

Source : Bureau national des statistiques de Chine

Graphique 20 Réserves de change (Chine)



Source : Bureau national des statistiques de Chine

⁷ Les marges de fluctuation du yuan par rapport au dollar USD ont été établies à +/- 0,3 % par rapport au cours de clôture de la veille. Celles du yuan par rapport aux devises autres que le dollar ont été élargies en septembre dernier de +/- 1,5 % à +/- 3 %.

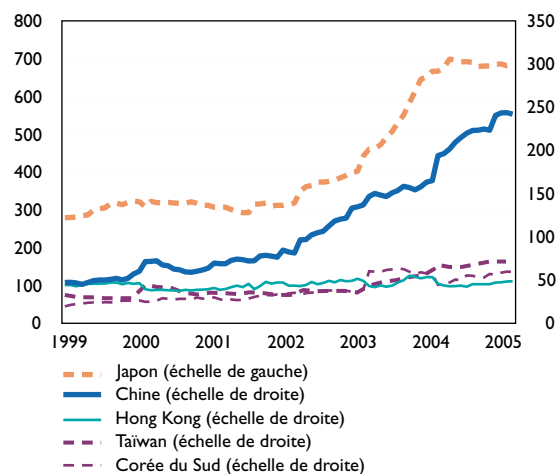
⁸ D'après les prescriptions du FMI, les avoirs de réserve doivent être à la disposition des autorités monétaires. Les allocations de 45 milliards de dollars puis de 15 milliards à la recapitalisation de ces trois banques ne permettent plus aux autorités monétaires chinoises de contrôler ces fonds. Ces derniers ne doivent pas, en conséquence, être considérés comme des avoirs de réserves.

Les réserves de change de la Chine, comme celles de nombreux autres pays asiatiques, étant en grande partie constituées de titres publics américains (cf. graphique 21), la Chine contribue ainsi largement au financement du déficit public américain.

Dans ce contexte, un ralentissement économique en Chine et dans l'ensemble de la région pourrait réduire le besoin d'accumulation de réserves de change par les pays asiatiques, compliquant le problème du financement du déficit courant des États-Unis et accentuant le risque de déstabilisation des marchés internationaux de change et de capitaux (Johnson, 2004).

Graphique 21 Principaux pays asiatiques détenteurs de titres du Trésor américain

(en milliards de dollars)



Sources : Département du Trésor et Système fédéral de réserve des États-Unis

Bibliographie

CEPII (2004)

« Spéculations sur le yuan », Lettre du CEPII, n° 234, mai

CNUCED (2002)

« Rapport sur le commerce et le développement »

Dooley (M.), Folkerts-Landau (D.) et Garber (P.) (2004)

"A map to the revised Bretton Woods end game: Direct investment, rising real wages and the absorption of excess labor in the periphery", juin

FMI (2004a)

"People's Republic of China — Staff Report for the 2004 Article IV Consultation", 7 juillet

FMI (2004b)

"China's growth and integration into the world economy, prospects and challenges", Occasional Paper n° 232

Johnson (K.) (2004)

Rapport du groupe de travail mandaté par le G 10 sur le thème, *"Global imbalances and the emergence of Asia"*, Federal Reserve Board et BRI

Lemoine (F.) (2002)

« Présentation : la Chine dans l'économie mondiale », *Économie internationale*, n° 92

Lemoine (F.) (2003)

« L'économie chinoise », *La Découverte*, Repères

Lemoine (F.) et Unal-Kesenci (D.) (2002)

« Chine : spécialisation internationale et rattrapage technologique », *Économie internationale*, n° 92

Ma (G.) et McCauley (R. N.) (2004)

"Reining in growth in China", BRI, note for the Euro 50 Group 2004 Roundtable, 24-25 juin

Ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (missions économiques) (2002)

« Impact de l'adhésion de la Chine à l'OMC sur les pays d'Asie de l'Est », février

Ministère français de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (missions économiques) (2004)

« La Chine, menace et opportunité pour le reste de l'Asie », *Revue Asie*, n° 99, 17 septembre

OCDE (2002)

« La Chine dans l'économie mondiale. Les enjeux de politique économique intérieure », *Investissement direct étranger : perspectives et stratégies*, chap. 10

Rumbaugh (T.) et Blancher (N.) (2004)

"China : International trade and WTO accession", IMF working paper WP/04/36, mars

Woo (W. T.) (2003)

« La réforme inachevée de l'économie chinoise », *Perspectives chinoises* n° 79, septembre-octobre

Quel cadre de politique économique pour la zone euro ?

Direction générale des Études et des Relations internationales

Le traité sur l'Union économique et monétaire (UEM) a attribué des responsabilités précises à chacun des acteurs de la politique économique (Eurosystème, gouvernements nationaux) tout en les assurant de l'indépendance dans l'exercice de leur mission. Ce cadre institutionnel vise à répondre, de manière souple mais efficace, aux différents chocs économiques auxquels la zone euro peut être confrontée. Ainsi, la politique monétaire unique sera l'instrument normalement employé pour faire face à un choc symétrique de demande, tandis que les politiques budgétaires nationales seront réservées au traitement des chocs asymétriques. En revanche, la meilleure voie pour renforcer le potentiel de croissance de l'économie réside dans les politiques d'offre qui demeurent de la compétence des États membres.

En outre, dans le cadre d'une union monétaire large comme la zone euro, le besoin d'encadrer les politiques de demande apparaît plus fort à la fois du fait de l'affaiblissement de la discipline de marché et de la nécessité de renforcer la convergence des économies des pays membres. C'est l'objet du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) qui vise à empêcher que des politiques budgétaires insoutenables nuisent à l'efficacité de la politique monétaire unique et à la stabilité économique d'ensemble de la zone. Si la mise en application du PSC a trouvé certaines limites depuis la création de l'UEM, c'est en raison de l'insuffisance des efforts de consolidation budgétaire menés par certains États membres durant les périodes de haut de cycle et de la difficulté à initier les procédures vis-à-vis des pays en déficit excessif durant les phases de creux de cycle. La réforme adoptée par le Conseil européen en mars 2005 vise à mieux prendre en compte la situation de chaque pays tout en préservant la discipline budgétaire commune.

Beaucoup s'accordent aujourd'hui sur la nécessité d'aller plus loin dans les politiques d'offre compte tenu des performances économiques moyennes enregistrées par l'UEM depuis sa création. Ce contexte justifie la mise en œuvre de réformes structurelles permettant, notamment, d'atteindre les objectifs définis par le Conseil européen de Lisbonne en mars 2000. Une telle stratégie ne demande pas de révision du cadre de politique économique existant dans la mesure où les politiques structurelles restent du ressort national et doivent être envisagées différemment suivant les caractéristiques propres à chaque pays. Dès lors, le rôle de la Commission, serait de fixer des objectifs communs et de donner les incitations pour une réalisation rapide de ces réformes dans les divers États membres. Le principal obstacle vient de ce que les réformes structurelles comportent des coûts à court terme et ne peuvent aboutir que si elles rencontrent l'adhésion des populations, ce qui suppose un effort pédagogique sur les bénéfices à long terme d'une telle politique, suivie avec succès par certains pays extérieurs à l'UEM comme le Canada.

Ainsi, la discipline budgétaire, la stabilité des prix et l'agenda de Lisbonne constituent les trois pôles du cadre de politique économique dans la zone euro à même de favoriser une croissance économique soutenue en Europe.

Mots clés : coordination des politiques économiques,
pacte de stabilité, politiques budgétaires, réformes structurelles,
union monétaire, zone euro
Codes JEL : E6, H6

NB : Cet article a été rédigé par L. Paul, J. Pavot, L. Potier et M.-O. Strauss-Kahn. Il reprend l'intervention de ce dernier lors du séminaire organisé par la Banque centrale européenne, du 11 au 15 juillet 2005, sur le thème "Formulation and implementation of monetary policy in the Euro Area".

Depuis les années quatre-vingt, les principaux piliers d'une croissance économique forte et équilibrée font l'objet d'un large consensus parmi les pays membres de l'OCDE : une politique monétaire orientée vers la stabilité des prix, la soutenabilité de la politique budgétaire et la primauté donnée aux politiques de l'offre (réformes structurelles et libéralisation des marchés), au détriment de celles de stimulation de la demande. Dans le cadre de l'UEM, ces piliers sont toujours aussi pertinents, bien qu'ils doivent être adaptés aux spécificités institutionnelles. En particulier, il est primordial de maîtriser les interactions entre une politique monétaire unique, d'une part, et des politiques budgétaires nationales, d'autre part. Parallèlement, les principes connus de bonne gouvernance et de gestion saine doivent continuer de s'appliquer au niveau de chaque acteur participant à la conduite de la politique économique.

C'est dans ce but que le traité sur l'UEM a défini un cadre institutionnel définissant précisément les responsabilités des gouvernements nationaux et de l'Eurosystème. Il attribue des mandats clairs tout en garantissant l'indépendance de chacun dans son domaine de compétence. Dès lors, la mise en œuvre de la politique économique en UEM ne résulte pas d'un processus centralisé. Au contraire, chacun des acteurs exerce sa mission de façon indépendante de manière à répondre le plus efficacement aux différents chocs économiques auxquels la zone euro peut être confrontée. Ainsi, le traitement des chocs d'offre réside d'abord dans la mise en œuvre de politiques structurelles permettant d'élever le potentiel de croissance de l'économie. S'agissant des chocs de demande, la réponse dépend, notamment, de la nature symétrique ou asymétrique des chocs. Face à un choc symétrique de demande, la politique monétaire unique sera la meilleure réponse alors que les politiques budgétaires nationales seront efficaces en cas de choc asymétrique.

Cette taxinomie servira, dans ce qui suit, à décrire et analyser le cadre de politique économique dans la zone euro. La première partie mettra en lumière pourquoi l'instauration d'une union monétaire renforce le besoin d'encadrer les politiques de soutien de la demande. La seconde partie examinera l'expérience de la zone euro en matière de surveillance des politiques budgétaires nationales. Enfin, la place des politiques structurelles au sein du cadre de politique économique de l'UEM sera discutée en troisième partie.

I | Pourquoi encadrer les politiques de demande en union monétaire ?

La conduite des politiques monétaire et budgétaire en union monétaire sera examinée d'abord du point de vue général, mais résumé, de la littérature économique, puis dans le cadre de l'UEM. Si la littérature invite à fixer un cadre aux politiques économiques quel que soit le pays considéré, l'affaiblissement de la discipline de marché comme la prise en compte des externalités à l'intérieur de la zone euro rendent cette exigence plus forte encore.

I | Quelles leçons tirer de la littérature économique ?

En simplifiant, deux approches, keynésienne et néo-classique, abordent de manière différente les problèmes liés à la conduite de la politique économique notamment en union monétaire.

L'approche keynésienne

Sous certaines hypothèses restrictives, le modèle Mundell-Fleming (1961) tire comme conclusion essentielle que les objectifs assignés à la politique monétaire et à la politique budgétaire sont fonction du régime de change en vigueur. En régime de change flottant, la politique budgétaire est largement inefficace du fait des effets d'éviction ; la politique monétaire doit donc être utilisée pour stabiliser l'économie. À l'inverse, en taux de change fixe, seule la politique budgétaire peut affecter le niveau du revenu national alors que la politique monétaire n'affecte que le niveau des réserves de change. Il s'ensuit que, à l'intérieur d'une zone monétaire, les politiques budgétaires nationales deviennent plus efficaces en réponse à des chocs asymétriques, chaque pays étant *de facto* en change fixe. Inversement, la politique monétaire devra être employée pour réagir aux chocs symétriques, puisque la zone monétaire, dans son ensemble, est en change flexible.

Mundell et McKinnon (1963) ont également déterminé les conditions nécessaires pour qu'une zone monétaire puisse être considérée comme optimale : flexibilité des prix et des salaires, intégration des marchés de biens et services, homogénéité des structures

financières. La combinaison de ces trois conditions tend à accroître la corrélation des cycles économiques nationaux au sein de la zone et rend la politique monétaire unique plus efficace. *A contrario*, plus les pays de la zone monétaire restent hétérogènes, plus la politique budgétaire devra être active au niveau national. Pour remplir au mieux ces conditions, il faut mettre en œuvre des politiques structurelles, dont l'objectif n'est pas directement la stabilisation de l'économie à court terme. C'est ici que l'approche keynésienne rejoint l'approche néo-classique.

L'approche néo-classique

Les économistes néo-classiques, notamment Kydland et Prescott (1977), soulignent que les politiques discrétionnaires conduisent à un équilibre sous-optimal, à la différence des politiques économiques fondées sur une règle explicite. Plusieurs facteurs peuvent expliquer l'inefficacité des politiques keynésiennes traditionnelles de soutien de la demande.

D'abord, les gouvernements prêtent trop peu d'attention aux effets de long terme de leurs actions, ce qui les conduit à privilégier les dépenses publiques plutôt que la résorption des déficits budgétaires. Or, une hausse du déficit peut être contrebalancée par une hausse de l'épargne des ménages en raison des phénomènes d'équivalence ricardienne. Le multiplicateur budgétaire tend alors vers zéro et peut même être négatif, traduisant l'émergence d'effets non keynésiens. Des effets non keynésiens seront d'autant plus probables dans une situation de dette publique élevée et de fort déficit comme c'est le cas aujourd'hui dans l'UEM. Une politique discrétionnaire de soutien de la demande risquerait alors d'avoir pour seul résultat d'augmenter la défiance des agents économiques vis-à-vis des politiques budgétaires.

Les gouvernements ¹ peuvent, par ailleurs, avoir du mal à prévoir à la fois les retournements conjoncturels et les délais de transmission des impulsions données à l'économie. De ce fait des politiques discrétionnaires à caractère contra-cyclique peuvent se révéler pro-cycliques et *vice versa*.

Enfin, les politiques budgétaires expansives, *via* la hausse des dépenses ou la baisse des prélèvements, ne sont pas toujours facilement réversibles du fait des effets de cliquet. Les déficits budgétaires auront

alors tendance à prendre un caractère structurel que la reprise économique ne suffira pas à résorber.

I | 2 Pourquoi un besoin plus fort en UEM ?

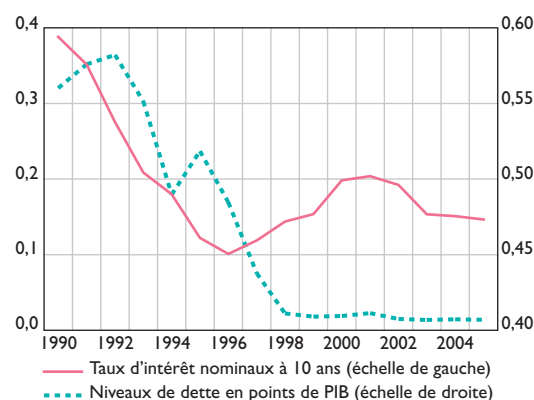
Au-delà des enseignements tirés de la littérature économique, il existe d'autres éléments, spécifiques à l'UEM, qui rendent le besoin de règles plus prégnant encore. Il s'agit, notamment, d'un risque de moindre discipline de marché et du besoin de prendre en compte les multiples externalités qui sont présentes dans toute zone économique large comme la zone euro.

Un risque de moindre discipline de marché

Depuis la création de la zone euro, on enregistre des écarts très faibles entre les taux d'intérêt à long terme des pays composant la zone euro, alors que le niveau de leurs dettes publiques continue de différer assez fortement. Le graphique 1 illustre le fait que, jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, la dispersion des dettes publiques et des taux d'intérêt nominaux a conjointement diminué, en raison des efforts de chaque État membre pour se qualifier pour l'euro. Depuis lors, certains pays enregistrent un endettement public élevé et croissant sans pour autant subir une hausse de la prime de risque associée à leur titre de dette, comme le montre la très faible dispersion des taux d'intérêt sur la période récente.

Graphique 1 Dispersion des niveaux de dette publique et des taux d'intérêt nominaux dans la zone euro

(Coefficient de variation, en %)

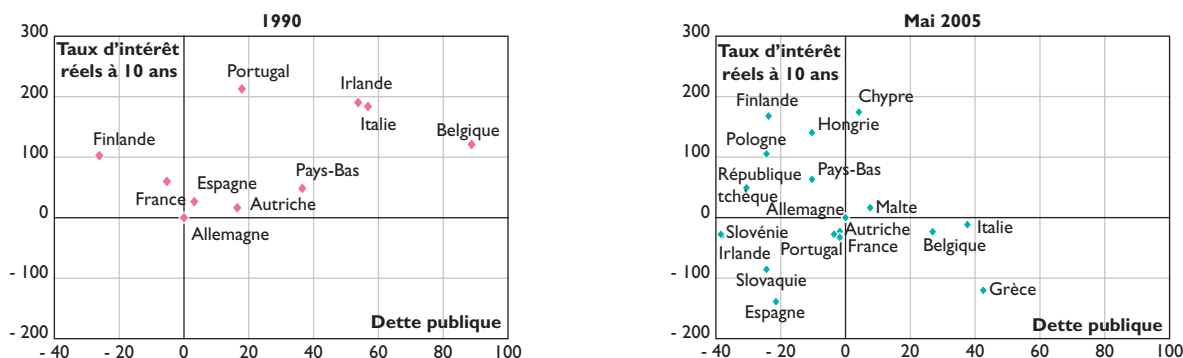


NB : Zone euro hors Grèce et Luxembourg

¹ Voir notamment Buti et Franco (1998)

Graphique 2 Dispersion des taux d'intérêt réels et des taux d'endettement public (1990-2005) : écart avec l'Allemagne

(écarts de taux en points de base, écarts de dette publique en points de pourcentage de PIB)



Le graphique 2 montre qu'en 1990 la plupart des pays de l'actuelle zone euro (en dehors de la France et de la Finlande) avaient un taux d'endettement public supérieur à celui de l'Allemagne, ce qui se traduisait alors par des taux d'intérêt réels de long terme plus élevés. Par exemple, en 1990, la dette publique de l'Italie (autour de 100 % du PIB) était plus élevée de 60 points de pourcentage de PIB par rapport à la dette allemande. À cette époque, l'écart de taux d'intérêt réel à dix ans entre les deux pays était de 200 points de base. Aujourd'hui, on constate une large convergence des taux longs réels, mais pas des niveaux de dette. En 2005, le niveau de la dette publique italienne (toujours proche de 100 % du PIB) dépasse encore le niveau allemand de 40 points de PIB, mais le taux long réel italien est un peu plus bas que le taux long allemand ². Ce constat serait identique si l'on analysait la situation des nouveaux États membres de l'Union où le mouvement de convergence des taux d'intérêt avec ceux de la zone euro a été très rapide au cours de la période récente.

Il semblerait donc que le marché ne sanctionne pas un pays isolément pour ses déviations budgétaires, alors même que le Traité a introduit une clause de *no bail-out* empêchant les États membres d'être solidaires sur leur dette publique. Cette faible discrimination, si elle apparaît largement liée à la confiance des investisseurs envers la solidité de la zone euro, accroît cependant le risque que certains pays se comportent en « passagers clandestins » puisque des déficits élevés ne se traduiront pas par une hausse significative de la prime de risque associée aux titres de leur dette publique. La généralisation de ce

type de comportement menacerait à terme la stabilité monétaire et financière de l'ensemble de la zone. Dès lors, l'instauration de règles budgétaires communes apparaît d'autant plus justifiée.

La nécessaire prise en compte des externalités

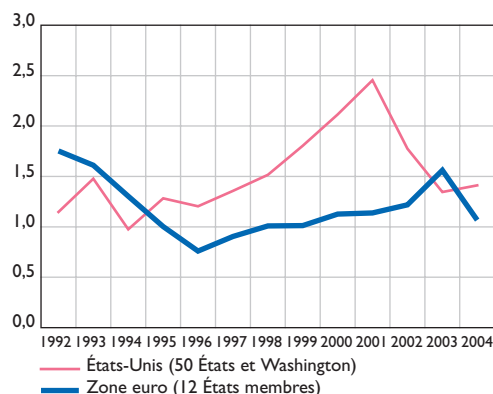
Grâce au processus de convergence entamé au début des années quatre-vingt-dix pour se conformer aux différents critères requis par le Traité en vue de l'entrée dans l'UEM, le degré d'intégration des économies de la zone euro est élevé et la corrélation entre les cycles économiques des pays de la zone et celui de la zone euro dans son ensemble apparaît plutôt bonne. Cette convergence est confirmée par le graphique 3 : la dispersion des taux de croissance des pays de la zone euro n'est pas plus grande que celle des différents États fédérés aux États-Unis.

Cette forte intégration économique d'ensemble laisse, néanmoins, subsister une hétérogénéité régionale non négligeable qui tient à un grand nombre de facteurs : spécialisation productive, taux d'ouverture des économies, fonctionnement des marchés du travail, structures de la fiscalité et des systèmes de protection sociale. Le graphique 4 montre ainsi que si le coefficient de corrélation au cycle économique de l'ensemble de la zone atteint environ 0,9 pour l'Allemagne et la France, il est proche de 0,6 pour le Portugal. Ces différences suggèrent que des chocs asymétriques peuvent subvenir et avoir un impact significatif, nécessitant alors le recours aux politiques budgétaires nationales.

² Le taux d'intérêt nominal à long terme italien demeure un peu supérieur au taux allemand, mais l'écart ne dépasse pas 20 points de base en 2005.

Graphique 3 Dispersion des taux de croissance du PIB au sein de la zone euro et aux États-Unis

(Coefficient de variation pondéré par le PIB, par État ou par pays, en %)



Source : BEA

L'intégration des économies des États membres renforce les externalités aussi bien réelles (impact sur la demande et l'offre) que monétaires (impact sur les prix). Les politiques budgétaires conduites au niveau national risquent donc d'affecter *in fine* l'inflation, les taux d'intérêt et le taux de change au niveau de la zone euro. Cette éventualité sera d'autant plus forte que le pays à l'origine du choc budgétaire est de taille importante comme la France, l'Allemagne ou l'Italie. Dans ce contexte, l'instauration de règles budgétaires communes permet d'éviter que des

politiques menées au niveau national conduisent à un équilibre macroéconomique non optimal pour l'ensemble des États membres. Elles réduisent aussi le risque qu'une dynamique explosive d'endettement ne s'établisse à l'échelle de la zone euro.

2| Quelle expérience budgétaire nationale dans la zone euro ?

Un rappel des principes de base régissant l'interaction entre politique monétaire unique et politiques budgétaires nationales dans l'UEM sera suivi de celui des problèmes rencontrés dans la mise en œuvre du PSC et des perspectives ouvertes par sa réforme récente.

2| I Quels sont les principes de base ?

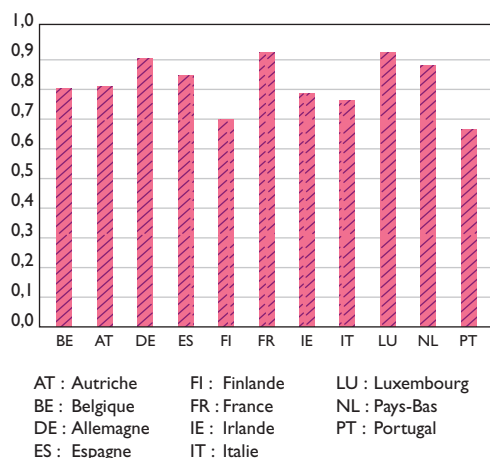
Le traité de Maastricht et le droit dérivé communautaire, en particulier le PSC, fixent les règles de base et les objectifs du cadre de politique économique de la zone euro. Les principes qui doivent garantir la stabilité économique à long terme dans l'UEM sont, d'une part, l'indépendance et la transparence et, d'autre part, la discipline et la flexibilité.

Indépendance et transparence

Le cadre institutionnel de l'UEM attribue des objectifs clairs et des responsabilités précises aux différents acteurs. La stabilité des prix est l'objectif premier assigné par le Traité à la politique monétaire unique conduite par l'Eurosystème regroupant une Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales indépendantes. Cette délégation améliore la crédibilité du cadre de politique économique sans faire obstacle au principe de responsabilité de l'action publique. Parallèlement, les États membres doivent conduire des politiques budgétaires soutenables permettant de faire face aux chocs asymétriques. La stabilité des prix et la soutenabilité des finances publiques sont des éléments qui se renforcent mutuellement pour favoriser une croissance économique forte et équilibrée à l'échelle de l'ensemble de la zone.

Graphique 4 Corrélation entre le taux de croissance du PIB des pays membres et le taux de croissance de la zone euro

(coefficient de corrélation, en %)



Note de lecture : Pour le calcul de la corrélation, le taux de croissance de la zone euro est calculé sur onze pays (les douze pays de la zone moins le pays dont on cherche à mesurer la corrélation du cycle avec le cycle de la zone euro) ; données trimestrielles (1999-2005).

La nécessité de préserver l'indépendance justifie que le Traité n'institue pas de coordination *ex ante* entre les différents acteurs de la politique économique. En effet, une coordination *ex ante* diluerait les responsabilités de chacun sans qu'une responsabilité collective ne puisse prendre le relais. Le risque serait alors que l'efficacité du cadre institutionnel ne soit jugée de plus en plus incertaine.

En même temps, l'instauration du PSC astreint les États membres de l'UEM à une discipline budgétaire commune qui, si elle met une limite à leur indépendance, vise à garantir la cohérence de la politique économique de l'ensemble de la zone. L'encadrement des politiques budgétaires nationales cherche à empêcher que des déficits ou dettes publiques excessives ne nuisent à l'efficacité de la politique monétaire unique et à la stabilité économique d'ensemble de la zone. Parallèlement, la mise en œuvre de règles budgétaires au niveau de la zone euro s'accompagne d'un dialogue permanent entre les différents acteurs, invités à échanger leurs informations pour améliorer la connaissance et la compréhension des objectifs de chacun. La BCE participe, par exemple, aux réunions de l'Eurogroupe³ et inversement, le président du groupe Ecofin⁴ et un représentant de la Commission peuvent assister aux réunions du Conseil des gouverneurs.

Discipline et flexibilité

Le PSC est un compromis entre la discipline et la flexibilité. La discipline budgétaire passe d'abord par le respect des deux valeurs de référence fixées dans le Traité pour les déficits publics (3 % du PIB) et la dette publique (60 %). Le PSC a fixé un objectif supplémentaire en exigeant des États membres une position budgétaire proche de l'équilibre ou en surplus sur l'ensemble du cycle économique.

Le PSC laisse néanmoins aux États membres une grande marge de manœuvre en matière budgétaire. Sous réserve que le déficit public n'atteigne pas le seuil de 3 % du PIB et que l'objectif d'une position budgétaire proche de l'équilibre ou en surplus sur l'ensemble du cycle ne soit pas mise en danger, les stabilisateurs automatiques peuvent librement opérer. Parallèlement, les efforts menés pour retrouver une position budgétaire équilibrée sont appréciés sur la base des soldes ajustés du cycle,

ce qui permet de prendre en compte l'impact de la conjoncture sur la situation des finances publiques. Enfin, les circonstances exceptionnelles comme un fort ralentissement économique peuvent justifier un dépassement temporaire de la limite de 3 % du PIB. Les États disposent donc d'une certaine latitude pour conduire leur politique budgétaire. Mais la pression des pairs exercée *via* l'examen régulier des situations budgétaires au niveau des instances européennes et la possibilité de sanctions prévues par le PSC doivent constituer une force de rappel suffisante pour éviter les comportements de passerage clandestin.

Comme l'ont montré Buti et al. (2003) (cf. tableau 1), le PSC possède les principales qualités identifiées par la littérature économique pour une règle de politique budgétaire (définition, transparence, simplicité, flexible, adéquation à l'objectif final, cohérence). Cependant, les deux points sur lesquels le PSC est jugé le plus faiblement sont, son caractère inviolable d'une part, sa capacité à encourager les réformes structurelles, d'autre part. Ce sont les deux insuffisances principales qui ont justement été mises en lumière dans sa mise en œuvre depuis la création de l'UEM.

2 | I Quels ont été les problèmes d'application du PSC ?

L'application du PSC a été globalement satisfaisante durant les premières années de l'UEM, mais le retournement de la conjoncture intervenu à partir de 2001 et les difficultés budgétaires qui en ont résulté dans un certain nombre d'États membres ont révélé plusieurs problèmes. En particulier, les efforts

Tableau 1 Évaluation du PSC

Règle budgétaire idéale	Cas de l'Union européenne
Bonne définition	+
Transparence	+
Simplicité	++
Flexibilité	+
Adéquation à l'objectif final	+
Inviolabilité	=
Cohérence	+
Capacité à encourager des réformes structurelles	=

++ : Très bon + : Bon = : Moyen

Source : Buti et al. (2003)

³ L'Eurogroupe est une enceinte informelle réunissant les ministres de l'Économie et des Finances des seuls États participant à la zone euro. Il n'est pas une instance de décision, mais joue un rôle majeur dans la coordination des politiques économiques au sein de l'Union monétaire.

⁴ Le Conseil Ecofin est une formation du Conseil de l'Union européenne, qui réunit les ministres de l'Économie et des Finances des 25 États membres de l'Union européenne.

d'assainissement des finances publiques pendant les périodes de bonne conjoncture ont souvent été insuffisants et les procédures prévues par le PSC n'ont pas toujours été appliquées pendant les périodes de creux économique.

Une consolidation insuffisante en haut de cycle

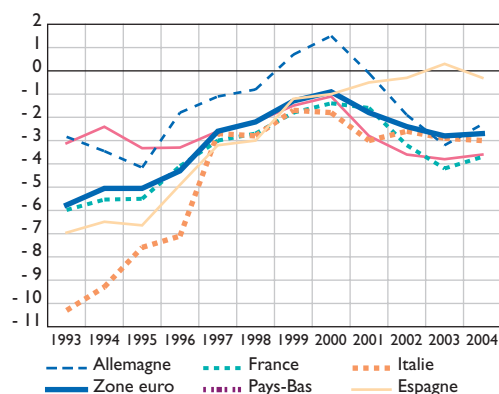
Alors que les futurs États membres avaient réalisé d'importants efforts de consolidation budgétaire tout au long des années quatre-vingt-dix en vue de la qualification pour l'UEM, un relâchement de la discipline assez marqué est apparu au tournant de la décennie comme en témoigne le graphique 5. Une croissance soutenue durant la période aurait dû permettre le retour à l'équilibre budgétaire, voire la constitution d'excédents, mais de nombreux États membres ont préféré mettre en oeuvre des baisses d'impôts ou des dépenses publiques supplémentaires. Après le retournement économique de 2001, certains pays, qui n'avaient pas accumulé de marges de manœuvre suffisantes, se sont retrouvés avec un déficit excessif. Le PSC s'est donc révélé insuffisamment incitatif pour préserver la rigueur budgétaire en période de bonne conjoncture.

De surcroît, en comparant le ratio d'endettement public des États membres en 1993 et 2004, il apparaît clairement dans le graphique 6 qu'un nombre non négligeable d'États n'ont pas amélioré ce ratio, ou l'on amélioré insuffisamment compte tenu d'un niveau initial qui était proche ou supérieur à la valeur de référence de 60 % du PIB.

Graphique 5 Déficit public

(hors UMTS)

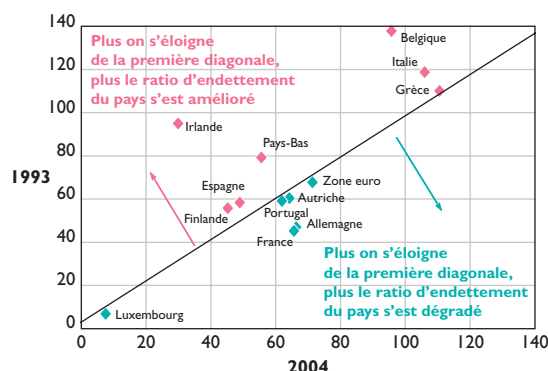
(en points de pourcentage du PIB)



Source : Commission européenne

Graphique 6 Dette publique

(en % du PIB)



Source : Commission européenne

Des procédures difficiles à appliquer en creux de cycle

Face au dépassement de la valeur de référence de 3 % du PIB par plusieurs États membres, la Commission a eu le plus grand mal à faire appliquer par le Conseil les procédures, pourtant très précisément codifiées dans le PSC. Illustration de cette faiblesse, en novembre 2003, le Conseil a suspendu, contre l'avis de la Commission, les procédures pour déficit excessif intentées vis-à-vis de l'Allemagne et de la France. Un autre exemple peut être tiré du refus en juin 2004 par le Conseil d'ouvrir une procédure d'alerte précoce vis-à-vis de l'Italie, comme recommandé par la Commission, alors que de nombreux éléments indiquaient un risque élevé de déficit excessif qui n'a été constaté qu'*ex post* lors de la notification des chiffres budgétaires à la Commission en mars 2005. La pression des pairs, constitutive du PSC, s'est ainsi avérée largement inefficace pour contraindre les États membres, en particulier les plus grands, à respecter les règles communes de discipline budgétaire. De plus, ce laxisme dans l'application des règles budgétaires a également encouragé des pratiques peu conformes comme le recours à la créativité comptable pour masquer la hausse des déficits, le manque de transparence statistique ou le caractère non réaliste des prévisions macroéconomiques associées aux projections budgétaires incluses dans les programmes de stabilité transmis chaque année à la Commission.

La situation globale des finances publiques dans l'UEM peut donc être considérée comme inquiétante : en 2004, le déficit de la zone euro s'élevait à 2,7 % du PIB et à 3,1 % en excluant les mesures budgétaires

exceptionnelles⁵. D'après les notifications d'automne 2005 des États membres à la Commission, le déficit de la zone devrait encore légèrement progresser en 2005, pour atteindre 2,9 % du PIB (3,2 % en excluant les mesures budgétaires exceptionnelles).

2|2 La réforme du PSC peut-elle améliorer la discipline budgétaire ?

Le 20 mars 2005, le Conseil Ecofin a adopté une réforme du PSC visant à tirer les leçons des insuffisances constatées par le passé. Le PSC rénové encourage les États membres à améliorer leur gouvernance, notamment grâce à la fiabilité des projections macroéconomiques incluses dans leur programme de stabilité et à une meilleure qualité de leurs statistiques budgétaires. Le volet préventif du PSC a été modifié pour mieux tenir compte des fondamentaux économiques de chaque pays. En particulier, l'objectif de moyen terme d'une situation budgétaire équilibrée ou en excédent sera désormais différencié en fonction du potentiel de croissance, du niveau de l'endettement public et de l'importance des engagements implicites. Parallèlement, la définition de la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme tiendra compte de la situation de la conjoncture, conduisant à des efforts plus importants pendant les hauts de cycle et réduits en compensation pendant les creux de cycle. La réforme du volet correctif du PSC va dans le sens d'un assouplissement avec l'allongement général des délais prévus dans le cadre d'une procédure pour déficit excessif et une redéfinition dans un sens plus extensif des circonstances permettant de dépasser la valeur de référence de 3 % du PIB : prise en compte des phases prolongées de faible croissance, des réformes structurelles (dont en particulier l'introduction d'un pilier par capitalisation dans le système de retraite) et de certains facteurs pertinents (dépenses d'investissement, contributions budgétaires pour l'aide au développement et pour l'unification européenne).

Il est encore trop tôt pour apprécier si la réforme du PSC permettra de restaurer une crédibilité pleine et entière de la discipline budgétaire au sein de l'UEM. Même si certains assouplissements adoptés peuvent conduire à une interprétation laxiste des règles, la philosophie générale du PSC est préservée.

En particulier, l'obligation pour chaque État de respecter les valeurs de référence, pour le déficit public et la dette publique, incluses dans le traité est clairement réaffirmée. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a souligné, dans son communiqué du 21 mars 2005, que, si le nouveau PSC est appliqué strictement par toutes les parties, il continuera à contribuer à l'assainissement des finances publiques de la zone euro.

3| Quelle place pour les politiques structurelles ?

Beaucoup s'accordent aujourd'hui sur la nécessité d'aller plus loin dans le domaine des politiques d'offre, compte tenu des performances économiques limitées de la zone euro. Ceci conduit à s'interroger sur le cadre institutionnel nécessaire pour la mise en œuvre d'une stratégie de réformes structurelles.

3|1 Pourquoi un besoin de réformes structurelles ?

Depuis l'introduction de l'euro, la croissance moyenne de l'UEM (1,7 % entre 1999 et 2004) a été relativement décevante, surtout comparativement à celle des États-Unis (2,7 %), même compte tenu du différentiel observé dans l'accroissement de la population en âge de travailler (0,2 % en moyenne par an entre 1999 et 2004 dans la zone euro, comparé à 1,2 % aux États-Unis). Des facteurs d'offre expliquent en grande partie cet état de fait. Aussi le retour à une croissance potentielle plus forte dans la zone euro, ou, à tout le moins, le maintien à son niveau actuel, dans un contexte de moindre croissance démographique, passe-t-il nécessairement par la mise en œuvre d'une stratégie volontariste de réformes structurelles.

Depuis une décennie, la croissance potentielle de la zone euro, telle qu'elle est calculée par l'OCDE (cf. graphique 7), serait stable autour de 2 % ; en 2005, ce rythme est certes supérieur à celui du Japon (1,3%) mais nettement inférieur à celui des États-Unis (3,4%).

Le différentiel de croissance entre la zone euro et les États-Unis qui s'était réduit légèrement à la fin des

⁵ Voir Besnard et Paul (2004)

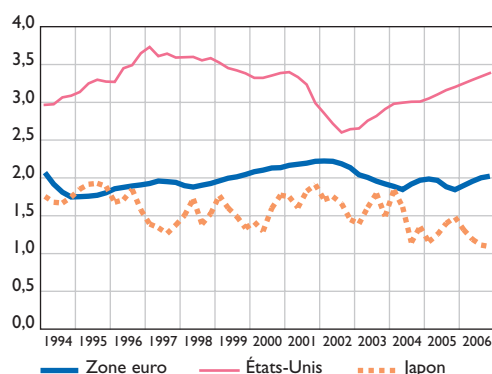
années quatre-vingt-dix, s'accroît de nouveau depuis 2002. Outre une évolution démographique beaucoup plus défavorable, plusieurs facteurs, comme le retard dans les investissements en nouvelles technologies ou la faiblesse du taux d'emploi, permettent d'expliquer les médiocres performances de l'UEM. De surcroît, il faut tenir compte des risques d'une détérioration à venir de la croissance potentielle dans la plupart des pays de la zone euro, en raison de la baisse prévisible de l'effectif de la population des 15-64 ans.

L'OCDE a d'ailleurs mis en avant deux éléments essentiels qui expliqueraient les performances relatives des différentes économies. Dans le cas des grands pays de la zone euro (cf. tableau 2), la faible croissance potentielle résulterait de rigidités structurelles fortes sur le marché des produits et d'une croissance trop faible de la productivité du travail. Dans les années quatre-vingt-dix, corrélativement à une croissance potentielle plus forte aux États-Unis qu'en Europe, la rigidité du marché outre-Atlantique était moins forte et les gains de productivité plus élevés. De plus, les pays d'Europe présentent des différences notables en matière de rigidité des marchés et des gains de productivité, ce qui explique certainement l'hétérogénéité des performances économiques au sein de la zone euro et plus largement de l'Union européenne⁶.

Les performances économiques décevantes de la zone euro, surtout comparativement à celle des États-Unis, soulèvent la question de la résilience

Graphique 7 Croissance potentielle aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon

(en pourcentage du PIB)



Source : OCDE

⁶ Cette et alii (2003) ; Cette et Strauss-Kahn (2003)

⁷ Commission européenne (2004)

Tableau 2 Indicateurs synthétiques de l'OCDE

	Indicateur de rigidité sur le marché des biens (fin 1990)	Productivité du travail (croissance annuelle moyenne, 1999-2004)
Royaume-Uni	0,5	1,7
États-Unis	1,0	2,5
Allemagne	1,4	0,8
Japon	1,5	2,3
Espagne	1,6	0,5
France	2,1	1,1
Italie	2,3	0,2

Source : OCDE

de l'économie européenne aux chocs négatifs. Les rigidités structurelles de la zone euro comme la concurrence imparfaite notamment dans les services freinent les mécanismes d'ajustement des prix relatifs de l'économie⁷ et l'économie européenne s'ajusterait plutôt par les quantités (production et emploi). Ce mécanisme expliquerait pourquoi l'économie de la zone euro est beaucoup plus longue à se remettre des effets récessifs des chocs venant de l'extérieur comme la hausse du dollar ou du prix des matières premières ou encore la concurrence des pays émergents.

3|2 Quel cadre pour ces réformes structurelles ?

Les politiques d'offre apparaissent incontestablement comme la meilleure voie pour pallier le déficit de croissance de la zone euro en réformant les structures de l'économie. Si, dans le fonctionnement actuel de l'UEM, les politiques d'offre sont du ressort de chaque État membre, il faut cependant se demander dans quel cadre de politique économique elles pourraient au mieux s'insérer.

Comme l'ont montré Tabellini et Wyplosz (2005), il n'y a pas de justification théorique générale pour une coordination des politiques d'offres à l'échelle de plusieurs pays car, contrairement aux politiques de demande, une politique d'offre menée dans un pays ne crée pas d'externalité sur les pays voisins. En effet, les réformes structurelles ont des effets positifs de moyen et long termes sur la croissance potentielle qui se limitent normalement aux pays qui les mettent en œuvre. Cependant, dans le cas d'une

union monétaire comme la zone euro, ainsi que le montre Pisani-Ferry (2005) des externalités peuvent apparaître du fait que la monnaie est partagée. Les réformes structurelles peuvent effectivement contribuer à la désinflation et à l'amélioration de la soutenabilité des finances publiques dans l'ensemble de la zone. Elles permettent ainsi d'accroître l'efficacité des politiques de stabilisation. Il existe donc bien un intérêt commun à tous les États membres pour que chacun mette en œuvre les réformes structurelles nécessaires à un meilleur fonctionnement de son économie.

La difficulté vient de ce que les pays ne sont guère incités à mener des politiques structurelles en dépit des effets positifs que celles-ci peuvent générer tant au niveau national (renforcement de la croissance potentielle) qu'à celui d'une union monétaire (plus grande efficacité des politiques macroéconomiques). Les réformes structurelles sont, en effet, le plus souvent, coûteuses à court terme en termes de croissance et d'emploi, alors que les bénéfices économiques qu'elles procurent sont généralement au-delà de l'horizon politique des gouvernements. Face à cette difficulté bien connue, les politiques macroéconomiques monétaire et budgétaire ne disposent que de moyens limités pour réagir.

Du point de vue de la politique monétaire unique, celle-ci doit suivre en toutes circonstances son objectif central de stabilité des prix. Si des réformes structurelles effectivement mises en œuvre conduisent à une amélioration des perspectives d'inflation dans la zone euro, l'Eurosystème en tiendra logiquement compte. En revanche, une politique monétaire plus accommodante, qui serait motivée seulement par l'annonce de réformes dont les effets seraient jugés incertains, comporterait de graves risques pour la stabilité monétaire. En tout état de cause, il ne peut y avoir de coordination entre l'Eurosystème et les gouvernements nationaux sur la mise en œuvre de politiques structurelles car cela remettrait en cause l'indépendance de chacune des parties.

S'agissant des politiques budgétaires nationales, celles-ci peuvent soutenir la mise en œuvre de réformes structurelles dans la mesure où cela ne compromet pas le respect des règles du PSC. La réforme du 20 mars 2005 introduit une souplesse supplémentaire en autorisant un dépassement temporaire et limité de la valeur de référence de 3 % du PIB en cas de mise en œuvre de réformes

structurelles améliorant la soutenabilité à moyen terme des finances publiques (notamment l'introduction d'un pilier par capitalisation au sein du système de retraite). Le Pacte rénové ne constitue pas un obstacle aux réformes structurelles. Toutefois, dans le cas des États membres en situation de déficit excessif, la priorité demeure de mettre fin le plus rapidement possible à cette situation et d'engager une politique pérenne de consolidation permettant de rendre à nouveau opérants les stabilisateurs automatiques.

En conclusion, la mise en œuvre nécessaire des réformes structurelles dans les pays de la zone euro ne nécessite pas que le cadre de politique économique de l'UEM soit aménagé.

3 | 3 Quels domaines et quels moyens ?

La solution aux problèmes structurels de la zone euro réside donc clairement, non dans l'amélioration du cadre de politique économique, mais dans la mise en œuvre de réformes structurelles. Encore faut-il préciser leurs domaines et leurs moyens.

Les domaines dans lesquels les États membres de la zone euro doivent mettre en œuvre des réformes structurelles sont multiples. En premier lieu, l'intégration des marchés des biens, des services, et des produits financiers doit être approfondie. Par exemple, les pays doivent s'attacher à déréguler, là où c'est nécessaire, les industries de réseau comme les chemins de fer ou le réseau électrique. Ensuite, le marché du travail doit être rendu plus flexible pour favoriser la mobilité des travailleurs. Enfin, une réforme des systèmes de protection sociale est incontournable dans la plupart des pays de la zone euro. En particulier les systèmes de retraites doivent tenir compte des ajustements démographiques et auront, à terme, l'obligation de s'appuyer sur un pilier par capitalisation.

Enfin, les États membres doivent accélérer la mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne et accroître leurs investissements en recherche et développement (R&D) ainsi que dans les nouvelles technologies. Les dépenses de R&D de la zone euro sont faibles en 2003 (1,93 % du PIB), comparativement au Japon (3,12 % du PIB en 2002) et aux États-Unis (2,64 % du PIB). Mais la différence est plus importante encore en

dynamique (cf. graphique 8). En effet, la croissance des dépenses de R&D des États-Unis (+ 0,04 point de pourcentage par an, en moyenne, entre 1994 et 2002) et du Japon (+ 0,06 point de pourcentage par an, en moyenne, entre 1994 et 2002) se situent à un rythme plus soutenu que celle de la zone euro (+ 0,01 point de pourcentage par an, en moyenne, entre 1994 et 2002).

Ce constat mérite cependant d'être nuancé du fait que ces données disponibles sur les dépenses de R&D sont imparfaites et donc partiellement comparables. Aux États-Unis, beaucoup de dépenses de R&D ont lieu dans le domaine de la défense, à la fois dans le secteur public et dans le secteur privé. Ainsi pour les seules dépenses publiques de R&D militaires l'écart est important entre la zone euro et les États-Unis : la part du budget de R&D militaire aux États-Unis s'élève à 0,54 % du PIB en 2003 comparé à 0,25 % en Espagne et en France.

Au niveau de la zone euro, un ensemble de réformes structurelles peut être mis en œuvre sans qu'il soit nécessaire de créer un cadre spécifique au niveau communautaire. Différents paramètres doivent cependant être précisés. D'abord, il est nécessaire de déterminer la taille et la portée des réformes, autant d'éléments qui dépendent des caractéristiques et des avancées de chaque pays. Ainsi, alors que l'Allemagne est particulièrement avancée dans la dérégulation du marché de l'électricité, son marché du travail demeure un des moins flexibles de la zone euro. Deuxièmement, il faut spécifier quel rôle d'impulsion peut être dévolu à la Commission dans un domaine qui demeure de la compétence des États membres.

Tableau 3 Emploi dans la zone euro

(taux en %)

	2000	2004	2010
Total	62,5	63,3	70
Femmes	53,7	55,8	60
Travailleurs âgés	36,6	40,5	50

Source : Eurostat

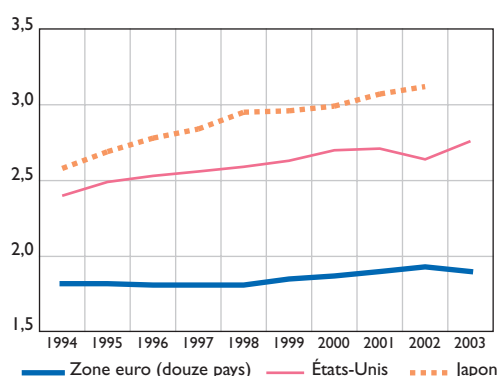
La Commission peut fournir des incitations en fixant aux pays de l'Union des objectifs communs, à l'instar de ses recommandations sur les Grandes Orientations de Politiques Économiques (GOPE), présentées chaque année par les États membres. On a vu précédemment qu'il est important d'inciter les pays à tenir compte des effets incontestablement bénéfiques à moyen terme sans s'arrêter aux coûts supplémentaires à court terme qu'ils devront supporter. Jusqu'à présent, la politique de la concurrence impulsée par la Commission a bien rempli cette fonction incitatrice, notamment dans le domaine de la dérégulation de l'électricité.

La stratégie de Lisbonne constitue une avancée supplémentaire dans le rôle d'impulsion que la Commission cherche à développer vis-à-vis des États membres pour les réformes structurelles. La stratégie de Lisbonne a été adoptée par le Conseil en mars 2000 pour faire de l'Europe l'« économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique d'ici 2010 ». Parmi les objectifs fixés, l'Union européenne doit améliorer le taux d'emploi à atteindre d'ici 2010. Mais jusqu'à présent, les avancées sont médiocres comme en témoigne le tableau 3.

Enfin, le succès d'une stratégie de réformes structurelles passe par l'adhésion des populations qui doivent être

Graphique 8 Dépenses de R&D en 2002

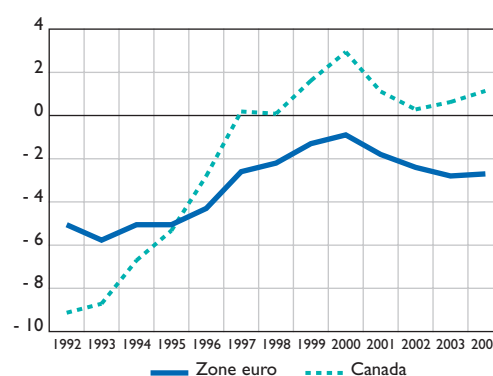
(en % du PIB)



Source : OCDE

Graphique 9 Déficit public au Canada et dans la zone euro

(en % du PIB)



Source : OCDE

convaincues des mérites à long terme d'une telle politique. Certains pays non européens, qui ont déjà suivi cette voie, constituent à cet égard une référence intéressante. Le Canada, qui possède une structure fédérale présentant de nombreuses similitudes avec l'UEM, a réussi à éliminer totalement son déficit public, pour dégager des excédents budgétaires à partir de 1998 (cf. graphique 9). L'assainissement des finances publiques s'est appuyé sur une modernisation de la

fonction publique et du système de protection sociale, réformes ayant fait l'objet d'un large consensus au sein de l'opinion publique. Parallèlement, le taux de chômage s'est réduit de 11,2 % de la population active en 1992 à 6,9 % en 2005 se rapprochant ainsi du taux observé aux États-Unis. En même temps, le différentiel de taux de chômage entre les deux pays passait de 3,7 % en 1992 à 1,8 % en 2005.

La discipline budgétaire, la stabilité des prix et l'agenda de Lisbonne constituent trois pôles du cadre de politique économique dans la zone euro à même de favoriser une croissance économique soutenue en Europe. Le rôle de l'Eurosystème au cœur de cette stratégie d'ensemble réside surtout dans le traitement des chocs symétriques de demande via la politique monétaire, la réaction aux chocs asymétriques de demande étant plutôt du ressort des politiques budgétaires nationales, à supposer qu'elles aient dégagé les marges de manœuvre nécessaires, et le traitement des chocs d'offre restant en dehors de son domaine de compétence.

Par ailleurs, la nécessité de posséder en Europe un cadre solide de politique économique apparaît d'autant plus indispensable que l'Union s'est récemment ouvert à des économies différentes, en cours de rattrapage, qui rejoindront à terme la zone euro. Les réformes structurelles devraient donc être accélérées afin que l'UEM puisse préserver sa cohérence et sa relative homogénéité.

Bibliographie

Alesina (R.) et Wacziarg (R.) (1999)

"Has Europe gone too far?", *Carnegie Rochester series on public policy*

Banque centrale européenne (2003)

« Les interactions entre la politique monétaire et les politiques budgétaires dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, février

Bayoumi (T.) et Masson (P.) (1995)

"Fiscal flows in the United States and Canada: Lessons for monetary union in Europe", *European Economic Review*, n° 39, p.253-274

Beetsma (R.) et Bovenberg (A.L.) (1999)

"The interaction of fiscal policy and monetary policy in a monetary union: Balancing credibility and flexibility", *Cambridge University Press*

Beetsma (R.), Debrun (X.) et Klaasen (S.) (2001)

"Is fiscal policy coordination in EMU desirable?", *CEPR Discussion paper*

Besnard (D.) et Paul (L.) (2004)

« Les mesures budgétaires exceptionnelles », *Bulletin de la Banque de France*, n° 128, août

Buti (M.) et Franco (D.) (1998)

"Economic policy in EMU", *European Commission services*

Buti (M.), Sylvester (E.) et Franco (D.) (2003)

"Revisiting the Stability and Growth Pact: Grand design or internal adjustment?", *CEPR Working paper*, n° 3692

Carton (B.) (2005)

« Les externalités budgétaires dans la zone euro », *Analyses de la direction de la Prévision*, n° 87, octobre

Cette (G.), De Bandt (O.), Garcia (S.), Saint-Guilhem (A.) et Villette (J.-P.) (2003)

« Actualisation des évaluations de croissance potentielle et d'écart de PIB », *Bulletin de la Banque de France*, n° 116, août

Cette (G.) et Strauss-Kahn (M.-O.) (2003)

« Productivité-horaire et PIB par tête aux États-Unis et en France – Comparaisons internationales », *Bulletin de la Banque de France*, n° 120, décembre

Commission européenne (2004)

"European Economy", n° 6/2004, ch. 1 : "Macroeconomic developments in the euro area", *Factors shaping the return to potential growth*

Eichengreen (B.) et Wyplosz (C.) (1998)

"Stability Pact. More than a minor nuisance?", *Economic Policy*, avril

Feldstein (M.) (2005)

"The euro and the stability pact", *NBER Working paper*, n° 11249

Kopits (G.) et Symansky (S.) (1998)

"Fiscal policy rules", *IMF Occasional paper*, n° 162

Kydland (F.) et Prescott (E.) (1977)

"Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plan", *Journal of Political Economic*, n° 85, p. 473-491

Lamo (A.) et Strauch (R.) (2002)

"The contribution of public finances to the European growth strategy", *Papier présenté à un atelier organisé par la Banque d'Italie à Perugia, le 21-23 mars 2002*

McKinnon (R.) (1963)

"Optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 53

Mundell (R.) (1961)

"A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 51

Mundell (R.) (1962)

"The appropriate use of monetary and fiscal policy under fixed exchange rates" *IMF staff papers*, n° 9, p. 70-79, mars

Pisani-Ferry (J.) (2005)

"Speeding up European reform: A master plan for the Lisbon process" *CESifo Forum*, février

Plihon (D.) (1993)

« Le statut ambigu de la politique budgétaire dans le traité de l'Union », *Cahiers économiques et monétaires*, Banque de France, n° 42

Sapir (A.), Aghion (P.), Bertola (G.), Hellwig (M.), Pisani-Ferry (J.), Rosati (D.), Vinals (J.) et Wallace (H.) (2004)

"An agenda for a growing Europe: The Sapir report", Oxford University Press

Schuknecht (L.) (2004)

"EU fiscal rules: Issues and lessons from political economy", ECB Working paper, n° 421

Tabellini (G.) et Wyplosz (C.) (2005)

« Réformes structurelles et coordination en Europe », Rapport du Conseil d'analyse économique, n° 51,

Taylor (J.) (2000)

"Reassessing discretionary fiscal policy", Journal of Economic Perspectives 14(3), p. 21-36

Traclet (V.) (2004)

"Monetary and fiscal policies in Canada: Some interesting principles for EMU?", Document de travail de la Banque du Canada, n° 2004-28

Trichet (J.C.) (2003)

« Zones monétaires optimales et mise en œuvre des politiques économiques », *Bulletin de la Banque de France*, n° 120, p. 29-38

Wyplosz (C.) (2002)

"Fiscal policy: Institutions versus rules", CEPR Discussion paper, n° 3238

Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004)

Denis MARIONNET

Direction générale des Études et des Relations internationales

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Les comportements de placement financier des ménages français et de leurs voisins européens présentent des différences sensibles qui tiennent tout autant aux caractéristiques des instruments d'épargne qui leur sont le plus facilement accessibles qu'à des habitudes ou traditions nationales héritées de l'histoire et du contexte institutionnel propre à chaque pays.

L'examen de la part dévolue à chaque type d'instrument dans les flux de placements comme dans le patrimoine financier est un moyen simple de décrire et de caractériser les comportements et les préférences des ménages français par rapport à leurs homologues européens ¹.

À fin 2004, la structure des placements financiers des ménages français est assez proche de la répartition moyenne observée pour les ménages de la zone euro, avec un partage à peu près équilibré entre dépôts, titres et placements en assurance-vie et fonds de pension.

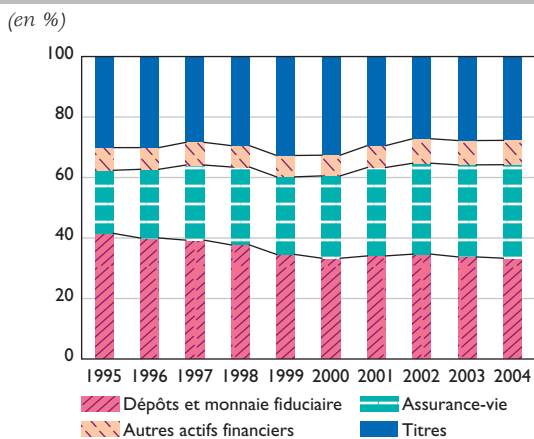
Pour autant, dans les autres pays, les ménages concentrent souvent leurs placements sur l'un ou l'autre de ces instruments : les ménages autrichiens, espagnols et portugais accumulent principalement des dépôts (auxquels on assimile ici la monnaie fiduciaire); les ménages néerlandais et britanniques privilégient les avoirs en assurance-vie et les droits sur fonds de pension; les ménages italiens, belges et finlandais détiennent une proportion importante de titres.

Sur les dix dernières années, la part des dépôts dans le patrimoine financier des ménages a tendu à diminuer dans la plupart des pays européens. En contrepartie, le poids des titres s'est renforcé dans certains pays, alors que chez la plupart l'incertitude sur l'évolution future des systèmes de retraite liée au vieillissement de la population a contribué à orienter vers l'assurance-vie et les fonds de pension une part grandissante de l'épargne des ménages.

Mots clés : Placements financiers, ménages, patrimoine financier,
dépôts, assurance-vie, fonds de pension, titres, actions, obligations,
OPCVM, patrimoine immobilier
Codes JEL : G11, E21, G21, G22, G23

¹ Les comportements d'endettement des ménages européens feront l'objet d'une étude à paraître prochainement dans le Bulletin de la Banque de France. Toutefois, quelques éléments de contexte sont d'ores et déjà présentés à ce sujet en annexe 2. Celle-ci offre également quelques aperçus quant à l'évolution du patrimoine global des ménages.

Structure du patrimoine financier des ménages français



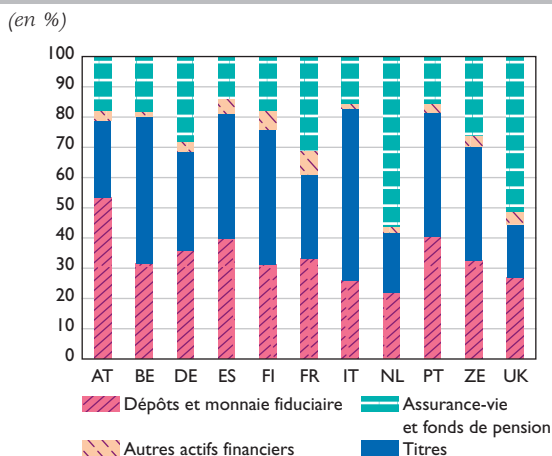
La présente étude traite de l'évolution de la structure, par grandes catégories d'instruments d'épargne, des placements financiers des ménages français sur la période 1995-2004. À chaque étape de l'analyse, des éléments de comparaison entre pays, que rendent désormais plus facilement disponibles les progrès de la statistique européenne, sont proposés.

Globalement, à fin 2004, le patrimoine financier des ménages français se répartit de manière relativement équilibrée entre dépôts² (33,3 %), assurance-vie (30,9 %) et titres³ (27,7 %). Sur les dix dernières années, les ménages français ont déplacé une partie de leur épargne financière des dépôts vers l'assurance-vie dont la part a augmenté de 10 points alors que celle des dépôts en a perdu 8. La part des avoirs des ménages investis directement en titres a pour sa part connu des phases alternées de recul et d'expansion entre 1995 et 2004.

En Europe, les choix de placements financiers des ménages diffèrent assez sensiblement selon les pays ou groupes de pays :

- les placements des ménages allemands, tout comme ceux de la zone euro⁴ pris dans leur ensemble, sont, comme en France, assez bien répartis entre dépôts, titres et assurance-vie/fonds de pension ;

Structure du patrimoine financier des ménages européens en 2004



Note de lecture : Dans ce graphique et les suivants, les pays et la zone euro sont mentionnés à l'aide de leurs abréviations internationales : AT : Autriche ES : Espagne IT : Italie UK : Royaume-Uni BE : Belgique FI : Finlande NL : Pays-Bas ZE : zone euro DE : Allemagne FR : France PT : Portugal

- en Autriche et en Espagne ainsi qu'au Portugal, les dépôts représentent une part relativement élevée ;
- le patrimoine des ménages néerlandais et britanniques présente une proportion très élevée d'avoirs en assurance-vie et de droits sur des fonds de pension ;
- enfin, les Italiens, les Belges et les Finlandais détiennent une part significative de leur patrimoine financier sous forme de titres.

I | Recul du poids relatif des dépôts malgré une reprise des flux de placement depuis 2000

Les flux de placement des ménages français et européens sous forme de dépôts connaissent d'importantes fluctuations d'une année sur l'autre. Ces variations reflètent notamment le fait que la

2 Y compris monnaie fiduciaire

3 La composante « titres » recouvre les placements en titres de dette, en titres d'organismes de placements collectifs (OPC) et en actions et autres participations. Pour leur part, les opérations financières regroupées dans la composante « Autres actifs financiers » (produits dérivés, crédits accordés par les entrepreneurs individuels, provisions pour primes non acquises et sinistres ainsi que les autres comptes à recevoir) représentent 8 % en 2004 et 7,5 % environ sur 1995-2004.

4 Hors Irlande, Luxembourg et Grèce (données non disponibles)

plupart des comportements d'arbitrages (entre consommation et épargne ou entre composantes de l'épargne) se manifestent par des opérations qui affectent en premier lieu les encaisses de transaction, dont les dépôts constituent, avec la monnaie fiduciaire, l'archétype.

I | I France

En 2004, les ménages français ont consacré 46,9 milliards d'euros à des placements sous forme de dépôts, soit 38,1 % de l'ensemble de leurs flux de placements financiers (122,2 milliards d'euros). Ces flux de placements vers les instruments d'épargne les moins risqués sont en hausse régulière depuis l'éclatement, à la mi-2000, de la bulle boursière. Dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt, la faiblesse du coût d'opportunité de la détention de liquidités a sans doute contribué pour une bonne part à l'augmentation de ces flux de placements.

En termes d'encours, à fin 2004, les ménages français détiennent 33,3 % de leur patrimoine financier sous forme de dépôts. Si elle demeure significative, cette proportion s'est toutefois inscrite en baisse quasi continue entre 1995 et 2004, tombant de 41,5 % à un tiers. Cette érosion s'explique, dans une large mesure, par l'attrait des placements concurrents, notamment l'assurance-vie dont les flux nets l'ont toujours emporté, depuis 1996, sur les flux de placements en dépôts.

I | 2 Éléments de comparaison en Europe

Rapportés à l'ensemble des flux de placements des ménages, les flux de placements en dépôts et monnaie fiduciaire représentent une part très variable selon les pays. Ainsi, en cumul sur la période 1995-2004, les ménages italiens n'ont consacré que 13,6 % de leurs flux de placements financiers aux placements en dépôts. À l'inverse, c'est à ce support de l'épargne que les ménages britanniques ont consacré plus de la moitié (55,9 %) de leurs flux de placements sur cette période. Les ménages belges et espagnols ont également alloué une part prépondérante de leurs flux de placements aux dépôts (respectivement 43,1 % et 45,3 %). Dans les autres pays européens, les flux de placements des ménages en dépôts sont plus faibles mais, somme toute, assez substantiels, avec une part comprise entre 27 % et 38 % en moyenne sur la décennie.

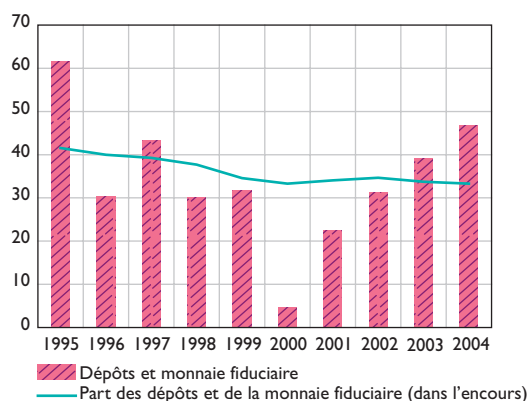
Depuis 2000, on observe une nette reprise des flux de placements sous forme de dépôts dans presque tous les pays de la zone euro ainsi qu'au Royaume-Uni.

En termes de détention, la part des dépôts dans le patrimoine financier des ménages européens est également assez variable selon les pays. Les plus attirés par ce type de produit a priori simple et peu risqué sont les autrichiens (53,5 % à fin 2004) et les moins enclins à détenir leur épargne sous cette forme, les néerlandais (22 %) et les britanniques (27 %).

Flux de placements en dépôts et monnaie fiduciaire et part des encours correspondants dans le patrimoine financier (France)

(flux en milliards d'euros)

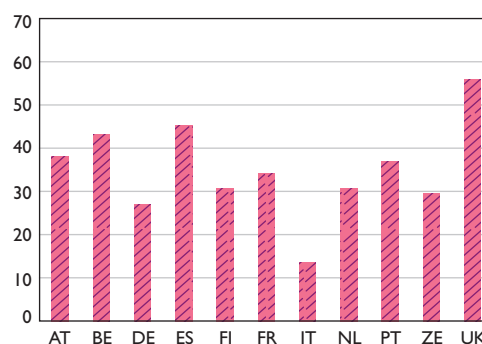
(part en %)



Source : Banque de France (comptes financiers)

Part des flux en dépôts et monnaie fiduciaire dans l'ensemble des flux de placements (Europe)

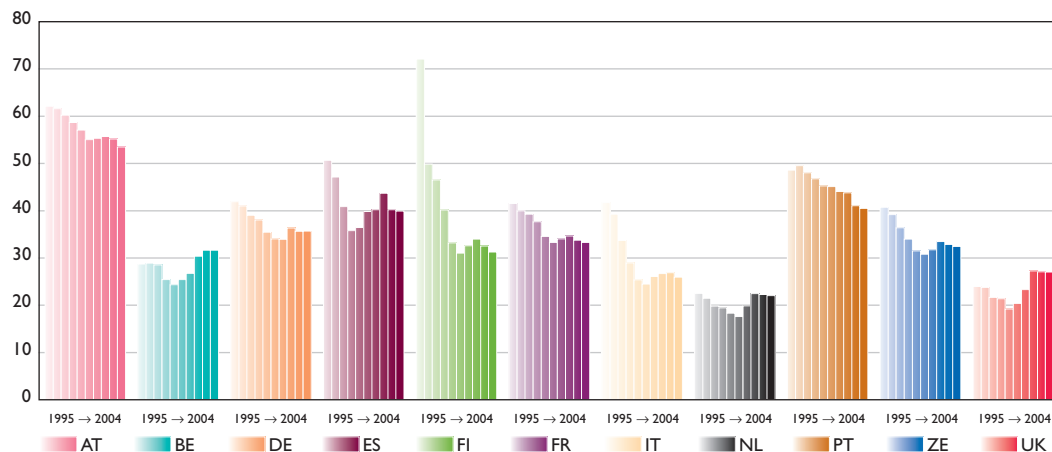
(moyenne en % sur la période 1995-2004)



Source : Eurostat

Part des dépôts et de la monnaie fiduciaire dans le patrimoine financier des ménages européens

(en %)



Source : Eurostat

Les ménages des autres pays consacrent aux dépôts 30 % à 40 % de leurs actifs (32,5 % pour la zone euro). En particulier, les ménages français se situent, avec les allemands, au niveau de la moyenne de la zone euro pour la part de leur patrimoine financier consacrée aux dépôts.

Sur longue période, la tendance à la baisse de la part des dépôts dans le patrimoine financier des ménages observée pour la France est également à l'œuvre dans la plupart des pays de la zone euro sauf en Belgique et aux Pays-Bas où cette part est faible et plutôt stable depuis 1995, à l'instar de ce qui peut être observé au Royaume-Uni.

2| Assurance-vie et fonds de pension : un développement rapide, mais des écarts de niveau de détention encore importants selon les pays

Si cette composante du patrimoine des ménages est encore d'importance variable selon les pays, compte tenu notamment de l'existence ou non de fonds de pension et de la plus ou moins grande ancienneté de ces produits, les placements en assurance-vie et fonds de pension se sont, dans l'ensemble, fortement développés en Europe au cours de ces dernières années.

2| I Le placement préféré des ménages français

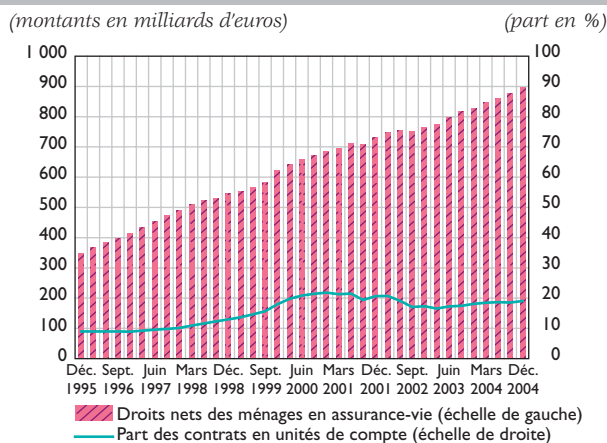
En 2004, les flux nets de placements des ménages français se sont élevés à 57,6 milliards d'euros au titre de l'assurance-vie, s'inscrivant en nette progression par rapport à 2002 et 2003 mais très en retrait des sommets en 1997 (71,9 milliards) ou en 2000 (68 milliards). D'après la Fédération Française des Sociétés d'Assurance (FFSA), les versements sur les supports en unités de compte, qui restent minoritaires, ont enregistré une progression de 35 % par rapport à 2003, en lien avec la bonne tenue des marchés financiers.

À fin 2004, les ménages français détenaient 896,4 milliards d'euros en assurance-vie, ce qui représente 30,9 % de leur patrimoine financier contre seulement 20,9 % à fin 1995. Dotée d'avantages fiscaux spécifiques⁵, l'assurance-vie a progressé chaque année dans le patrimoine des ménages français, même en période de crise sur les marchés financiers. La part des contrats libellés en unités de compte progresse de nouveau en 2004 pour atteindre 19,1 % des réserves techniques d'assurance-vie et se rapproche du point haut de décembre 2000 (21,9 %). Cette progression coïncide avec la reprise des marchés actions mais peut aussi s'expliquer par l'érosion des taux servis ces dernières années sur les contrats en euros. Ceux-ci restent cependant prépondérants, ce qui tend à montrer l'attachement des souscripteurs pour la sûreté⁶ et la régularité du rendement de ces produits, caractéristiques bien adaptées à une épargne souvent constituée en vue d'assurer un complément de revenu pour la retraite.

⁵ Notamment l'exonération des droits de succession et l'exonération, dans la limite d'un plafond de retrait annuel, de l'imposition des plus-values réalisées.

⁶ Cf. l'effet cliquet garantissant que la valeur des intérêts acquis chaque année est capitalisée et garantie par l'assureur.

Avoirs des ménages français en assurance-vie et part des contrats en unités de compte



Sources : Banque de France (comptes financiers), FFSA

Part des flux de placements en assurance-vie et fonds de pension dans l'ensemble des flux de placements financiers (Europe)

(moyenne en % sur la période 1995-2004)



Source : Eurostat

2 | 2 Éléments de comparaison en Europe

Dans chaque pays, la part des flux de placements en assurance-vie et fonds de pension dans l'ensemble des flux de placements est en général plus stable dans le temps que pour d'autres produits.

En cumulé sur la décennie, les flux de placements en assurance-vie et fonds de pension des ménages sont particulièrement importants en Finlande, aux Pays-Bas et en France : leur part dans l'ensemble des flux de placements dépasse en effet 60 %. Ils sont moins développés en Autriche, en Espagne, en Italie et au Portugal, où leur part se situe entre 25 % et 32 %, tout en étant assez significatifs dans les autres pays (avec une part comprise entre 40 % et 48 %).

L'importance de ces flux a sensiblement décliné au Royaume-Uni depuis 1998, alors que les produits fonds de pension/assurance-vie représentent une part prépondérante de l'encours d'épargne des

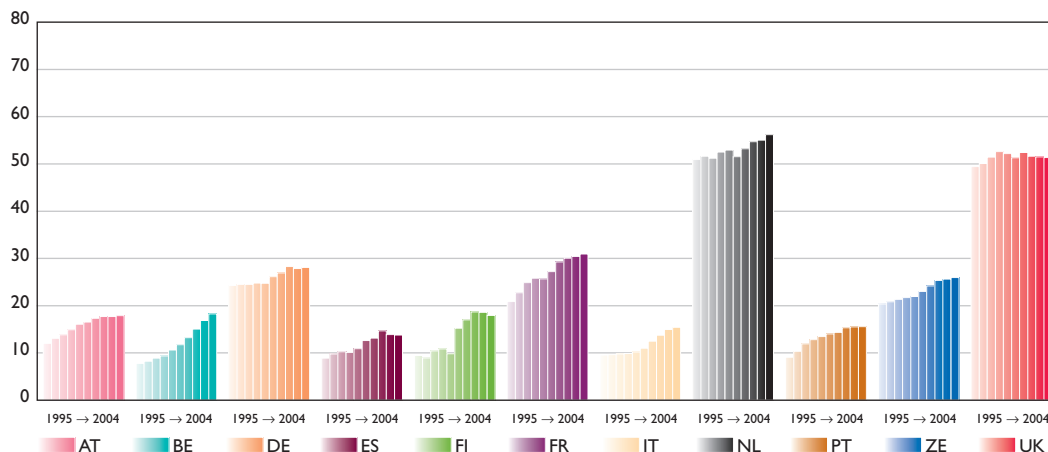
ménages. De ce fait, la part de l'assurance-vie/fonds de pension dans le patrimoine stagne au Royaume-Uni depuis 1998, alors qu'elle progresse partout ailleurs, y compris aux Pays-Bas où elle atteint son niveau le plus élevé.

Au total, si on souhaite caractériser les pays par le niveau de développement des encours d'assurance-vie et fonds de pension, il convient de distinguer trois groupes. Dans le premier, formé du Royaume-Uni et des Pays-Bas, le poids des avoirs en assurance-vie et fonds de pension dépasse 50 % depuis 1996 (respectivement 51,4 % et 56,2 % en 2004). La présence de fonds de pension dans ces deux pays explique dans une large mesure cette position. Le deuxième groupe, formé de la France et de l'Allemagne, présente une part comprise entre 26 % et 30 % depuis 2000, niveau proche de la moyenne observée pour la zone euro dans son ensemble⁷. Enfin, dans un troisième groupe de pays (Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, Italie et Portugal) les ménages détiennent 13 % à 18 % de leurs placements financiers en assurance-vie ou fonds de pension.

7 Hors Irlande, Luxembourg et Grèce.

Part de l'assurance-vie et des fonds de pension dans le patrimoine des ménages européens

(en %)



Source : Eurostat

3| Titres : des flux assez volatils et des comportements de détention contrastés

Les flux de placements en titres des ménages sont relativement moins importants en France que dans les autres grands pays européens, et la part des titres dans leur patrimoine y est inférieure à la moyenne de la zone euro.

3| I France

En 2004, les ménages français ont procédé à des acquisitions nettes de titres pour environ 7 milliards d'euros, avec des comportements très contrastés selon les différents types de titres :

- ils ont en effet été vendeurs nets de titres de dette à hauteur de 1,8 milliard d'euros, dans la continuité des flux négatifs de 2002 et 2003 (respectivement, - 5,1 milliards d'euros et - 10,4 milliards) ;
- ils ont également été vendeurs nets de titres d'OPCVM à hauteur de - 10,9 milliards d'euros⁸, après avoir réduit leurs acquisitions nettes, respectivement, à 7 milliards d'euros et 0,6 milliards en 2002 et 2003 ;

• enfin, leurs investissements nets en détention directe d'actions et autres participations se sont élevés à environ 19,7 milliards d'euros en 2004, dont 1,6 milliard en actions cotées, dans la continuité des acquisitions nettes enregistrées en 2002 et 2003 (respectivement, 19,3 milliards d'euros et 13,8 milliards) alors que, de 1998 à 2001, ils avaient procédé à des cessions nettes.

Mis en perspective sur la période 1995-2004, les flux de placements des ménages français en titres suivent trois grandes tendances :

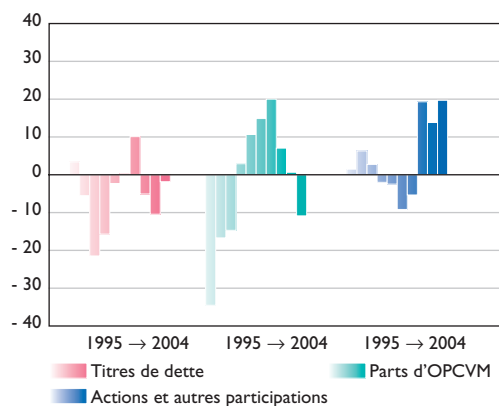
- la détention directe de titres de dette⁹ s'amenuise : si l'on excepte les années 1995 et 2001, les ménages ont constamment désinvesti sur cette catégorie de titres, au point d'être en position de vendeurs nets sur la période ;
- au terme d'un enchaînement de phases de cessions nettes (1995-1997), puis d'acquisitions nettes (1998-2003) et, à nouveau, de cessions (2004), les ménages français sont également en position de vendeurs nets sur les titres d'OPCVM ;
- en cumul sur la période, les flux nets d'investissements des ménages français en actions et autres participations sont positifs s'agissant des titres non cotés. En revanche, ils sont largement négatifs sur les actions cotées.

⁸ Les ménages français avaient également été vendeurs nets de 1995 à 1997.

⁹ Les obligations représentent environ 90% de la détention de titres de dette par les ménages français.

Flux de placements en titres des ménages français

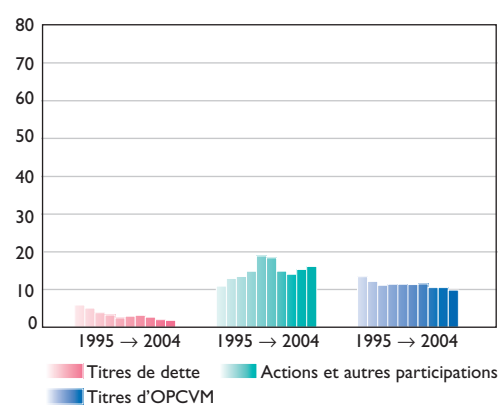
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France (comptes financiers)

Part des titres dans le patrimoine financier des ménages français

(en %)



Source : Banque de France (comptes financiers)

Du point de vue des encours, le patrimoine financier des ménages français détenu sous forme de titres a subi les déformations suivantes :

- la part des titres de dette est tombée de 5,9 % en 1995 à 1,8 % en 2004 ;
- le poids relatif des titres d'OPCVM a enregistré une baisse régulière, revenant de 13,4 % en 1995 à 9,8 % en 2004 ;
- le poids des placements en actions a varié largement en fonction de l'évolution des cours boursiers : il a augmenté entre 1995 et 1999, a commencé à diminuer à partir de 2000, après l'éclatement de la bulle boursière, pour se redresser ensuite à partir de 2003.

3 | 2 Éléments de comparaison en Europe

Au regard de l'ensemble des flux de placements des ménages, la part des flux de placements en titres est très variable selon les pays.

En cumulé sur la période 1995-2004, les flux de placements en titres des ménages italiens et portugais représentent plus de 40 % du total de leurs flux de placements financiers alors que pour la majeure partie des ménages européens cette part est comprise entre 23 % et 32 %. En Finlande et aux Pays-Bas, la part des flux de titres par rapport à l'ensemble des flux financiers tombe sur la période étudiée respectivement

à 11,9 % et à 5,1 %. En France et au Royaume-Uni, les ménages ont opéré des désinvestissements nets sur leurs portefeuilles de titres au cours des 10 ans sous revue.

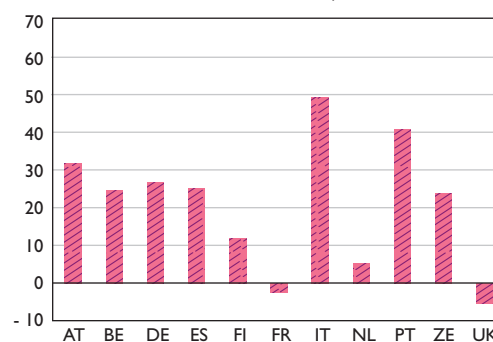
En Autriche et au Portugal, les flux de placements en titres font preuve d'une certaine régularité. Ailleurs, ils peuvent connaître de fortes poussées suivies de replis marqués.

L'analyse en termes d'encours en portefeuille permet d'apporter quelques précisions sur les attitudes prédominantes en matière de détention de titres dans les différents pays.

Toutes catégories de titres confondues, les portefeuilles les plus importants, en proportion du patrimoine financier global des ménages, sont observés en Italie

Part des flux de placements en titres dans l'ensemble des flux de placements financiers

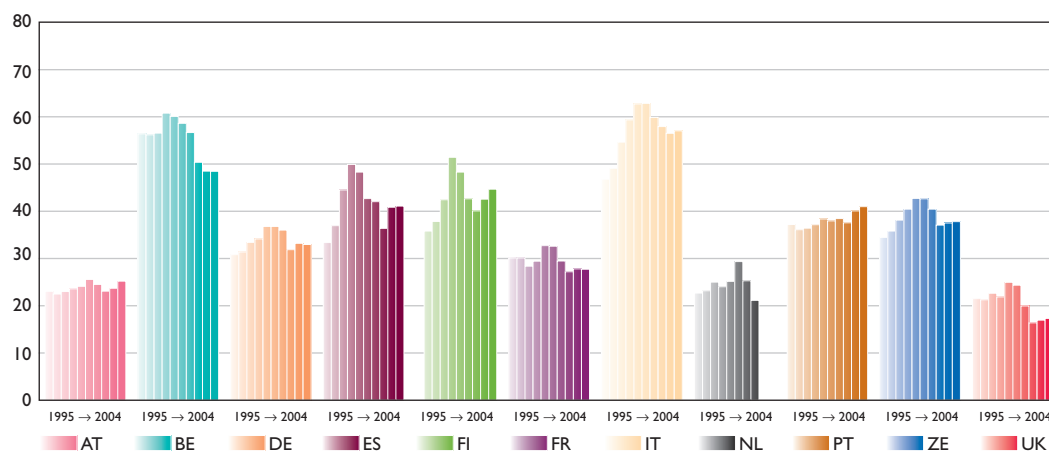
(moyenne en % sur la période 1995-2004)



Source : Eurostat

Part des titres dans le patrimoine financier des ménages européens

(en %)



Source : Eurostat

et en Belgique, les plus faibles au Royaume-Uni, en Autriche et aux Pays-Bas. La France se situe sensiblement en dessous de la moyenne de la zone euro.

- Entre 1995 et 2004, la part du patrimoine financier détenu directement par les ménages européens sous forme de titres de dette a sensiblement baissé. Seul le Portugal a connu une augmentation significative de cette part, mais à partir d'un niveau très bas en 1996 (0,9 %). À fin 2004, les ménages italiens consacrent à ce type de placement 22,1 % de leurs actifs financiers, soit la part la plus élevée d'Europe. Les ménages belges¹⁰, allemands et autrichiens investissent également une part relativement élevée de leur patrimoine en titres de dette ; à fin 2004 celle-ci s'élevait respectivement à : 14,4 %, 11 % et 8,1 %. En revanche, la détention de titres de dette est très faible (moins de 5 %) en Espagne, Finlande, France et Pays-Bas.

- En moyenne, la détention de titres d'organismes de placements collectifs par les ménages de la zone euro est un peu supérieure à celle de titres de dette. Elle est particulièrement développée en Espagne, Italie et Belgique. La France, l'Allemagne et l'Autriche occupent une position voisine de la moyenne de la

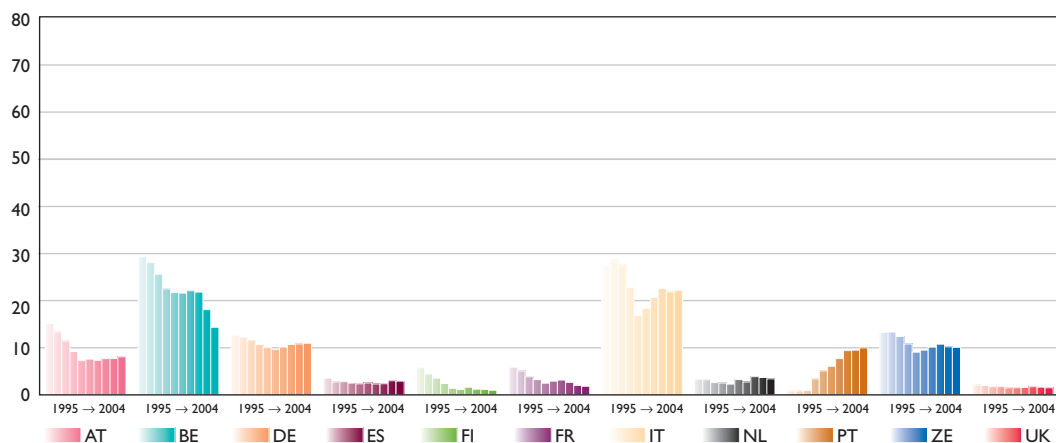
zone euro. La détention de ce type de placement est en revanche peu répandue au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Finlande, bien qu'elle ait connu un développement rapide dans ce dernier pays au cours des années récentes.

- L'analyse de la part des actions dans le patrimoine financier des ménages européens reste délicate, tous les pays n'ayant pas encore mis en œuvre la méthode harmonisée de valorisation des actions non cotées préconisée par Eurostat (cf. annexe 1). Les données actuellement disponibles font apparaître des écarts très importants entre pays, les positions extrêmes étant occupées, vers le haut par la Finlande, avec une part d'environ 35 % du patrimoine financier, et vers le bas par l'Autriche où cette part est voisine de 5 %. Les positions relatives des autres pays peuvent difficilement faire l'objet d'interprétations plus précises compte tenu du manque d'harmonisation des méthodes de valorisation. On peut toutefois observer que l'évolution de la part des actions dans les patrimoines reflète souvent celle des cours boursiers, ce qui tend à confirmer que les pays concernés s'inspirent bien des principes du Système européen de comptes (SEC 95) pour l'enregistrement des encours d'actions dans leurs comptes financiers.

¹⁰ L'existence de bons de caisse « au porteur » et la proximité du marché financier luxembourgeois sont, dans ce pays, des facteurs stimulants.

Part des titres de dettes dans le patrimoine financier des ménages européens

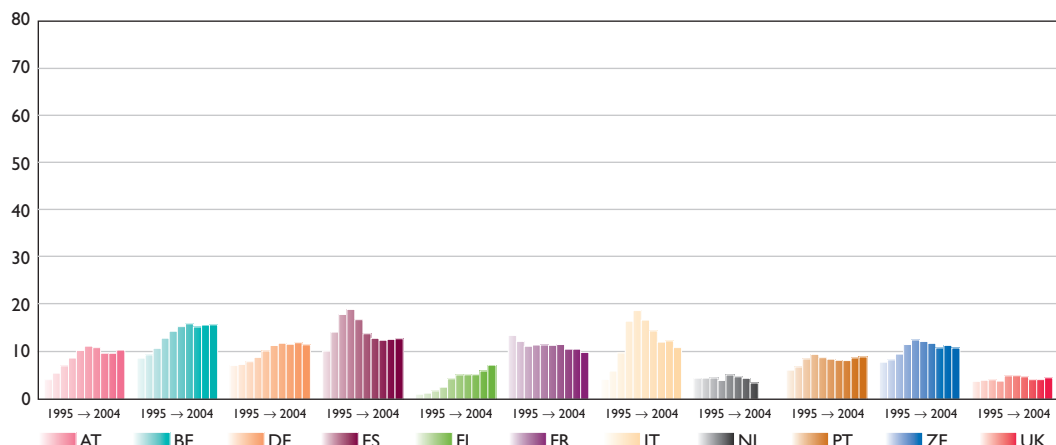
(en %)



Source : Eurostat

Part des titres d'organismes de placements collectifs dans le patrimoine financier des ménages européens

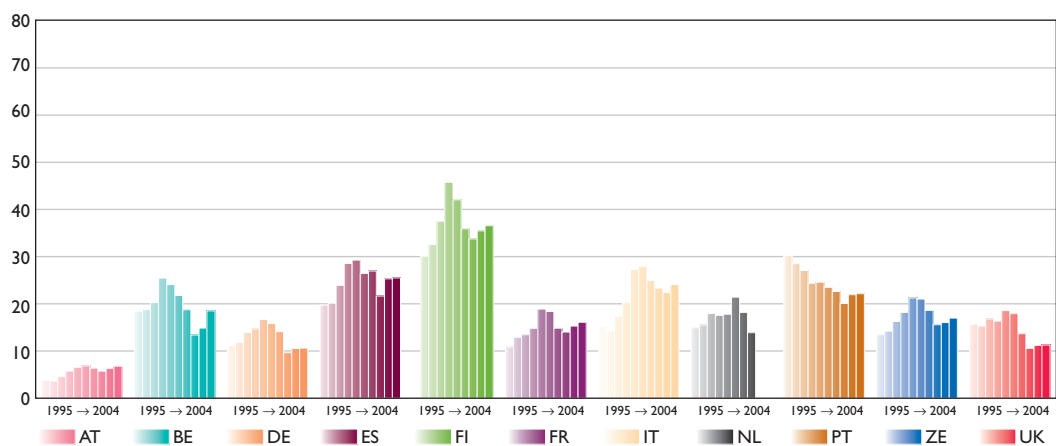
(en %)



Source : Eurostat

Part des actions dans le patrimoine financier des ménages européens

(en %)



Source : Eurostat

Annexe I

Les actions non cotées en France

Les placements en actions analysés dans cette étude regroupent les actions cotées ainsi que les actions non cotées et autres participations. Ces deux dernières composantes sont difficiles à évaluer et restent difficilement comparables entre pays en raison de l'utilisation de méthodologies différentes. L'harmonisation de ces méthodologies au niveau européen actuellement en cours devrait permettre des analyses comparatives plus solides. Un groupe de travail sur les actions non cotées, institué par la BCE et Eurostat, a formulé en 2003 des propositions et recommandations méthodologiques. Celles-ci ont d'ores et déjà été mises en œuvre dans les comptes nationaux financiers français à l'occasion du dernier changement de base quinquennal.

Évaluation des actions non cotées dans le cadre de la base 2000

En application du SEC 95, la valeur de marché des actions non cotées est égale au produit des fonds propres comptables des sociétés non cotées par un « ratio de capitalisation ».

Ces ratios de capitalisation sont désormais calculés par branche à partir des entreprises cotées dont les fonds propres sont supérieurs à 10 millions d'euros et n'appartiennent pas à l'indice Stoxx 600. Ces entreprises sont en effet très spécifiques (très forte rentabilité, grande taille, très forte liquidité des

titres,...) et leur caractéristiques particulièrement éloignées de celles des entreprises non cotées.

Chaque ratio de capitalisation est donc le résultat du rapport entre la somme des valeurs de marché des actions cotées retenues de la branche divisée par la somme des valeurs comptables des fonds propres des entreprises cotées de la branche. Par ailleurs, pour tenir compte de la moindre liquidité des actions non cotées, les ratios de capitalisation sont diminués de 25 %.

Impacts sur la détention des actions non cotées par les ménages

La détention par les ménages d'actions non cotées résulte de la répartition entre ménages et sociétés non financières du solde d'actions non cotées non attribué aux secteurs fournissant des données administratives et comptables. Cette répartition, antérieurement réalisée au moyen d'une clé de ventilation calculée avec des données restreintes, utilise désormais un ensemble de données plus complet pour les sociétés non financières et permet donc une répartition plus fiable entre ces dernières et les ménages.

Il en résulte une baisse de l'encours d'actions non cotées détenues par les ménages, ainsi que des flux de placements correspondants, et une hausse pour les sociétés non financières.

Annexe 2

Ressources de financement et formation du patrimoine des ménages

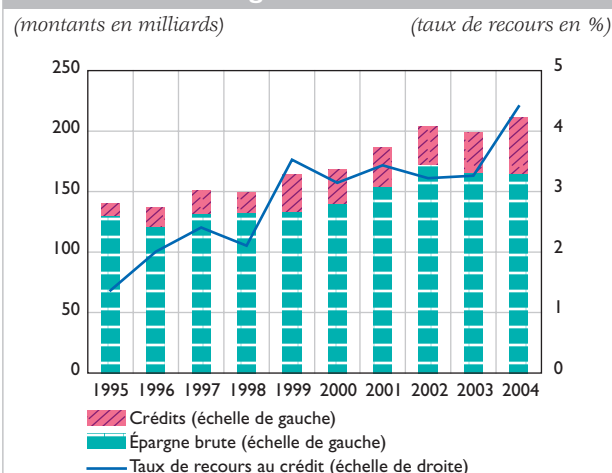
En 2004, les opérations financières des ménages français s'inscrivent dans un contexte marqué par un recours accru au crédit. Globalement, ce supplément de ressources leur a surtout permis d'accroître leur patrimoine immobilier, mais a également favorisé, au niveau de l'ensemble du secteur, l'accumulation d'actifs financiers. Cette configuration, en grande partie liée à la hausse des prix immobiliers, s'observe également dans d'autres pays européens.

Pour financer l'ensemble de leurs placements, les ménages français ont davantage recours au crédit

Pour l'ensemble de leurs acquisitions d'actifs, financiers et non financiers, les ménages disposent de leur épargne brute (partie non consommée de leur revenu disponible brut) et des flux de crédits nets qu'ils obtiennent notamment des banques ou autres institutions financières. Après avoir sensiblement augmenté en 2001 et 2002, ces ressources ont subi un tassement en 2003 sous l'effet de la diminution du flux d'épargne brute¹ des ménages. En 2004, en revanche, elles se sont nettement redressées du fait essentiellement de l'augmentation du flux des emprunts nets, le taux de recours au crédit atteignant 4,9 % du revenu disponible brut (RDB) des ménages après 3,3 % en 2003.

Quoiqu'en nette progression sur la période récente, le taux de recours au crédit des ménages français paraît relativement modéré en regard de ce qui peut être observé chez plusieurs de nos voisins européens. Ainsi, en 2003, le taux de recours au crédit des ménages dépasse 14 % de leur revenu disponible brut en Espagne (14,5 %), aux Pays-Bas (19,3 %) et au Royaume-Uni (16,7 %). À l'inverse, les ménages allemands qui, proportionnellement, empruntaient plus que les français en début de période, ont très nettement réduit leur recours à l'emprunt à partir de 2000, celui-ci revenant à 1 % du RDB en 2003.

Épargne brute, crédits et taux de recours au crédit des ménages français



Sources : Insee, Banque de France (comptes financiers)

Accroissement sensible de la part de l'immobilier dans le patrimoine des ménages

Les ménages utilisent leurs ressources d'épargne et d'emprunt pour acquérir des actifs financiers et des actifs non financiers. Au sein de ces derniers, l'immobilier (terrains et logements) prédomine en France, les autres actifs non financiers (objets de valeur ou machines, par exemple) occupant une place modeste et plutôt stable dans le temps (environ 10 %).

Depuis 1995, la part du patrimoine immobilier des ménages a toujours été supérieure à celle du patrimoine financier. Si elle a légèrement baissé entre 1997 et 2000, cela tient davantage à une valorisation plus rapide des actifs financiers que celle des actifs immobiliers au cours de cette période, marquée par une forte hausse des cours boursiers.

¹ L'épargne brute des ménages français est passée de 171,1 milliards d'euros en 2002 à 164,4 milliards en 2004, leur taux d'épargne retombant ainsi de 16,9 % à 15,4 % du revenu disponible brut.

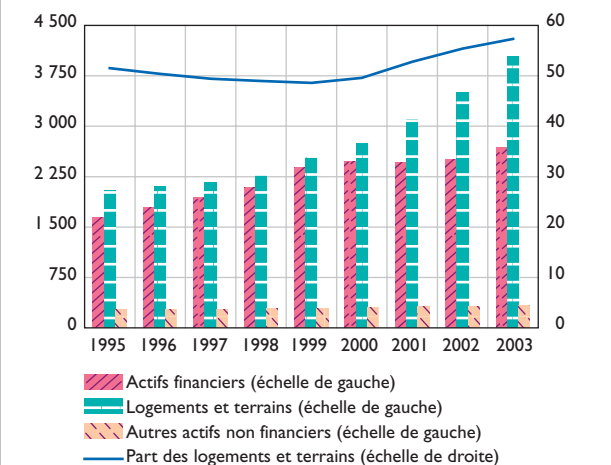
Depuis lors, la part des biens immobiliers dans le patrimoine des ménages français s'est sensiblement renforcée pour atteindre près de 58 % à fin 2003. Cet accroissement a tenu pour une bonne part au renchérissement de ces actifs réels (la valeur des terrains a été multipliée par 3,3 entre 1995 et 2003 et celle des logements par 1,5) alors que les actifs boursiers se sont sensiblement dépréciés entre 2000 et 2003.

La part des actifs immobiliers dans le patrimoine des ménages est également très importante en Allemagne, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni (seuls pays pour lesquels cette mesure est disponible à ce stade). Malgré l'importance des fonds de pension aux Pays-Bas et au Royaume-Uni², la part de l'immobilier dans le patrimoine des ménages néerlandais et britanniques s'est sensiblement renforcée sur la période, pour atteindre en 2003 des niveaux de l'ordre de 45 % et 55 % respectivement. À l'inverse, cette part a légèrement diminué en Allemagne pour revenir aux environs de 42 % en 2003.

Structure du patrimoine global des ménages français

(encours en milliards d'euros)

(part en %)



Source : Insee, Banque de France (comptes financiers)

² La comptabilisation des fonds de pension dans le patrimoine des ménages, contrairement aux droits théoriques des ménages sur les systèmes de retraite par répartition, accroît le patrimoine des ménages britanniques et néerlandais, comparativement aux pays sans fonds de pension comme la France.

Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005

Frédéric CHASSAGNE
Véronique NOIVILLE

TNS Sofres

Jean-Bernard FERRAND-EYNARD

Euronext

Hervé GRANDJEAN

Banque de France

L'enquête a été réalisée par TNS Sofres en mars 2005, en partenariat avec la Banque de France et Euronext. Un questionnaire a été adressé par voie postale à 20 000 foyers. L'échantillon de répondants, composé de 11 473 individus est représentatif de la population française âgée de 15 ans et plus.

Les résultats de l'étude de mars 2005 ont pour toile de fond une diminution du taux d'épargne financière des ménages liée à la poussée de leur endettement ainsi qu'un accroissement de la part de l'immobilier dans leur patrimoine global, comme en témoignent les données de la comptabilité nationale.

Les résultats du sondage « Porteurs de valeurs mobilières 2005 » montrent que l'assurance-vie reste le placement de prédilection des Français – ils sont 11,5 millions à en détenir, soit 25,1 % de la population (contre 24,3 % en 2004).

Le nombre de porteurs de valeurs mobilières – actions cotées, titres d'OPCVM, Fonds communs de placement d'entreprises (FCPE), obligations – diminue légèrement : il atteint 10,9 millions en mars 2005 – soit 23,9 % des Français âgés de 15 ans et plus, contre 11,2 millions en mai 2004. Cette baisse touche la plupart des produits.

Le nombre d'actionnaires individuels (actionnariat salarié compris) s'inscrit en léger recul, en mars 2005, à 6,3 millions, soit 13,7 % des Français âgés de 15 ans et plus. Le noyau dur reste constitué pour l'essentiel de détenteurs âgés et aisés avec des portefeuilles largement ouverts aux valeurs européennes. Il est à noter que ce sondage ne comptabilise pas l'introduction de Gaz de France et d'EDF qui ont eu lieu, respectivement, en juillet et novembre de cette année et qui ont connu un grand succès populaire avec quelque 3,1 millions et 4,9 millions de particuliers ayant souscrit à ces opérations.

Dans le même temps, la détention de produits d'épargne salariale (FCPE, compte courant bloqué, actions de l'entreprise en détention directe, stock options et participation) diminue : 9,7 % des Français âgés de 15 ans et plus déclarent en détenir, contre 10,1 % en 2004. L'épargne salariale est le plus souvent investie dans un FCPE, mais suit la même évolution et s'érode en 2005 : le nombre de détenteurs a baissé de 0,5 million en un an, pour revenir à 3,1 millions en 2005.

Le nombre de détenteurs de titres d'OPCVM (hors FCPE) s'élève à 4,5 millions contre 4,7 millions en 2004 (9,9 % de la population, contre 10,4 % en 2004). La répartition par types d'OPCVM met en évidence un recentrage sur les produits jugés les plus « sûrs ».

Le nombre de détenteurs d'obligations poursuit la baisse observée depuis 1996. Il s'établit à 1,1 million, contre 1,3 million en 2004.

À l'inverse, on observe une augmentation du nombre de détenteurs de comptes ou livrets d'épargne : 82 % des Français âgés de 15 ans et plus possèdent un compte ou livret d'épargne, contre 77 % en 2004, indiquant une accélération du développement des produits bénéficiant de la garantie d'un établissement bancaire ou assimilé.

Les résultats du sondage montrent enfin que l'utilisation d'internet progresse très sensiblement pour la gestion des comptes bancaires ou des placements financiers : près d'un Français sur cinq en 2005, contre plus d'un sur huit un an auparavant, et un tiers parmi les actionnaires, contre un quart en 2004.

Mots clés : placements financiers, détenteurs de titres, actionnaires, titres, actions, obligations, titres d'OPCVM, épargne salariale
Code JEL : G11

I | Le nombre d'actionnaires individuels se maintient à un niveau élevé

En mars 2005, le nombre d'actionnaires individuels (actionnariat salarié compris) s'établit à 6,3 millions, soit 13,7 % des Français âgés de 15 ans et plus ¹, chiffre qui marque un léger tassement par rapport à l'année précédente, mais qui reste très supérieur à son niveau moyen des années quatre-vingt-dix, qui était de l'ordre de 5 millions.

Il faut noter que le sondage, réalisé en mars 2005, ne recense pas les souscripteurs qui sont devenus actionnaires pour la première fois à l'occasion des introductions en Bourse du second semestre, notamment celles de Gaz de France et d'EDF qui ont, respectivement, attiré 3,1 millions et 4,9 millions de souscripteurs au total.

Le noyau dur des actionnaires directs, constitué des détenteurs « âgés » et « aisés » reste élevé et ce profil d'actionnaires maintient son portefeuille d'actions largement ouvert aux valeurs européennes. À l'inverse, on constate un repli pour les catégories d'actionnaires plus jeunes et pour ceux ayant des revenus mensuels nets inférieurs à 3 800 euros.

L'épargne salariale ², à travers un FCPE ou par détention directe d'actions de l'entreprise, voit sa diffusion se réduire tout en restant supérieur à son niveau de 2003 et des années antérieures. La loi du 9 août 2004 pour le soutien à la consommation et à l'investissement, permettant à tout bénéficiaire d'un plan d'épargne salariale (à l'exception du PERCO) de débloquent les fonds de manière exceptionnelle, y a sans doute contribué.

- 6,9 % des Français âgés de 15 ans et plus déclarent détenir des parts de FCPE, contre 7,9 % l'année dernière. La détention de FCPE en titres de l'entreprise ou de FCPE diversifiés se situe à des niveaux comparables : 55,2 % des détenteurs de FCPE détiennent les premiers et 57,9 %, les seconds.

- 1,2 % d'entre eux déclarent détenir des actions de leur entreprise (1,4 % en 2004).

Les enquêtes réalisées par la Banque de France sur la détention des valeurs mobilières par les ménages reflètent des évolutions comparables à celles observées dans le sondage « Porteurs de Valeurs Mobilières 2005 ». Sur un an (juin 2004-juin 2005), les désinvestissements nets en valeurs mobilières opérés par les ménages se sont élevés à 7,1 milliards d'euros. Par ailleurs, à fin juin 2005, le nombre de comptes-titres des ménages s'inscrivait en baisse de 2 % par rapport à juin 2004 : soit environ 320 000 comptes-titres de moins à mettre en relation avec le repli de 300 000 détenteurs de valeurs mobilières observé dans le sondage TNS Sofres de 2005.

2 | Baisse du nombre de porteurs de titres d'OPCVM (hors FCPE) et de détenteurs d'obligations

Le nombre de détenteurs de titres d'OPCVM (hors FCPE) diminue légèrement : 4,5 millions de Français de 15 ans et plus en détiennent (soit 9,9 % de cette population), contre 4,7 millions en 2004.

Cette baisse d'ensemble recouvre toutefois des évolutions contrastées selon les catégories d'OPCVM, mettant en évidence un recentrage du portefeuille des ménages sur les produits jugés les moins risqués :

- érosion du nombre de détenteurs d'OPCVM actions (4,5 % des Français de 15 ans et plus en détiennent en 2005, contre 5,5 % en 2004) et d'OPCVM diversifiés (la détention revient à 1,8 % en 2005, après 2,4 % en 2004). Les plus fortes baisses de taux de détention s'observent auprès des femmes, des moins de 34 ans, des professions libérales/cadres, des professions intermédiaires et des retraités autres qu'aisés ;

- stabilité du nombre de détenteurs d'OPCVM monétaires et obligataires ;

- progression du nombre de détenteurs d'OPCVM garantis : 2,5 % de Français de 15 ans et plus en détiennent en 2005, contre 2,0 % en 2004. C'est surtout chez les femmes, les moins de 25 ans et les

¹ Les personnes pouvant détenir plusieurs produits financiers, les totaux fournis (actions, OPCVM et valeurs mobilières) ne sont pas égaux à la somme des produits qui les composent.

² L'épargne salariale est appréhendée à partir des comptes courants bloqués, des stocks options, de la participation des salariés, des FCPE et des actions de la société dans laquelle la personne travaille ou a travaillé, que ces actions soient déposées sur un PEE, PEA ou sur un compte-titres.

35-44 ans, les employés et les retraités autres qu'aisés que le taux de détention a augmenté.

Le nombre de détenteurs d'obligations fléchit à nouveau, poursuivant la tendance observée depuis 1996 : il s'établit en 2005 à 1,1 million, contre 1,3 million en 2004.

3| L'utilisation d'internet dans la gestion de portefeuille de produits financiers

L'utilisation d'internet pour gérer les comptes bancaires et les portefeuilles de placements financiers continue de progresser.

- 19 % des Français déclarent utiliser internet pour la gestion de leur compte bancaire et de leur portefeuille (contre 13 % en 2004 et 9 % en mai 2003). Chez les détenteurs d'actions de sociétés cotées, cette proportion s'élève à 33 % (contre 24 % en 2004 et 15 % en 2003).

- Le principal motif d'utilisation reste la consultation des comptes bancaires ou comptes-titres (94 % et 96 % en 2004), devant la réalisation d'opérations (virements, passage d'ordres d'achat ou de ventes de produits financiers : 74 % et 76 % en 2004). On remarquera que les taux d'utilisation d'internet pour les transactions sont très élevés, témoignant du fait que lorsque ce vecteur est utilisé pour la gestion des comptes et des portefeuilles, les différentes fonctions à disposition des utilisateurs sont très largement utilisées.

Taux de détention des principaux placements par catégories socioprofessionnelles en 2005

(en %)

	Valeurs mobilières	Actions cotées	OPCVM (hors FCPE)	Contrats d'assurance-vie
Ensemble	23,9	13,7	9,9	25,1
Artisans/commerçants/chefs d'entreprise	21,7	14,9	12,1	27,3
Professions libérales/cadres	55,1	35,0	26,0	41,1
Professions intermédiaires	31,3	16,6	11,5	24,6
Employés	21,9	10,9	8,3	21,6
Ouvriers	17,0	7,7	3,4	17,6
Retraités aisés (a)	41,5	28,0	22,1	50,1
Autres retraités (b)	20,8	12,5	9,1	30,5
Inactifs	9,2	5,2	4,1	11,7

(a) Retraités des professions « artisans/commerçants/chefs d'entreprise », « professions libérales/cadres » et « professions intermédiaires »

(b) Retraités des professions « agriculteurs », « employés » et « ouvriers »

Taux de détention par catégories de produits financiers

Produits financiers détenus

(en %)

	1995	1996	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Actions cotées (a)	11,0	11,9	12,0	11,8	12,7	13,8	15,9	16,0	14,8	13,7
Actions de sociétés françaises	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	13,6	14,4	13,1
Actions de sociétés étrangères	nd	nd	nd	nd	nd	2,0	3,1	4,0	4,7	4,1
dont actions de sociétés européennes	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	3,6	4,4	3,8
actions d'autres sociétés étrangères	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,9	0,9	0,7
Obligations	6,4	6,9	5,5	5,0	4,6	3,7	3,7	3,2	2,8	2,5
OPCVM (hors FCPE)	15,6	14,4	9,3	10,7	11,6	10,5	11,2	11,8	10,4	9,9
OPCVM actions	4,1	3,4	3,1	4,0	5,8	5,4	5,7	5,4	5,5	4,5
OPCVM obligations	5,8	4,9	3,4	2,5	2,2	1,4	0,8	1,0	0,9	0,8
OPCVM monétaires	7,0	4,2	1,8	0,9	0,9	0,6	0,4	0,6	0,6	0,5
OPCVM diversifiés	1,2	1,3	1,4	1,9	3,0	2,4	2,4	2,3	2,4	1,8
OPCVM garantis assortis d'une protection	1,1	1,1	1,0	0,9	1,6	1,0	1,1	1,7	2	2,5
FCPI/FCPR	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,5	0,2	0,2	0,2
OPCVM non précisé	2,4	2,8	1,4	1,8	0,8	1,9	2,5	2,4	2,5	3,5
FCPE	nd	nd	nd	nd	3,6	3,5	3,4	3,6	7,9	6,9
Actions de son entreprise	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,9	1,9	1,4	1,2
Valeurs mobilières (b)	22,1	21,2	18,5	18,2	20,5	20,0	22,0	22,6	24,7	23,9
Contrats d'assurance-vie	14,5	20,7	24,1	21,6	24,5	23,3	25,7	26,5	24,3	25,1
Contrats d'assurance décès	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	10,1	11,0
Warrants	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,1	0,1	0,1	ns
SCPI ou « pierre-papier »	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,9	0,8	0,3	0,2
Comptes ou livrets d'épargne	nd	75,6	76,0	76,5	77,6	79,9	74,9	77,3	77,1	82,0

nd : non disponible

ns : non significatif

Note de lecture : Les taux de détention sont calculés en pourcentage de l'ensemble de la population des Français âgés de 15 ans et plus.

(a) Les personnes pouvant détenir plusieurs produits financiers, les totaux fournis (actions, OPCVM et valeurs mobilières) ne sont pas égaux à la somme des produits qui les composent.

(b) Valeurs mobilières : actions cotées, titres d'OPCVM, obligations, FCPE, trackers

Taux de détention des principaux placements par âge en 2005

(en %)

	Valeurs mobilières	Actions cotées	OPCVM (hors FCPE)	Contrats d'assurance-vie
Ensemble	23,9	13,7	9,9	25,1
Moins de 25 ans	6,2	2,7	1,9	5,5
25 à 34 ans	24,6	12,4	7,8	17,8
35-44 ans	25,9	13,9	10,6	25,1
45-54 ans	26,4	15,6	9,7	27,7
55-64 ans	30,1	18,6	14,3	33,5
65-74 ans	26,9	17,8	13,7	37,8
75 ans et plus	32,6	20,0	16,4	42,2

Estimations du nombre de détenteurs des principaux produits financiers

(en millions d'individus)

	1995	1996	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ensemble des Français âgés de 15 ans et plus	43,3	43,4	43,6	44	44,2	44,7	44,8	45,0	45,3	45,7
Actions cotées (a)	4,8	5,2	5,2	5,2	5,6	6,1	7,1	7,2	6,7	6,3
Actions de sociétés françaises	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	6,1	6,5	6
Actions de sociétés étrangères	nd	nd	nd	nd	nd	0,9	1,4	1,8	2,1	1,9
dont actions de sociétés européennes	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	1,6	2	1,7
actions d'autres sociétés étrangères	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,4	0,4	0,3
Obligations	2,8	3,0	2,4	2,2	2,0	1,7	1,7	1,4	1,3	1,1
OPCVM (hors FCPE)	6,7	6,2	4,0	4,7	5,1	4,7	5,0	5,3	4,7	4,5
OPCVM actions	1,8	1,5	1,3	1,8	2,5	2,4	2,6	2,4	2,5	2,1
OPCVM obligations	2,5	2,1	1,5	1,1	1,0	0,6	0,4	0,5	0,4	0,3
OPCVM monétaires	3,0	1,8	0,7	0,4	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2
OPCVM diversifiés	0,5	0,6	0,6	0,8	1,3	1,0	1,1	1,0	1,1	0,8
OPCVM garantis assortis d'une protection	0,5	0,5	0,4	0,4	0,7	0,5	0,5	0,8	0,9	1,1
FCPI/FCPR	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,2	0,09	0,09	0,09
OPCVM non précisé	1,0	1,2	0,6	0,8	0,4	0,8	1,1	1,1	1,1	1,6
FCPE	nd	nd	nd	nd	1,5	1,5	1,5	1,6	3,6	3,1
Actions de son entreprise	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,4	0,8	0,6	0,5
Valeurs mobilières (b)	9,6	9,2	8,0	8,0	9,0	8,9	9,8	10,2	11,2	10,9
Contrats d'assurance-vie	6,3	9,0	10,4	9,5	10,8	10,4	11,5	11,9	11	11,5
Contrats d'assurance décès	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	4,6	5,0
Warrants	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,04	0,04	0,05	ns
SCPI ou « pierre-papier »	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,4	0,4	0,1	0,09
Comptes ou livrets d'épargne	nd	32,8	33,1	33,6	34,3	35,7	33,5	34,8	34,9	37,5

nd : non disponible

ns : non significatif

(a) Les personnes pouvant détenir plusieurs produits financiers, les totaux fournis (actions, OPCVM et valeurs mobilières) ne sont pas égaux à la somme des produits qui les composent.

(b) Valeurs mobilières : actions cotées, titres d'OPCVM, obligations, FCPE, trackers

Situation économique générale

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

Monnaie, placements et financements

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

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

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

Autres statistiques

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

Notice méthodologique

S43

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

S51

Séries chronologiques

S52

Les données publiées sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 21 novembre.

(données cvs)

	2005						
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	11	11	5	-7	9	24	-11
Biens intermédiaires	8	8	8	-11	6	23	-13
Biens d'équipement	24	17	1	9	15	22	-3
Industrie automobile	32	15	5	-33	6	44	-40
Biens de consommation	3	26	1	-2	9	21	-10
Industries agricoles et alimentaires	1	20	1	0	9	17	-12
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	10	7	5	-17	0	16	17
Biens intermédiaires	9	3	3	-17	0	17	14
Biens d'équipement	17	8	13	-14	2	17	16
Industrie automobile	8	11	-14	-41	-12	16	18
Biens de consommation	12	12	6	-16	2	19	24
Industries agricoles et alimentaires	15	10	8	-5	3	11	14
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	6	18	3	-2	12	25	-11
Étrangères	4	12	10	-3	8	19	-6
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	4	5	6	6	7	8	7
Biens intermédiaires	-6	-4	-3	-5	0	5	1
Biens d'équipement	22	22	25	28	31	34	33
Biens de consommation	13	14	12	9	9	10	12
Industries agricoles et alimentaires	-8	0	-2	4	0	-4	-7
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	7	6	7	6	5	4	5
Biens intermédiaires	9	7	10	12	7	2	5
Biens d'équipement	4	1	5	3	4	5	9
Industrie automobile	9	17	16	9	12	14	8
Biens de consommation	4	3	2	0	1	3	2
Industries agricoles et alimentaires	5	6	5	5	5	6	6
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	83,7	83,8	83,7	82,4	82,9	83,5	83,2
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-4	-4	-3	-3	-1	1	-4
Au cours des prochains mois	-8	-8	-9	-9	-7	-6	-5
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	100	102	101	96	99	101	102

(a) Données exprimées en solde des opinions

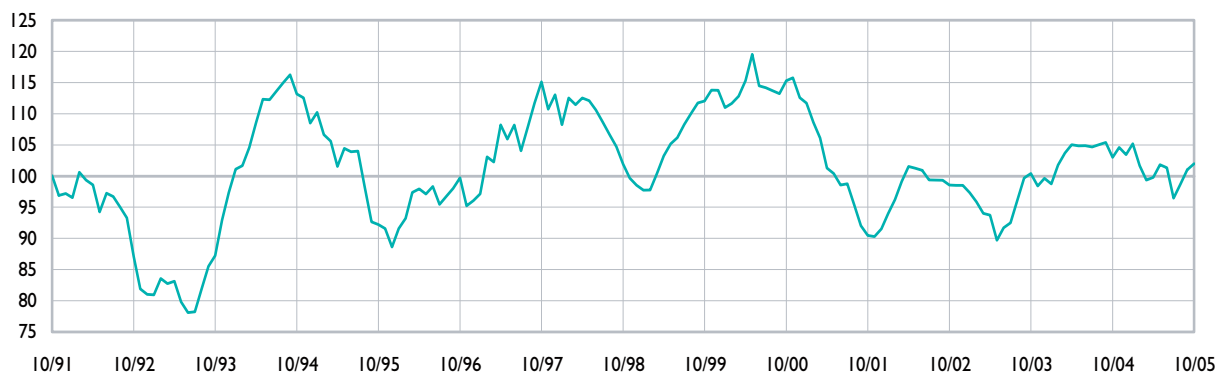
(b) Données exprimées en pourcentage

(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en composantes principales à partir des données de l'enquête lissées sur trois mois. Par construction, sa moyenne est égale à 100.

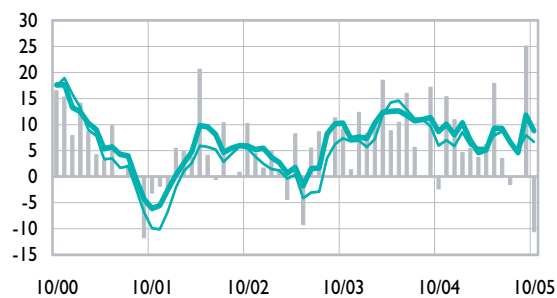
Source : Banque de France

Réalisé le 17 novembre 2005

(niveau 100 = moyenne de longue période)

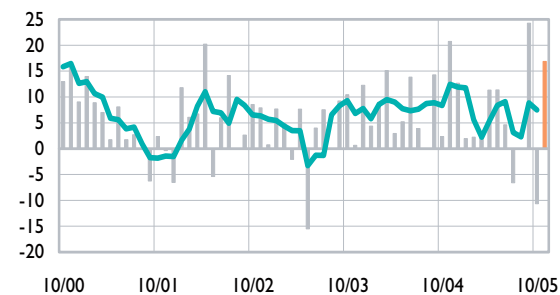


(variation mensuelle)



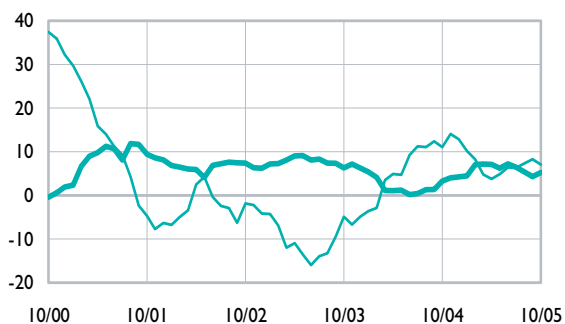
— commandes globales
— commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
— commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

(variation mensuelle)



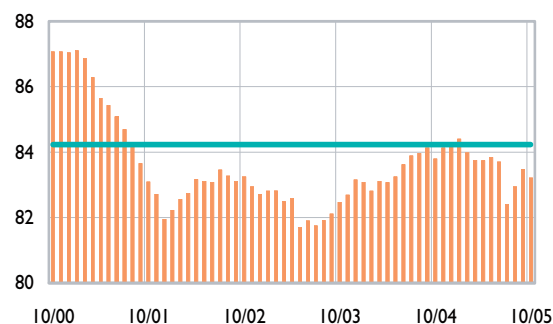
— production passée
— production prévue
— production passée (moyenne mobile sur 3 mois)

(par rapport à un niveau jugé normal)



— stocks
— carnets

(en pourcentage)



— TUC
— moyenne 1981-2004

(glissement annuel)

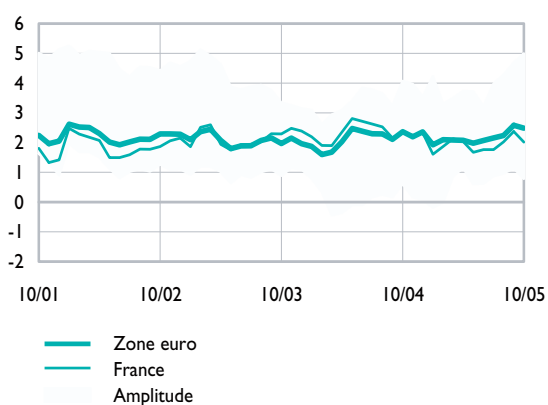
	2005								
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
France	1,9	2,1	2,0	1,7	1,8	1,8	2,0	2,4	2,0
Allemagne	1,8	1,7	1,4	1,6	1,8	1,9	1,9	2,6	2,4
Italie	2,0	2,1	2,2	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,6
Zone euro	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5
Royaume-Uni	1,6	1,9	1,9	1,9	2,0	2,3	2,4	2,5	2,3
Union européenne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

(moyenne annuelle)

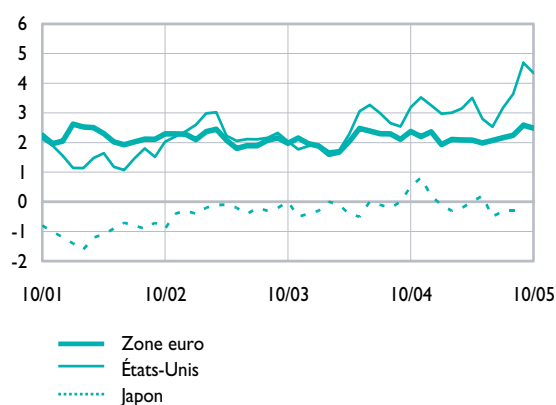
(variation mensuelle CVS)

	2002	2003	2004	2005					
				mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
France	1,9	2,2	2,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,0
Allemagne	1,3	1,0	1,8	0,4	0,2	0,2	0,2	0,6	0,1
Italie	2,6	2,8	2,3	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,5
Zone euro	2,3	2,1	2,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2
Royaume-Uni	1,3	1,4	1,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1
Union européenne	2,1	1,9	2,1	ND	ND	ND	ND	ND	ND
États-Unis	1,6	2,3	2,7	-0,1	0,0	0,5	0,5	1,2	0,2
Japon	-0,9	-0,3	0,0	0,1	-0,5	0,2	-0,1	0,2	ND

(glissement annuel en pourcentage)



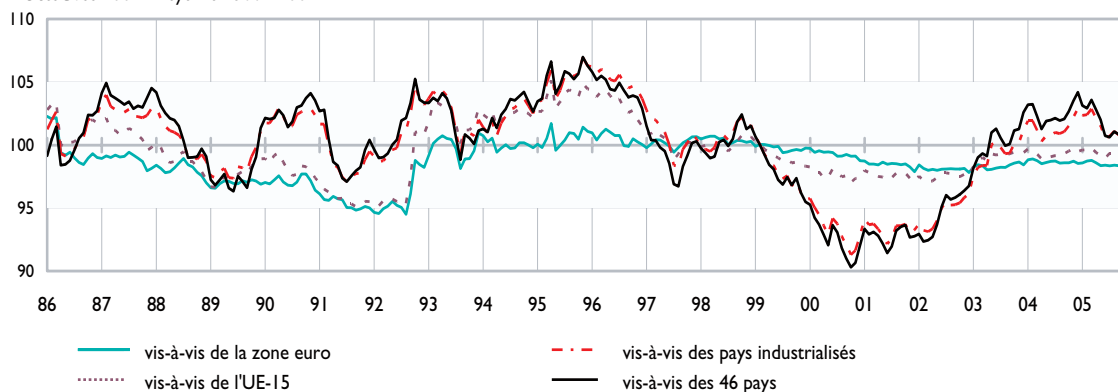
(glissement annuel en pourcentage)



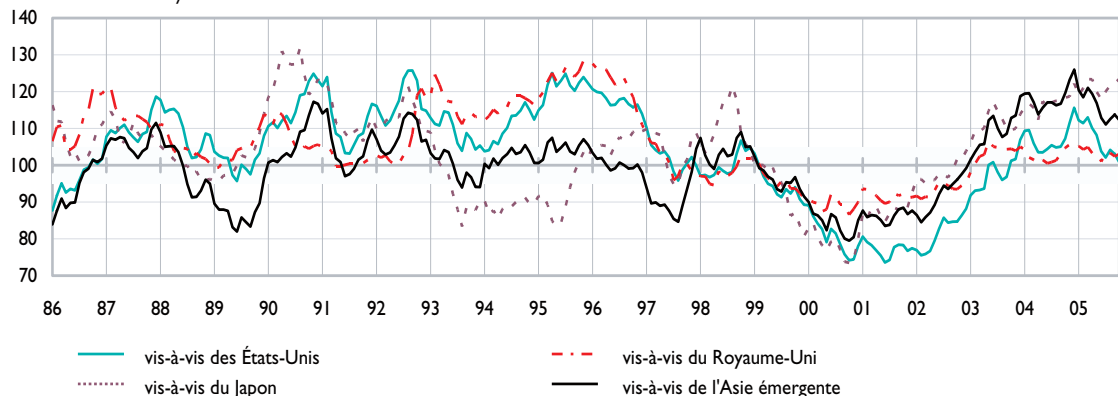
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

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

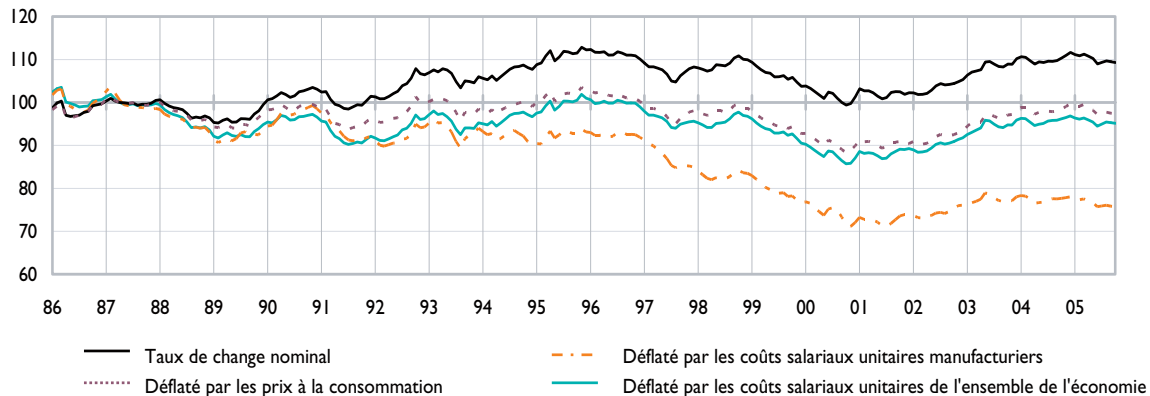
Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indices base 100 = 1987



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

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

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

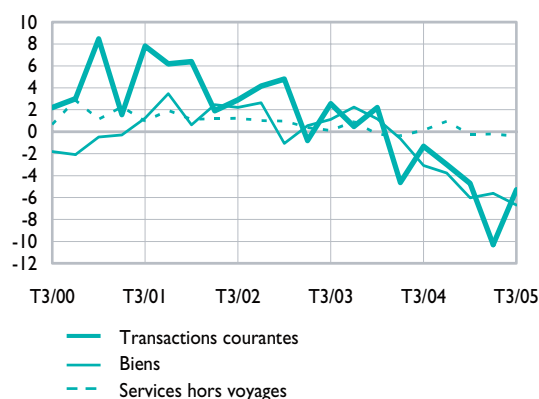
Calculs : Banque de France

Réalisé le 17 novembre 2005

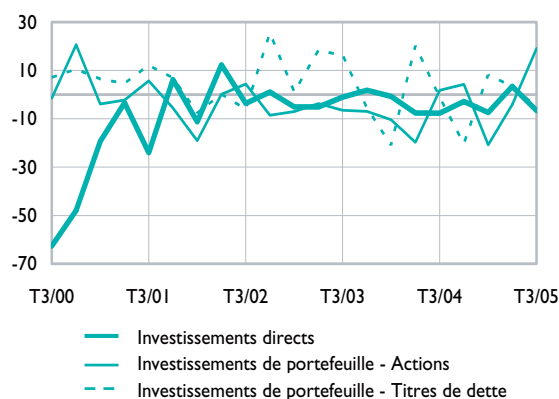
(données brutes en millions d'euros)

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

(données brutes en milliards d'euros)



(données brutes en milliards d'euros)



(a) chiffres définitifs
(b) chiffres semi-définitifs
(c) chiffres provisoires

(données brutes en millions d'euros)

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

(a) chiffres définitifs

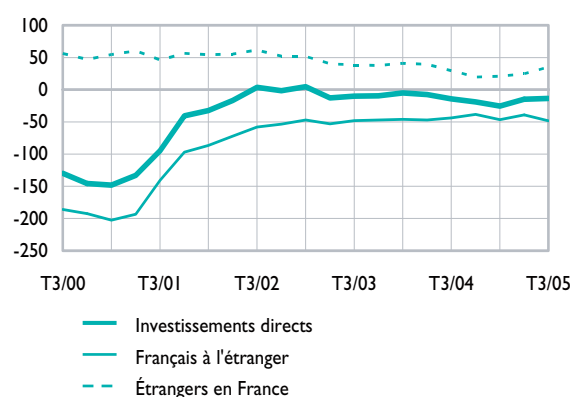
(b) chiffres semi-définitifs

(c) chiffres provisoires

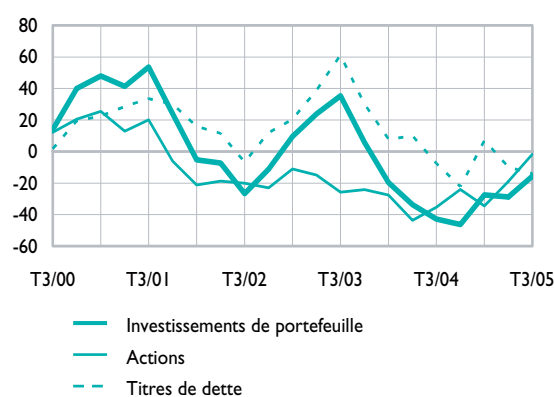
(données brutes en millions d'euros)

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

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) chiffres définitifs
(b) chiffres semi-définitifs
(c) chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 2005

(données brutes en millions d'euros)

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

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

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

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

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005			Cumul 12 mois	
					2004	2005
	sept. (a)	juil. (b)	août (b)	sept. (b)	sept. (a)	sept. (b)
Compte de transactions courantes	853	-2 758	-2 014	-527	-3 300	-23 278
Biens	-1 247	-1 682	-3 707	-1 306	-298	-22 119
Services hors voyages	110	-316	197	-278	437	85
Voyages	999	1 373	336	905	9 948	9 018
Revenus	2 892	-55	3 058	2 489	4 979	9 410
Transferts courants	-1 901	-2 078	-1 898	-2 337	-18 366	-19 672
Compte de capital	422	63	53	144	1 644	1 184
Compte financier	-137	4 336	-29 773	34 526	4 158	11 929
Investissements directs	-955	-434	-4 382	-1 823	-14 342	-13 489
Français à l'étranger	-3 982	-3 284	-7 420	-5 300	-43 732	-48 338
Capital social	-123	-404	-6 980	-567	-23 256	-18 457
Bénéfices réinvestis	-322	-404	-404	-404	-3 339	-4 602
Autres opérations	-3 537	-2 476	-36	-4 329	-17 137	-25 279
Étrangers en France	3 027	2 850	3 038	3 477	29 390	34 849
Capital social	1 295	1 072	327	704	11 969	11 098
Bénéfices réinvestis	89	153	153	153	321	1 644
Autres opérations	1 643	1 625	2 558	2 620	17 100	22 107
Investissements de portefeuille	26 160	-8 045	2 640	19 276	-42 885	-15 585
Avoirs	20 036	-22 051	-7 261	950	-178 288	-174 773
Actions	10 323	-11 461	11 293	198	-49 986	-39 467
Obligations	-2 950	-10 178	-4 832	-5 255	-123 623	-122 156
Instruments du marché monétaire	12 663	-412	-13 722	6 007	-4 679	-13 150
Engagements	6 124	14 006	9 901	18 326	135 403	159 188
Actions	1 645	10 887	3 622	4 528	14 665	37 821
Obligations	8 948	402	3 694	9 421	84 701	103 488
Instruments du marché monétaire	-4 469	2 717	2 585	4 377	36 037	17 879
Produits financiers dérivés	1 636	244	-131	-56	2 738	5 330
Autres investissements	-26 781	11 112	-27 178	16 059	61 138	32 860
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-17 388	4 499	-18 661	17 278	44 978	18 708
Avoirs de réserve	-197	1 459	-722	1 070	-2 491	2 813
Erreurs et omissions nettes	-1 138	-1 641	31 734	-34 143	-2 502	10 165

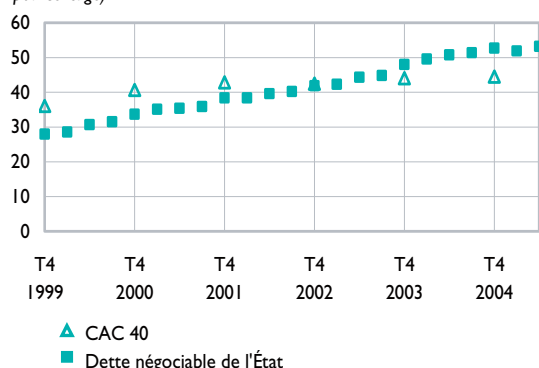
(a) chiffres semi-définitifs

(b) chiffres provisoires

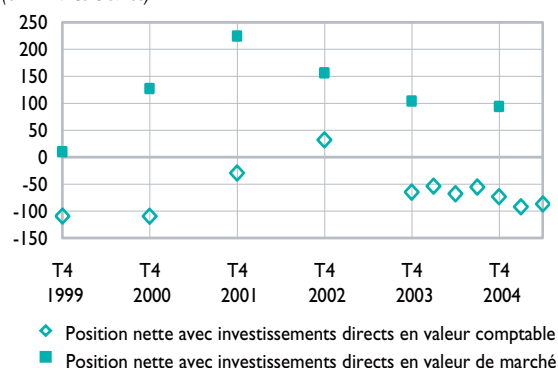
(en milliards d'euros)

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

(en pourcentage)



(en milliards d'euros)



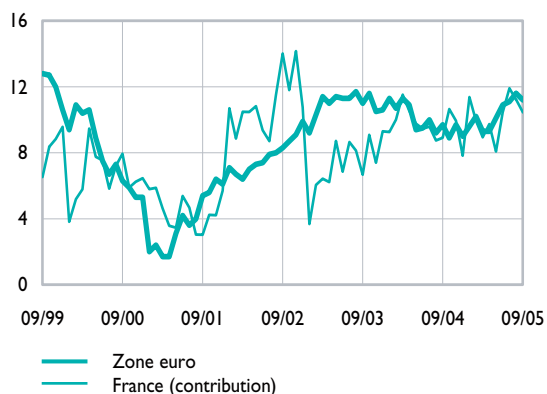
Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 2005

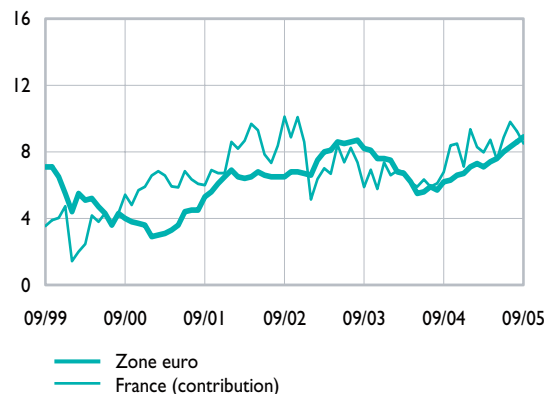
(taux de croissance annuel en pourcentage données corrigées des effets saisonniers de calendrier)

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

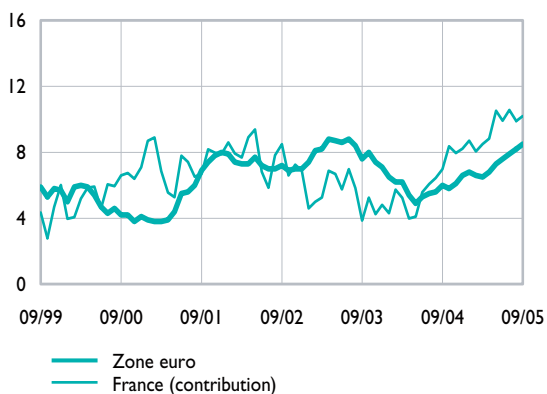
(taux de croissance annuel en pourcentage)



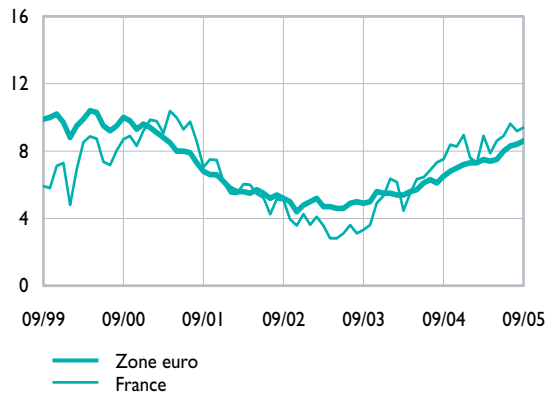
(taux de croissance annuel en pourcentage)



(taux de croissance annuel en pourcentage)



(taux de croissance annuel en pourcentage)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 novembre 2005

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Actif								
Territoire national	19,7	16,4	23,3	22,3	31,4	36,9	34,8	29,8
Crédits	17,0	11,5	17,7	16,9	24,9	30,3	27,7	22,3
IFM	16,1	11,1	17,3	16,5	24,5	30,0	27,4	21,9
Administration centrale	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	2,7	4,9	5,5	5,4	6,5	6,5	7,1	7,5
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	2,7	4,9	5,5	5,4	6,5	6,5	7,1	7,5
Secteur privé	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Actions et autres participations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres États de la zone euro	33,8	32,5	23,9	20,4	17,9	20,4	20,4	19,9
Reste du monde	21,0	18,3	20,5	20,3	20,8	20,2	20,8	21,1
Avoirs en or	31,8	32,1	30,9	32,3	33,7	32,9	32,8	36,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	48,2	59,6	76,3	70,6	85,5	85,8	86,5	86,7
Total	154,6	158,9	174,8	165,9	189,2	196,2	195,2	194,0
Passif								
Dépôts - Territoire national	36,2	28,8	29,3	28,4	32,8	37,9	36,0	30,1
IFM	34,6	27,8	28,7	28,0	31,9	37,1	35,2	29,3
Administration centrale	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,4	0,3	0,9	0,8	0,8	0,8
Dépôts - Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts - reste du monde	1,8	3,8	7,3	3,7	7,1	6,8	8,1	7,5
Non ventilés par zone géographique	116,6	126,3	138,2	133,8	149,3	151,4	151,1	156,4
Billets et pièces en circulation (b)	74,2	85,0	97,8	90,9	102,3	104,2	102,9	104,1
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	38,4	35,5	32,9	36,1	39,0	39,0	39,0	41,9
Autres	4,0	5,8	7,4	6,9	8,0	8,3	9,2	10,5
Total	154,6	158,9	174,8	165,9	189,2	196,2	195,2	194,0

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

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

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

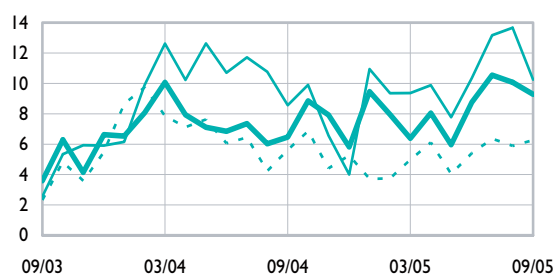
	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Actif								
Territoire national	2 875,2	2 999,4	3 200,9	3 138,4	3 302,2	3 338,0	3 311,7	3 324,6
Crédits	2 209,0	2 265,7	2 416,4	2 352,6	2 491,5	2 520,1	2 489,6	2 517,2
IFM	951,7	947,8	1 013,1	977,7	1 034,4	1 053,3	1 028,2	1 038,4
APU	126,8	142,0	139,5	141,8	135,1	130,8	133,9	140,4
Secteur privé	1 130,5	1 175,9	1 263,8	1 233,1	1 322,0	1 335,9	1 327,5	1 338,4
Titres autres que des actions	416,4	431,2	460,8	450,1	473,9	476,2	472,8	460,4
IFM ≤ 2 ans	116,2	129,8	162,6	140,1	149,6	159,5	157,5	152,1
IFM > 2 ans	52,1	49,8	53,3	50,2	57,3	56,4	54,3	56,3
APU	152,4	157,5	155,8	164,8	172,6	165,5	166,2	160,9
Secteur privé	95,7	94,2	89,2	95,1	94,4	94,8	94,7	91,1
Titres d'OPCVM monétaires	58,4	63,7	67,8	72,9	69,8	69,4	75,3	75,9
Actions et autres participations	191,4	238,8	255,9	262,7	267,1	272,3	274,0	271,2
Autres États de la zone euro	408,6	465,9	553,9	518,5	613,0	634,4	638,0	618,8
Reste du monde	513,3	502,8	608,3	585,9	726,4	730,7	741,3	736,7
Non ventilés par zones géographiques	364,6	379,1	417,0	444,6	507,9	515,5	523,1	546,9
Total	4 161,7	4 347,1	4 780,2	4 687,4	5 149,5	5 218,6	5 214,1	5 227,0
Passif								
Dépôts - Territoire national	1 920,9	2 047,7	2 180,2	2 103,6	2 234,4	2 256,5	2 228,9	2 228,9
IFM	927,0	933,2	1 006,6	967,9	1 033,9	1 052,2	1 046,4	1 035,7
Administration centrale	11,7	39,0	43,9	38,9	40,6	28,4	16,9	32,8
Autres secteurs	982,2	1 075,5	1 129,6	1 096,9	1 159,9	1 176,0	1 165,6	1 160,4
Dépôts à vue	290,9	344,1	357,1	342,9	372,1	382,0	368,2	371,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	60,4	49,6	45,5	47,0	48,5	51,4	53,0	51,9
Dépôts à terme > 2 ans	283,3	299,3	306,4	297,3	304,0	303,4	304,3	305,2
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	319,9	351,8	377,5	367,0	386,2	388,3	390,3	388,5
Pensions	27,7	30,7	43,2	42,6	49,1	50,9	49,9	43,7
Dépôts - Autres États de la zone euro	195,4	201,8	238,6	226,4	258,8	254,7	258,1	246,1
IFM	170,8	173,6	201,5	192,4	216,2	212,6	214,4	205,8
Autres secteurs	24,5	28,2	37,1	34,0	42,6	42,0	43,7	40,2
Dépôts - reste du monde	437,3	429,9	511,7	490,0	617,0	640,0	617,8	638,8
Non ventilés par zones géographiques	1 608,1	1 667,8	1 849,6	1 867,3	2 039,4	2 067,5	2 109,3	2 113,3
Titres de créance émis ≤ 2 ans	206,5	218,3	259,4	239,0	271,1	282,4	281,9	278,1
Titres de créance émis > 2 ans	354,9	375,2	404,8	399,0	434,4	431,8	434,4	440,3
Titres d'OPCVM monétaires	303,8	327,8	354,1	358,4	377,9	386,8	396,9	393,6
Capital et réserves	284,1	294,9	310,2	311,3	310,2	311,8	312,4	308,8
Autres	458,8	451,6	521,1	559,6	645,8	654,7	683,6	692,4
Total	4 161,7	4 347,1	4 780,2	4 687,4	5 149,5	5 218,6	5 214,1	5 227,0

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

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

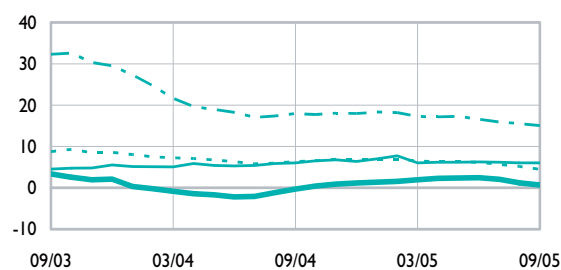
	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	359,6	361,7	384,9	360,5	389,1	401,2	391,4	392,9
Ménages et assimilés	187,1	202,4	212,9	206,5	217,1	225,2	219,4	219,5
Sociétés non financières	116,5	120,0	124,2	117,2	131,4	133,6	129,8	129,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	56,0	39,2	47,8	36,8	40,6	42,3	42,2	43,8
Autres agents	14,4	19,2	17,5	17,2	22,3	21,6	17,7	20,3
Total - Encours	374,0	380,9	402,4	377,7	411,4	422,7	409,1	413,2
Total - Taux de croissance	1,5	6,6	5,8	6,5	8,8	10,6	10,1	9,3
Comptes sur livret								
Livrets A	109,8	112,2	113,5	111,0	113,6	113,3	112,7	111,8
Livrets bleus	14,9	15,5	16,3	15,9	16,6	16,7	16,7	16,7
Comptes épargne logement	33,2	36,0	38,5	37,4	39,2	39,3	39,5	39,1
Codevi	41,1	43,2	45,7	44,4	46,8	46,9	46,9	46,5
Livrets d'épargne populaire	49,5	53,8	56,7	55,1	56,1	56,0	56,2	56,1
Livrets jeunes	5,4	5,7	6,1	6,0	6,1	6,1	6,3	6,3
Livrets soumis à l'impôt	65,9	85,3	100,7	97,3	107,9	110,0	112,1	112,0
Total - Encours	319,9	351,8	377,5	367,0	386,2	388,3	390,3	388,5
Total - Taux de croissance	8,7	10,0	7,3	6,8	7,1	6,7	6,3	5,8

(en taux de croissance annuel)



— Total
 Sociétés non financières
 - - - Ménages
 - . - CEL

(en taux de croissance annuel)

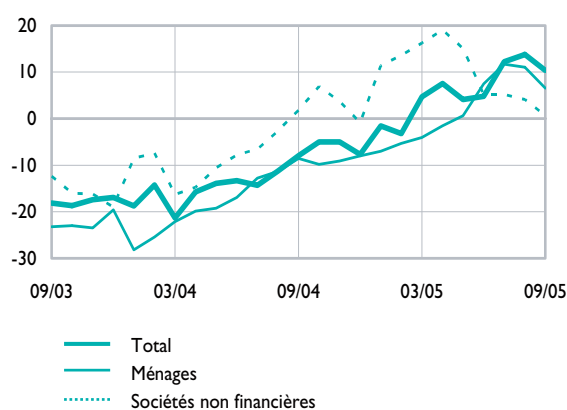


— Livrets A
 Livrets jeunes
 - . - CEL
 - - - Livrets soumis à l'impôt

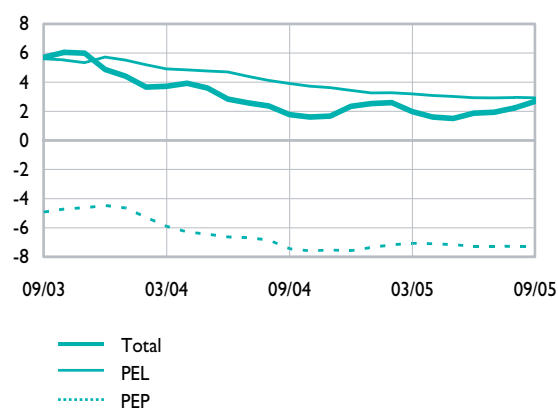
(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	55,1	44,1	41,7	45,1	44,7	46,3	46,8	46,3
Ménages et assimilés	25,5	20,4	18,6	19,6	20,3	21,6	21,7	20,9
Sociétés non financières	29,2	23,3	22,8	25,2	24,3	24,5	25,0	25,3
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2
Autres agents	6,5	5,5	3,8	1,9	3,7	5,1	6,2	5,6
Total - Encours	60,4	49,6	45,5	47,0	48,5	51,4	53,0	51,9
Total - Taux de croissance	-4,2	-16,9	-7,7	-8,0	4,8	12,2	13,8	10,3
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	276,5	289,0	295,8	287,1	293,5	293,0	292,7	292,6
Ménages et assimilés	273,9	279,1	282,6	275,9	281,0	280,4	280,2	279,9
PEL	205,0	216,7	224,2	216,9	223,2	223,0	223,3	223,2
PEP	48,1	46,0	42,5	42,4	40,1	39,8	39,6	39,3
Autres	20,8	16,4	15,9	16,6	17,7	17,6	17,3	17,4
Sociétés non financières	2,4	9,9	13,1	11,1	12,5	12,6	12,5	12,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres agents	6,9	10,3	10,6	10,3	10,5	10,4	11,6	12,7
Total - Encours	283,3	299,3	306,4	297,3	304,0	303,4	304,3	305,2
Total - Taux de croissance	2,1	4,9	2,3	1,8	1,9	1,9	2,2	2,7

(taux de croissance annuel en pourcentage)



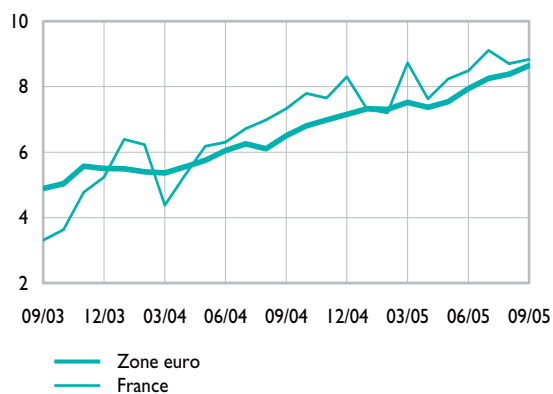
(taux de croissance annuel en pourcentage)



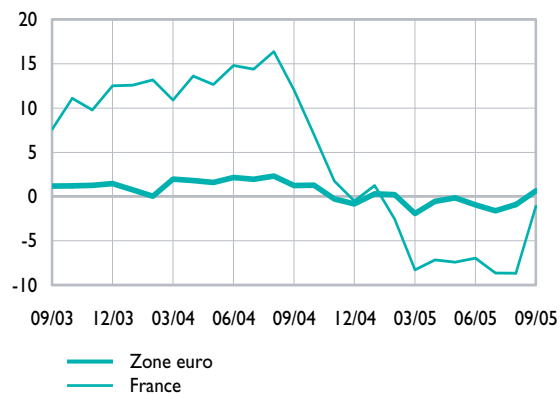
(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en pourcentage)

	2002	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	déc.	sept.	mai	juin	juil.	août	sept.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 130,8	1 176,2	1 264,0	1 233,3	1 312,1	1 322,3	1 336,2	1 327,7	1 338,6
Administrations publiques	127,4	142,2	139,7	142,0	129,3	135,2	130,9	134,0	140,5
Total - Encours	1 258,2	1 318,4	1 403,7	1 375,3	1 441,4	1 457,5	1 467,1	1 461,7	1 479,1
Secteur privé	4,0	5,2	8,3	7,3	8,2	8,5	9,1	8,7	8,8
Administrations publiques	7,0	12,5	-0,5	12,0	-7,4	-6,9	-8,6	-8,7	-1,1
Total - Taux de croissance	4,3	6,0	7,4	7,8	6,6	6,8	7,3	6,8	7,8
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	201,0	207,1	216,3	212,2	220,2	221,0	222,5	222,8	223,8
Trésorerie	162,4	136,6	144,4	141,8	148,5	148,0	152,1	147,3	146,6
Autres objets	165,6	171,2	180,9	176,7	183,5	184,5	185,5	184,4	186,1
Total - Encours	529,0	514,8	541,5	530,8	552,1	553,5	560,2	554,5	556,5
Total - Taux de croissance	2,8	-1,1	6,0	3,9	6,1	5,8	6,2	5,0	5,3
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	350,7	385,5	438,1	427,1	457,2	465,2	472,9	477,5	483,3
Trésorerie	108,2	113,7	118,7	115,8	120,2	122,0	122,1	121,6	122,1
Autres objets	82,8	81,3	82,8	83,4	84,4	84,4	84,9	84,9	84,3
Total - Encours	541,8	580,5	639,5	626,3	661,7	671,6	679,9	684,0	689,7
Total - Taux de croissance	7,1	7,8	9,6	9,4	9,9	9,9	10,0	10,2	10,4

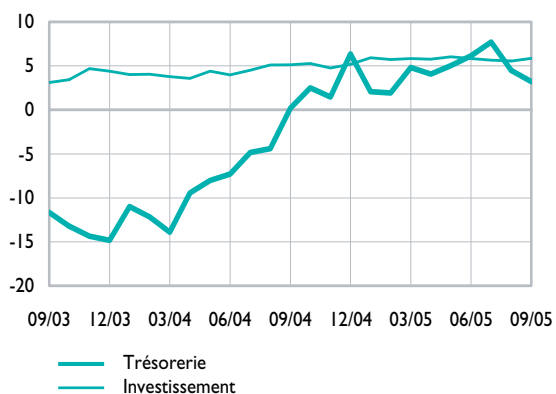
(taux de croissance annuel en pourcentage)



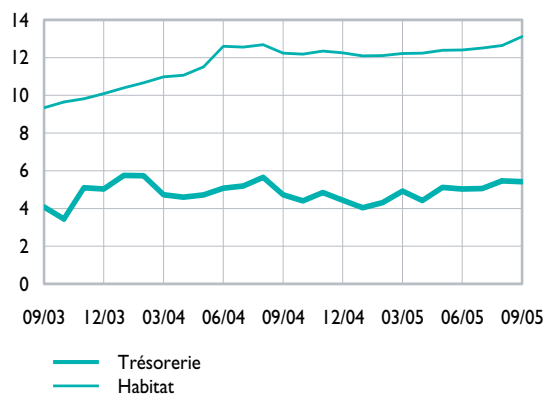
(taux de croissance annuel en pourcentage)



(taux de croissance annuel en pourcentage)



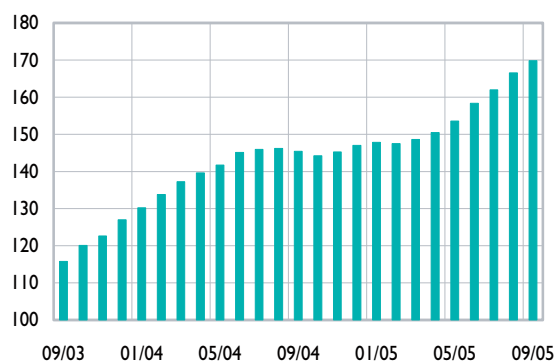
(taux de croissance annuel en pourcentage)



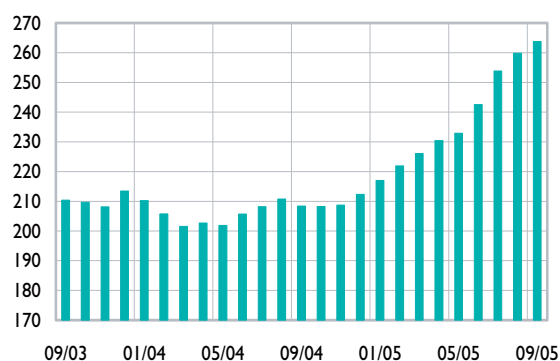
(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2004			2005		
	juil.	août	sept.	juil.	août	sept.
Ensemble des contrats nouveaux	354,1	357,0	353,8	415,8	426,3	433,6
Crédits aux ménages	145,9	146,2	145,4	162,0	166,5	169,8
Consommation (hors découvert)	46,4	46,7	46,6	49,0	49,1	49,1
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	27,4	28,4	29,4	38,6	39,9	40,6
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	72,1	71,2	69,5	74,4	77,5	80,2
Crédits aux sociétés non financières	208,2	210,7	208,4	253,9	259,8	263,8
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	160,6	163,0	159,9	197,0	201,2	203,9
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	47,6	47,8	48,5	56,9	58,5	59,8

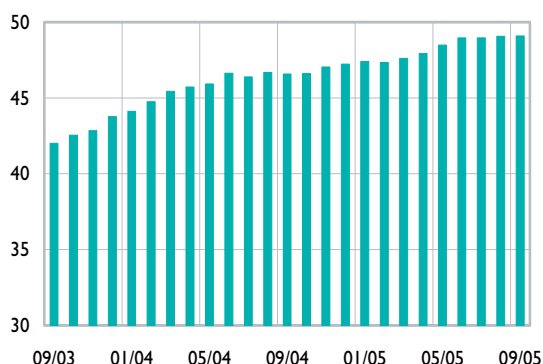
(en milliards d'euros)



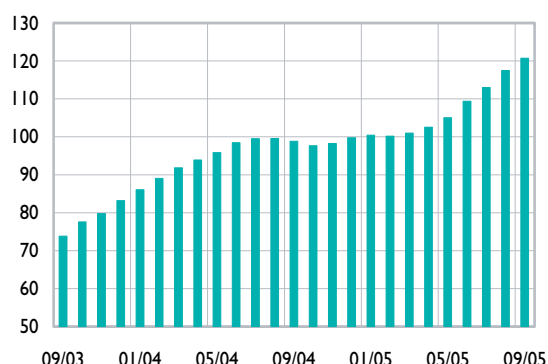
(en milliards d'euros)



(en milliards d'euros)



(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

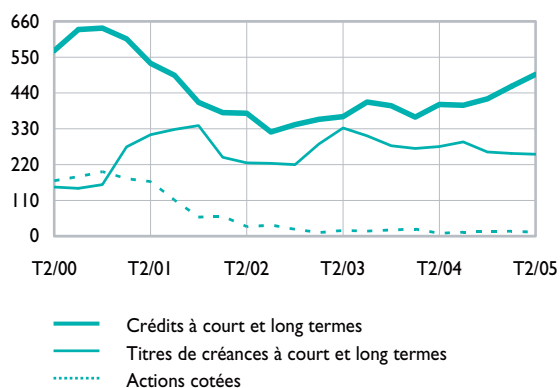
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 novembre 2005

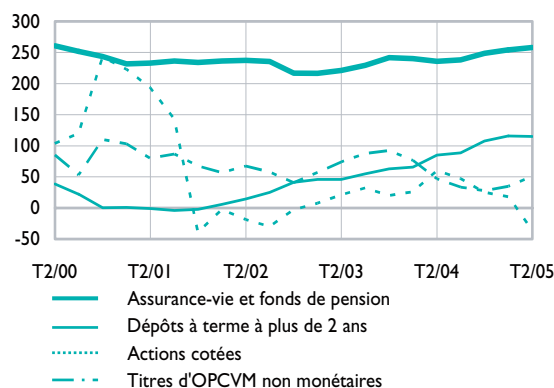
(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements							
Endettement	690,3	711,9	712,8	738,6	782,7	305,3	15 089,2
Crédits à court terme	-6,1	4,7	28,3	35,4	52,6	47,9	1 628,1
Crédits à long terme	411,1	397,6	393,6	424,6	444,3	139,2	7 586,2
Titres de créances à court terme	71,8	76,2	52,1	22,7	12,3	27,0	855,0
Titres de créances à long terme	203,5	213,6	207,0	231,6	239,5	88,6	4 805,3
Dépôts reçus par les administrations centrales	9,9	19,7	31,8	24,3	34,1	2,6	214,7
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	9,0	12,0	14,0	15,6	12,4	-1,4	3 240,5
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,7	13,8	13,4	13,1	13,4	3,4	306,0
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	60,7	60,8	61,1	57,6	58,7	22,3	430,8
Dépôts à vue	160,2	158,0	144,2	159,7	188,3	110,6	2 448,7
Dépôts remboursables avec préavis	92,2	90,6	93,2	86,5	76,8	11,0	1 471,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-26,4	-17,1	24,9	23,3	28,4	-9,6	1 553,4
Dépôts des administrations centrales	25,7	19,7	6,1	3,1	-12,3	24,1	211,5
Dépôts auprès des non IFM	8,7	20,5	32,1	25,0	35,6	2,8	231,3
Titres de créances à court terme	25,4	16,8	10,0	1,3	-10,9	5,3	167,9
Titres d'OPCVM monétaires	7,2	2,8	-2,7	-9,1	-3,5	5,2	416,2
Pensions sur titres auprès des IFM	-14,9	-7,6	3,0	-2,7	-1,7	-0,9	77,7
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	85,1	88,7	107,8	116,2	115,3	24,9	1 450,3
Placements de type obligataire	23,4	34,2	38,1	67,6	90,2	45,3	1 848,2
Placements de type actions et autres participations	60,0	47,6	25,2	18,2	-35,8	2,5	2 250,2
Assurance-vie et fonds de pension	235,8	238,1	248,8	254,3	258,3	61,6	4 373,7
Titres d'OPCVM non monétaires	47,1	33,6	28,0	35,0	50,9	18,0	1 655,5

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



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



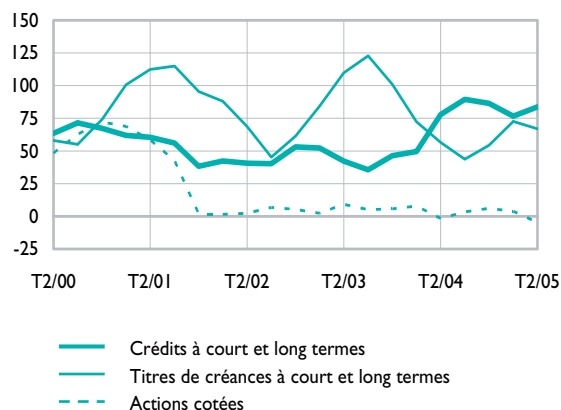
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 novembre 2005

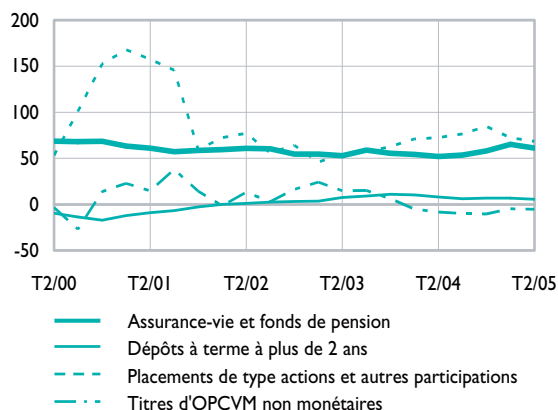
(en milliards d'euros)

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

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



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



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

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

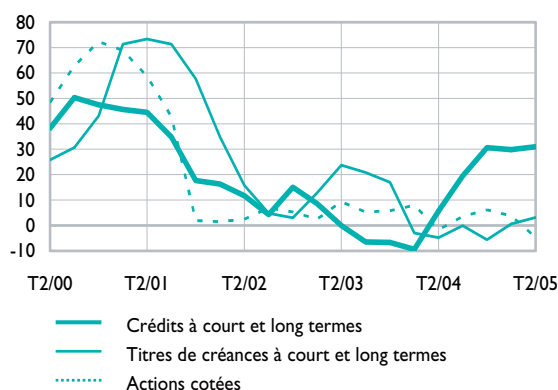
Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 2005

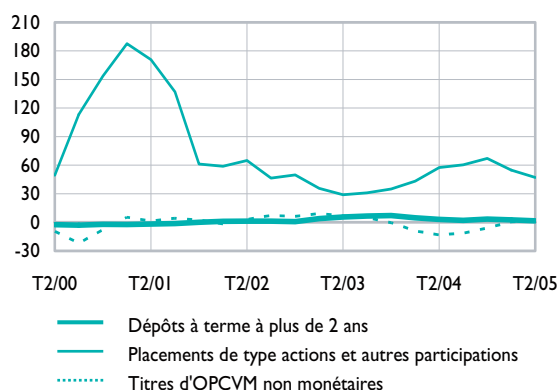
(en milliards d'euros)

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

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



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



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

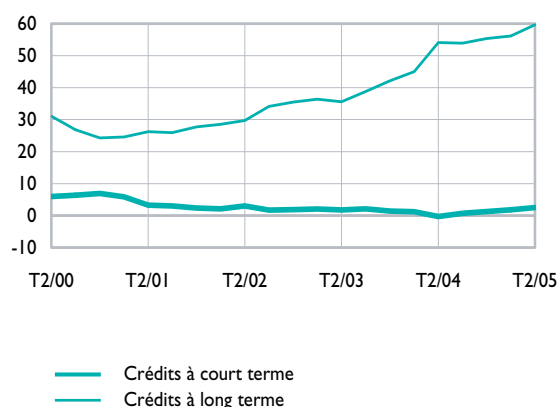
Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 2005

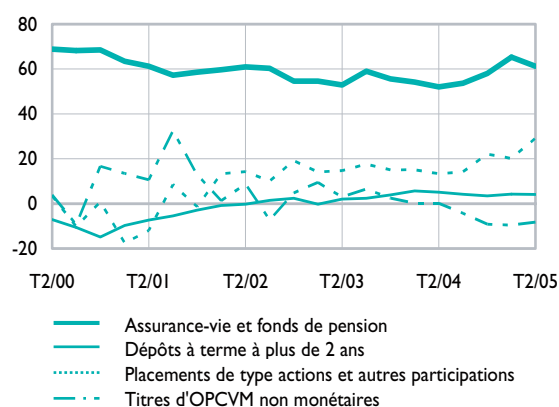
(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	53,8	54,6	56,6	58,0	62,2	20,9	685,9
Crédits à court terme	-0,3	0,7	1,3	1,8	2,5	1,6	39,2
Crédits à long terme	54,1	53,9	55,4	56,2	59,7	19,3	646,8
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	55,3	54,3	50,1	24,1	45,3	21,9	812,6
Monnaie fiduciaire	2,6	3,0	3,0	3,5	4,5	2,3	37,1
Dépôts à vue	11,6	11,0	10,6	9,9	11,1	8,3	217,1
Placements à vue	19,8	22,2	24,3	24,5	24,1	2,0	375,7
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-3,9	-1,8	-1,6	-0,8	1,4	1,2	20,3
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	26,1	22,0	15,1	-1,4	4,5	5,7	108,5
Titres de créances à court terme	0,0	-0,8	0,7	-8,9	0,0	0,2	4,7
Titres d'OPCVM monétaires	-1,1	-1,3	-2,0	-2,7	-0,2	2,2	49,0
Autres titres à court terme	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Placements à moyen et long termes	68,4	65,7	72,7	79,2	79,5	11,0	2 034,0
Dépôts à terme à plus de 2 ans	5,1	4,2	3,5	4,3	4,1	-1,5	281,0
Placements de type obligataire	-5,9	-3,5	-1,4	-3,0	-0,1	0,8	84,5
Placements de type actions et autres participations	13,4	14,2	22,1	20,2	29,2	9,6	583,1
Assurance-vie et fonds de pension	52,0	53,7	58,0	65,3	61,2	8,3	939,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	3,7	-2,8	-9,5	-7,5	-15,0	-6,1	146,5

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



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

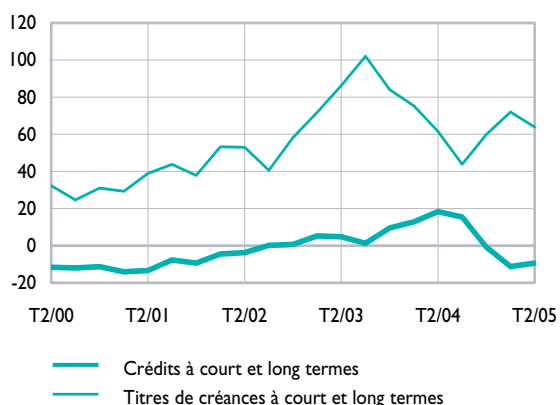


(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

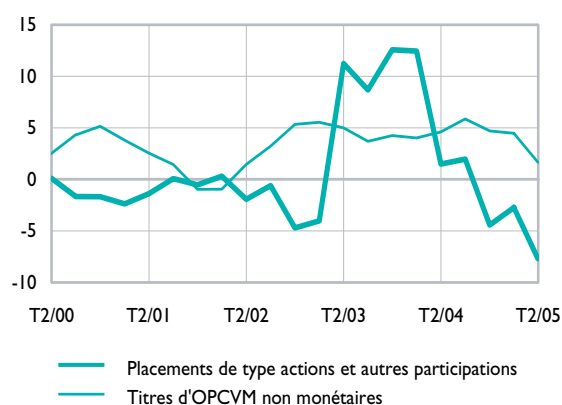
(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	79,9	59,3	59,2	60,8	54,5	22,2	1 799,2
Crédits à court terme	16,7	13,6	-2,3	-14,6	-13,7	5,6	23,8
Crédits à long terme	1,7	1,8	1,5	3,4	4,3	-0,7	113,0
Titres de créances à court terme	4,2	0,7	-7,4	-9,5	-12,1	-4,8	94,6
Titres de créances à long terme	57,3	43,2	67,4	81,4	76,0	22,1	849,2
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	-0,9	6,3	15,8	2,8	3,0	-0,3	106,4
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	-2,9	1,1	8,6	4,1	7,4	-2,8	40,6
Placements à vue	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2
Dépôts des administrations centrales	-0,3	3,6	4,5	-2,1	-6,4	2,5	40,7
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créances à court terme	0,2	0,5	0,8	0,8	0,5	-0,9	3,4
Titres d'OPCVM monétaires	1,5	0,3	1,5	0,4	1,8	0,8	17,8
Autres titres à court terme	0,9	0,8	0,6	-0,3	-0,3	0,1	3,3
Placements à moyen et long termes	3,5	5,4	-1,2	0,4	-5,3	-3,5	277,8
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Placements de type obligataire	1,0	2,0	4,6	2,4	1,0	0,1	34,0
Placements de type actions et autres participations	1,5	2,0	-4,4	-2,7	-7,7	-2,7	229,8
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,1	1,5	-1,3	0,8	1,4	-1,0	14,0

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



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



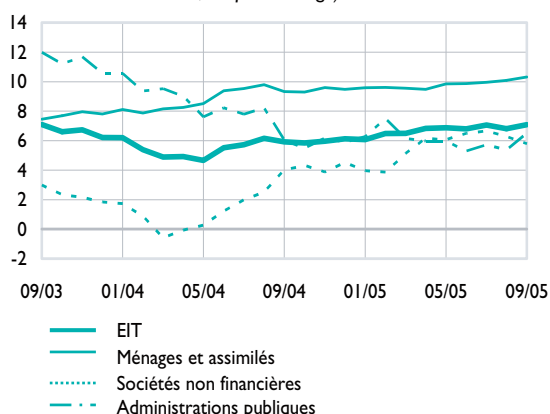
(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

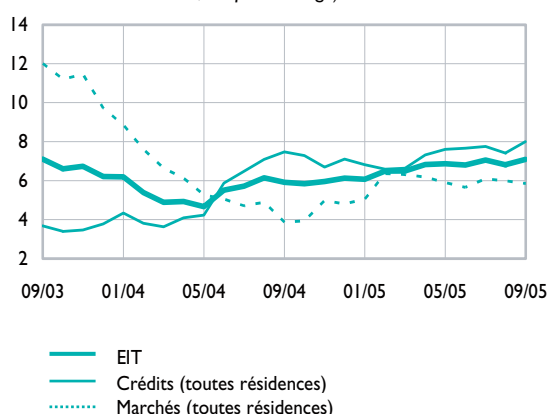
(taux de croissance en pourcentage et encours fin de période en milliards d'euros)

	Taux de croissance annuel						Encours
	2002	2003	2004	2005			2005
	déc.	déc.	déc.	juil.	août	sept.	sept.
Endettement Intérieur Total	5,2	6,2	6,1	7,1	6,8	7,1	2 998,0
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,5	10,0	10,1	10,3	703,6
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	5,0	5,4	7,5	38,5
> 1 an	7,2	8,1	9,9	10,3	10,4	10,5	665,1
Sociétés non financières	2,8	1,8	4,5	6,7	6,3	5,8	1 197,2
≤ 1 an	-3,3	-1,3	8,1	11,8	11,1	9,9	449,1
> 1 an	6,5	3,6	2,6	3,8	3,6	3,5	748,1
Administrations publiques	7,1	10,6	5,9	5,7	5,4	6,5	1 097,2
≤ 1 an	39,6	25,9	-7,6	-15,5	-16,7	-15,9	127,6
> 1 an	3,5	8,3	8,2	9,4	9,2	10,4	969,7
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	4,4	3,7	6,7	6,4	5,9	7,0	1 433,4
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,5	10,0	10,1	10,3	703,6
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	5,0	5,4	7,5	38,5
> 1 an	7,2	8,1	9,9	10,3	10,4	10,5	665,1
Sociétés non financières	2,7	-1,2	5,6	6,0	4,9	5,1	587,6
≤ 1 an	-5,0	-3,3	4,3	6,3	4,4	4,3	143,6
> 1 an	5,7	-0,5	6,1	5,9	5,1	5,4	444,0
Administrations publiques (c)	0,5	7,4	-0,6	-8,1	-8,1	-0,6	142,1
≤ 1 an	-13,1	50,4	-9,9	-36,0	-33,5	-27,6	25,0
> 1 an	3,1	0,3	1,3	1,3	-0,1	7,9	117,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	4,8	4,3	9,0	14,9	14,9	12,9	309,2
Financements de marché	6,3	9,7	4,8	6,1	6,0	5,9	1 255,4
Sociétés non financières	1,3	5,7	-1,7	0,7	1,1	0,3	309,8
≤ 1 an	-24,9	-20,2	3,9	4,6	3,4	2,9	45,2
> 1 an	7,5	10,2	-2,4	0,1	0,6	-0,1	264,6
Administrations publiques	8,5	11,3	7,2	8,0	7,8	7,8	945,6
≤ 1 an	68,2	23,3	-6,8	-10,1	-12,5	-13,2	93,1
> 1 an	3,6	9,7	9,3	10,5	10,6	10,7	852,5

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



(taux de croissance annuel, en pourcentage)



(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

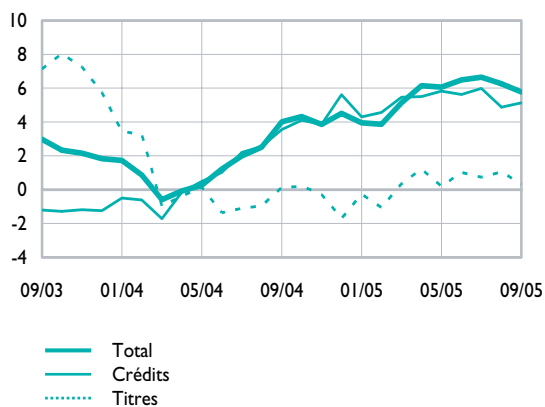
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efiposte).

(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public

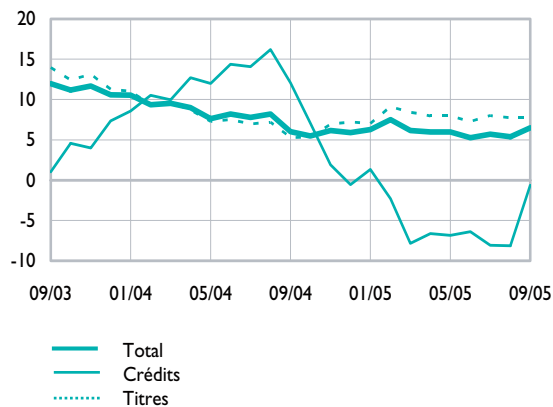
Source : Banque de France

Réalisé le 17 novembre 2005

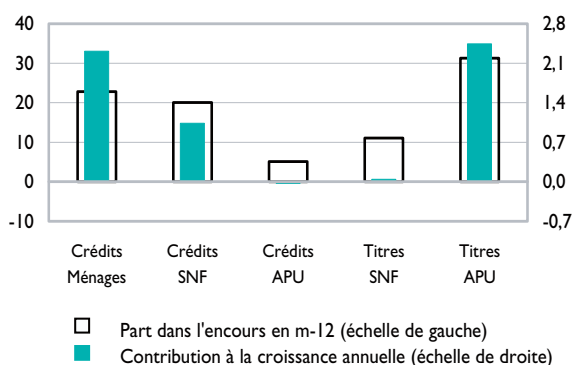
(taux de croissance annuel, en pourcentage)



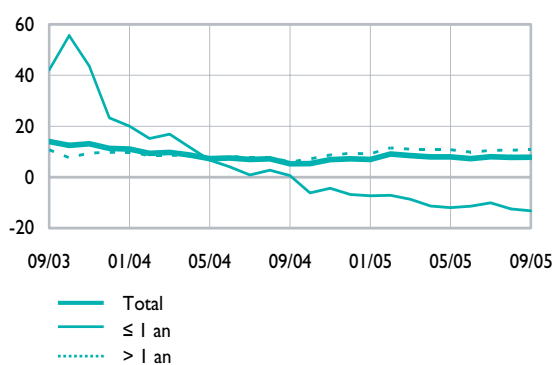
(taux de croissance annuel, en pourcentage)



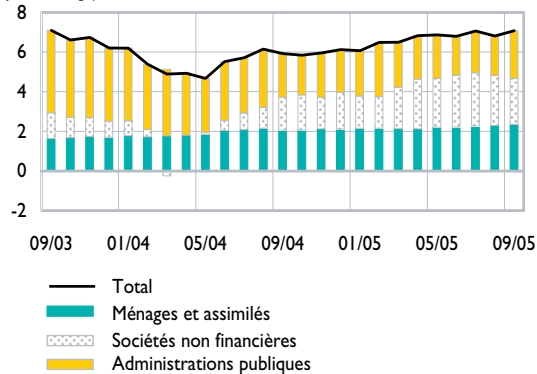
(données brutes, en pourcentage, à septembre 2005)



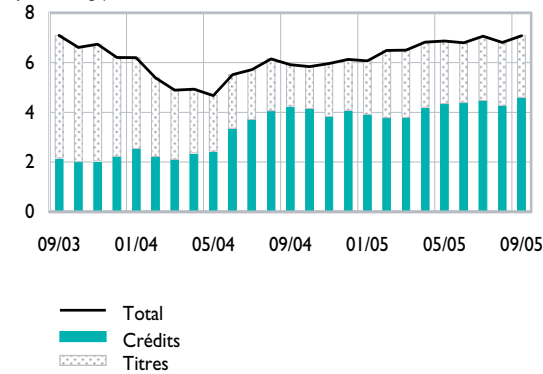
(taux de croissance annuel, en pourcentage)



(en pourcentage)



(en pourcentage)



(a) hors crédits obtenus auprès des non-résidents

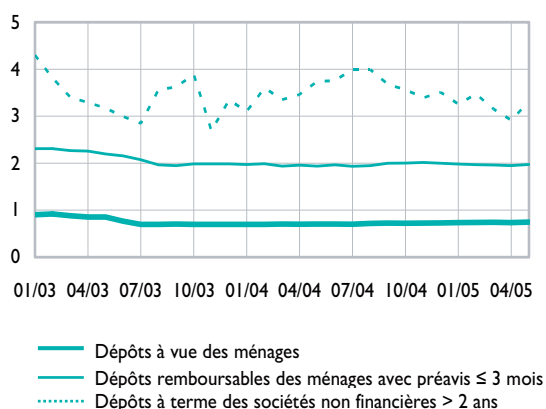
Source : Banque de France

Réalisé le 17 novembre 2005

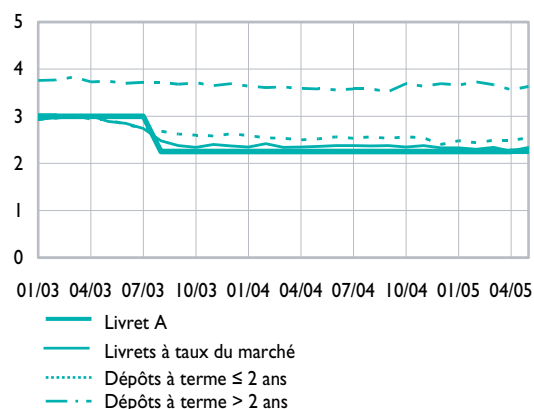
(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	sept.	mai	juin	juil.	août	sept.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,70	0,73	0,72	0,75	0,69	0,68	0,69	0,69
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,98	2,00	2,00	1,97	2,17	2,15	2,03	2,02
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,34	3,51	3,68	3,31	3,57	3,11	2,90	3,02
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00
Livrets à taux réglementés	2,56	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35	2,10	2,10
Livrets à taux de marché	2,37	2,33	2,38	2,33	2,35	2,31	2,24	2,13
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,63	2,40	2,53	2,54	2,68	2,65	2,61	2,56
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,69	3,52	3,63	3,61	3,67	3,69	3,61

(taux mensuels moyens en pourcentage)



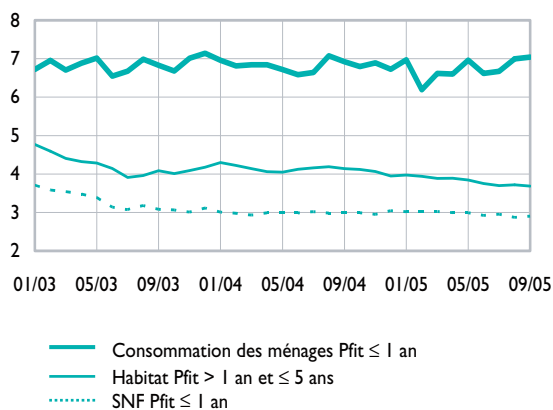
(taux mensuels moyens en pourcentage)



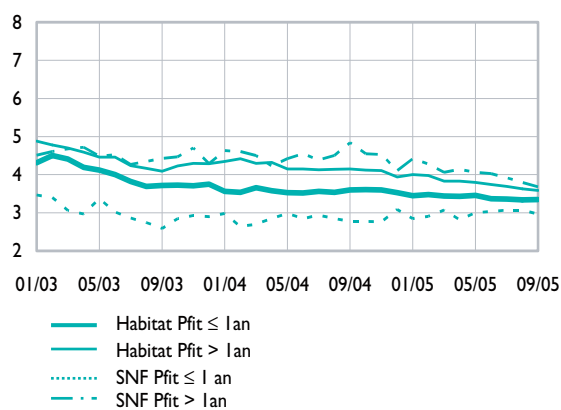
(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2004			2005								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,80	6,89	6,73	6,97	6,20	6,62	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99	7,04
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,12	4,07	3,95	3,97	3,94	3,89	3,89	3,85	3,76	3,70	3,72	3,69
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,99	2,95	3,05	3,02	3,02	3,02	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87	2,90
France												
Consommation des ménages	6,10	6,29	6,28	6,35	6,42	6,11	6,12	6,00	6,07	6,17	6,11	5,80
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,61	3,60	3,53	3,45	3,48	3,44	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34	3,35
Pfit > 1 an (a)	4,12	4,11	3,94	4,00	3,98	3,83	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63	3,59
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,78	2,76	3,09	2,85	2,91	3,07	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07	2,97
Pfit > 1 an (a)	4,55	4,53	4,10	4,42	4,28	4,06	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80	3,68

(en points de pourcentage)



(en points de pourcentage)



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an.

(en pourcentage)

	2004		2005		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,16	12,25	12,40	12,58	13,08
Prêts personnels > 1 524 €	6,84	6,64	6,65	6,22	6,25
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,92	4,97	4,72	4,52	4,40
Prêts à taux variable	4,39	4,38	4,27	4,15	4,11

Seuils applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2004	2005			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,21	16,33	16,53	16,77	17,44
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	9,12	8,85	8,87	8,29	8,33
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,56	6,63	6,29	6,03	5,87
Prêts à taux variable	5,85	5,84	5,69	5,53	5,48

	2004		2005		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,72	4,51	4,66	4,72	4,72
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,41	5,19	5,31	5,33	5,44
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,45	5,26	5,09	5,43	5,48
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,38	4,43	4,57	4,49	4,26
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,74	3,68	3,59	3,91	3,44
> 1 524 490 €	2,64	2,90	2,69	4,13	2,72
Découvert					
≤ 15 245 €	8,57	9,13	9,21	9,24	8,68
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,13	7,43	7,61	7,43	7,26
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,83	6,38	6,23	6,60	5,47
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,23	4,82	5,16	5,01	4,38
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	3,99	3,15	3,94	3,47
> 1 524 490 €	3,18	3,74	2,85	4,08	3,69
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,56	4,73	4,53	4,26	4,31
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,74	4,80	4,54	4,45	4,79
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,55	4,54	4,41	4,15	4,37
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,97	3,92	3,79	3,74	4,05
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,32	3,10	3,11	3,18	3,19
> 1 524 490 €	3,10	2,88	2,94	3,01	2,98
Crédits à moyen et long terme					
≤ 15 245 €	4,30	4,27	4,14	3,99	3,83
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,20	4,21	4,04	3,89	3,71
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,15	4,15	4,00	3,80	3,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,05	4,06	3,92	3,78	3,61
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,79	3,82	3,72	3,58	3,47
> 1 524 490 €	3,42	3,43	3,36	3,29	3,02

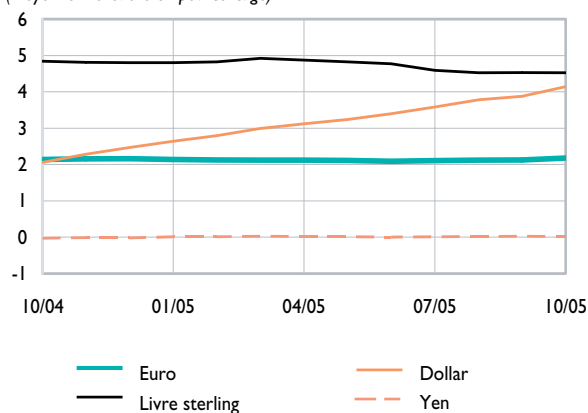
Source : Banque de France

Réalisé le 17 novembre 2005

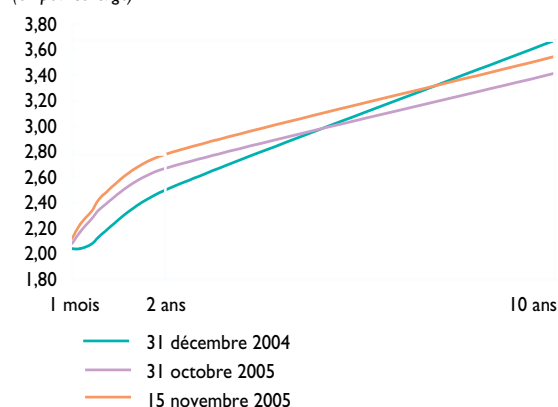
(en pourcentage)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 16/11/05
	2005										
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											2,00
Au jour le jour	2,06	2,05	2,05	2,07	2,06	2,06	2,05	2,06	2,09	2,06	
À 3 mois	2,13	2,13	2,12	2,12	2,11	2,09	2,11	2,12	2,13	2,18	
À 1an	2,31	2,30	2,32	2,24	2,18	2,08	2,14	2,20	2,20	2,40	
Livre sterling											4,50
Au jour le jour	4,73	4,81	4,76	4,84	4,72	4,80	4,75	4,56	4,55	4,43	
À 3 mois	4,81	4,82	4,92	4,87	4,83	4,77	4,60	4,53	4,53	4,53	
À 1an	4,84	4,98	5,12	4,97	4,80	4,64	4,42	4,49	4,47	4,51	
Dollar											4,00
Au jour le jour	2,27	2,50	2,61	2,77	3,00	3,04	3,25	3,45	3,64	3,79	
À 3 mois	2,64	2,80	2,99	3,12	3,24	3,40	3,58	3,78	3,88	4,14	
À 1an	3,23	3,35	3,65	3,69	3,72	3,78	4,02	4,24	4,18	4,55	
Yen											0,10
Au jour le jour (b)	ND	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
À 3 mois	0,01	0,01	0,03	0,02	0,02	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	
À 1an	0,03	0,05	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,08	0,09	0,12	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,58	3,60	3,75	3,54	3,38	3,20	3,27	3,30	3,13	3,29	
Allemagne	3,58	3,57	3,72	3,50	3,34	3,19	3,23	3,25	3,09	3,26	
Zone euro	3,63	3,62	3,76	3,57	3,41	3,25	3,32	3,32	3,16	3,32	
Royaume-Uni	4,56	4,62	4,81	4,63	4,42	4,28	4,29	4,30	4,21	4,34	
États-Unis	4,26	4,20	4,53	4,39	4,18	4,04	4,20	4,31	4,23	4,49	
Japon	1,37	1,40	1,46	1,32	1,26	1,24	1,26	1,43	1,38	1,54	

(moyenne mensuelle en pourcentage)



(en pourcentage)



(a) Court terme : moyenne des taux interbancaires du milieu de fourchette entre les taux offerts et demandés, extraits des cotations affichées par Reuters, à 16h30 pour l'euro, et à 11h30 pour les autres devises.

Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30.

(b) Sources : nationales pour les mois d'octobre, novembre, décembre 2004 et janvier 2005.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 novembre 2005

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 07/09/2005 au 11/10/2005)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	378,7	0,3	378,4
Opération principale de refinancement	288,6		288,6
Opération de refinancement à plus long terme	90,0		90,0
Facilités permanentes	0,1	0,1	0,0
Autres opérations	0,0	0,2	-0,2
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	352,5	579,5	-227,0
Billets en circulation		531,6	-531,6
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		47,9	-47,9
Réserves nettes de change (y compris l'or)	307,9		307,9
Autres facteurs (net)	44,6		44,6
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			151,4
dont réserves obligatoires			150,7

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 07/09/2005 au 11/10/2005)



(en pourcentage)

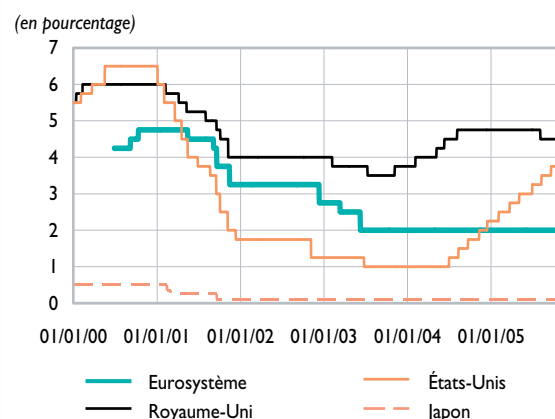
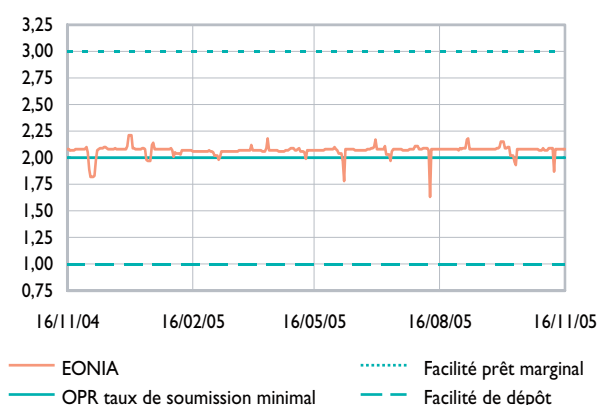
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
05/12/02	11/12/02	2,75	05/12/02	06/12/02	1,75	3,75
06/03/03	12/03/03	2,50	06/03/03	07/03/03	1,50	3,50
05/06/03	09/06/03	2,00	05/06/03	06/06/03	1,00	3,00

(en pourcentage)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2005	12 octobre	2,07	2,07	2005	26 mai	2,08
	19 octobre	2,06	2,07		30 juin	2,06
	26 octobre	2,06	2,07		28 juillet	2,07
	3 novembre	2,05	2,06		1 septembre	2,08
	9 novembre	2,05	2,06		29 septembre	2,09
	16 novembre	2,05	2,06		28 octobre	2,17

(en milliards d'euros, taux en pourcentage)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2005	10 mai	143,09	26,64	144,02	26,75	0,93	0,11	2,05
	7 juin	144,60	26,64	145,46	26,84	0,86	0,20	2,05
	12 juillet	147,19	27,47	147,88	27,54	0,69	0,07	2,05
	9 août	149,16	27,69	149,79	27,79	0,63	0,10	2,05
	6 septembre	149,68	27,82	150,25	27,91	0,57	0,09	2,05
	11 octobre	150,71	28,40	151,43	28,49	0,72	0,09	2,06



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 17 novembre 2005

Certificats de dépôt

	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/08/05 au 19/08/05	96,33	237,61	228
20/08/05 au 26/08/05	114,15	239,60	227
27/08/05 au 02/09/05	103,64	237,59	224
03/09/05 au 09/09/05	115,06	238,06	226
10/09/05 au 16/09/05	113,55	234,27	226
17/09/05 au 23/09/05	111,20	236,25	225
24/09/05 au 30/09/05	105,46	231,88	228
01/10/05 au 07/10/05	109,35	230,64	226
08/10/05 au 14/10/05	101,08	232,99	227
15/10/05 au 21/10/05	112,22	239,75	226
22/10/05 au 28/10/05	117,83	243,51	225
29/10/05 au 04/11/05	100,87	240,75	225
05/11/05 au 11/11/05	96,33	229,02	225

Billets de trésorerie

	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/08/05 au 19/08/05	14,06	72,09	87
20/08/05 au 26/08/05	15,13	72,02	89
27/08/05 au 02/09/05	13,98	70,76	88
03/09/05 au 09/09/05	12,37	71,98	89
10/09/05 au 16/09/05	15,39	71,41	88
17/09/05 au 23/09/05	19,10	71,33	88
24/09/05 au 30/09/05	14,32	70,72	85
01/10/05 au 07/10/05	11,90	70,57	87
08/10/05 au 14/10/05	12,97	72,08	89
15/10/05 au 21/10/05	17,86	72,29	92
22/10/05 au 28/10/05	15,73	74,46	94
29/10/05 au 04/11/05	10,16	74,54	93
05/11/05 au 11/11/05	10,00	74,04	94

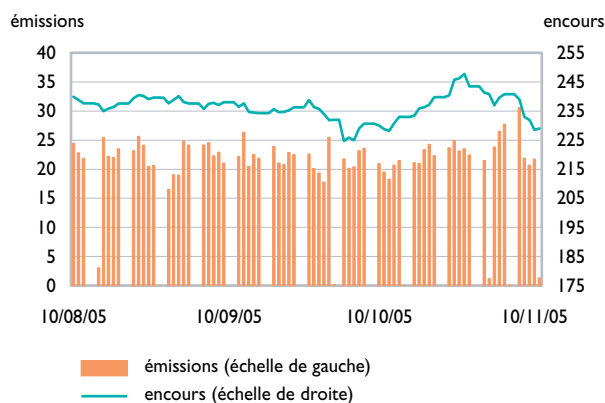
Bons à moyen terme négociables

	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
13/08/05 au 19/08/05	0,03	51,94	154
20/08/05 au 26/08/05	0,24	52,08	155
27/08/05 au 02/09/05	0,16	52,15	155
03/09/05 au 09/09/05	0,91	52,84	155
10/09/05 au 16/09/05	0,18	52,91	155
17/09/05 au 23/09/05	0,19	52,99	154
24/09/05 au 30/09/05	0,25	52,84	153
01/10/05 au 07/10/05	0,20	52,80	153
08/10/05 au 14/10/05	0,49	53,12	153
15/10/05 au 21/10/05	0,24	53,14	153
22/10/05 au 28/10/05	0,38	53,38	153
29/10/05 au 04/11/05	0,17	53,39	152
05/11/05 au 11/11/05	0,29	53,62	152

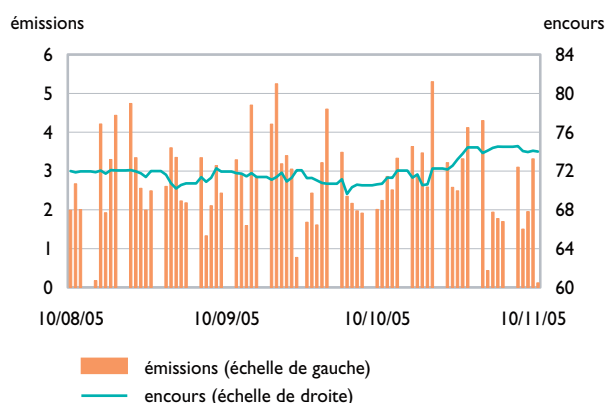
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêt (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

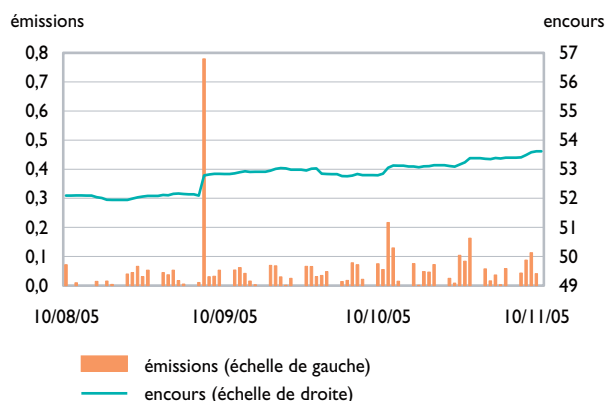
(données quotidiennes en milliards d'euros)



(données quotidiennes en milliards d'euros)



(données quotidiennes en milliards d'euros)



Réalisé le 18 novembre 2005

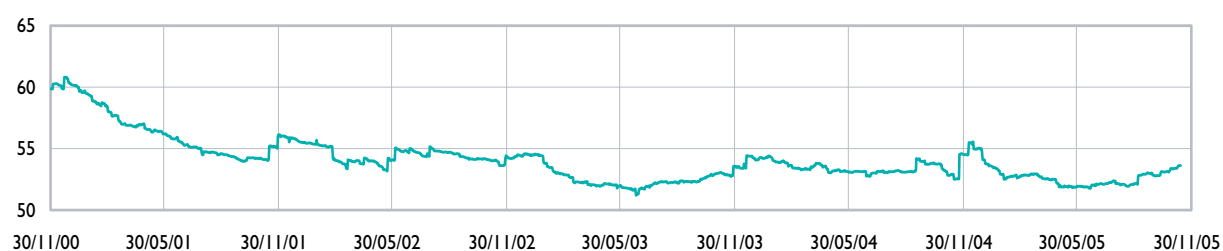
(encours journalier en milliards d'euros)



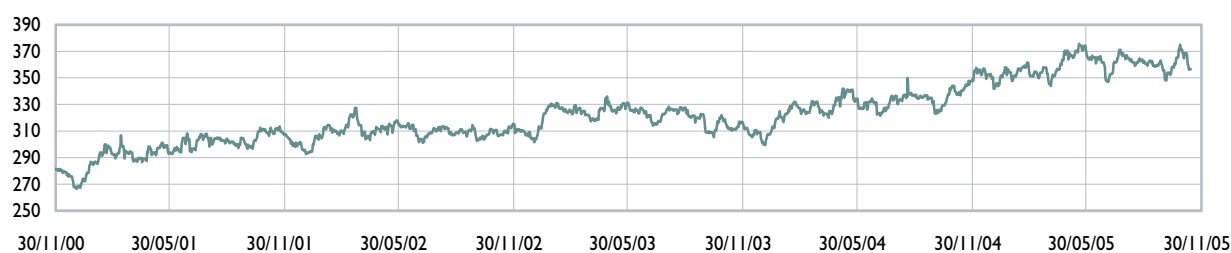
(encours journalier en milliards d'euros)



(encours journalier en milliards d'euros)



(encours journalier en milliards d'euros)



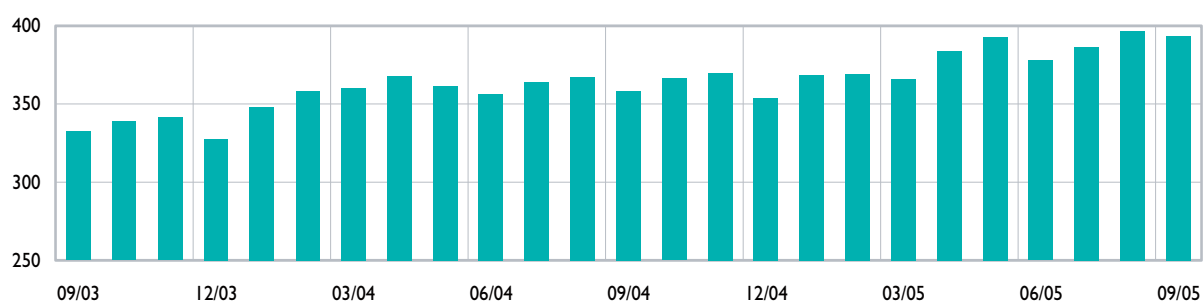
Source : Banque de France

Réalisé le 18 novembre 2005

(en milliards d'euros)

	2004	2005		2005
	déc.	mars	juin	sept.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	354,06	365,99	377,95	393,62
OPCVM obligations	190,17	197,46	204,75	
OPCVM actions	184,96	198,02	211,95	
OPCVM diversifiés	214,99	221,91	232,03	
OPCVM de fonds alternatifs	10,85	11,80	12,90	
OPCVM garantis	0,68	0,36	0,21	
Fonds à formule	55,78	56,65	59,61	

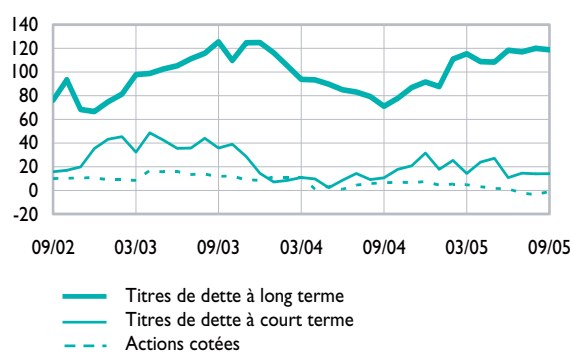
(en milliards d'euros)



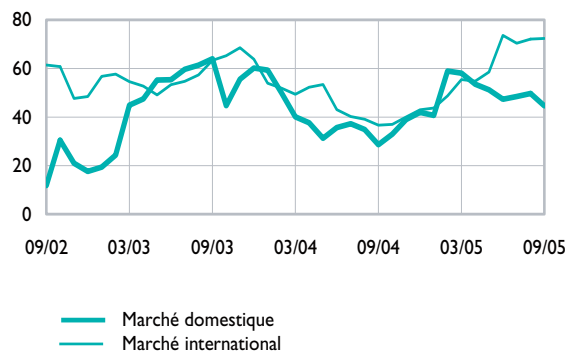
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	2004	2005
	déc.	déc.	sept.	12 mois	sept.	déc.	sept.
Titres de dette émis par les résidents français							
Total	1 743,3	1 857,1	1 961,0	132,9	6,2	7,1	7,3
Titres de dette à long terme	1 423,4	1 506,4	1 602,0	118,8	14,1	6,4	8,0
Administrations publiques	720,9	788,0	852,5	82,5	11,0	9,3	10,7
Institutions financières monétaires (IFM)	395,7	422,1	452,6	35,1	4,4	7,9	8,5
Sociétés hors IFM	306,8	296,3	296,9	1,2	-1,3	-2,3	0,4
Titres de dette à court terme	320,0	350,7	359,0	14,1	-7,8	9,9	4,1
Administrations publiques	108,7	101,3	93,1	-14,2	-0,1	-6,8	-13,2
Institutions financières monétaires (IFM)	177,0	213,6	220,6	27,0	-5,9	21,1	13,9
Sociétés hors IFM	34,3	35,8	45,2	1,3	-1,8	4,7	3,0
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	992,7	1 027,1	1 278,7	-1,0	3,6	0,8	-0,1

(par nature de titres, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



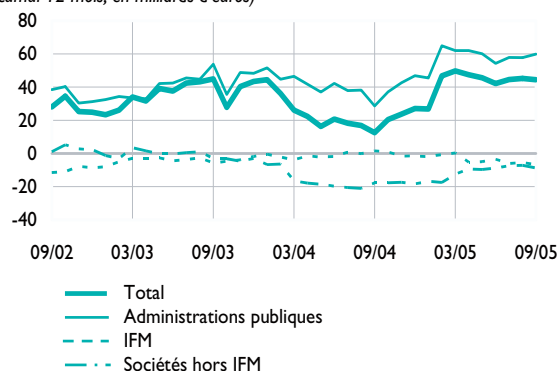
(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

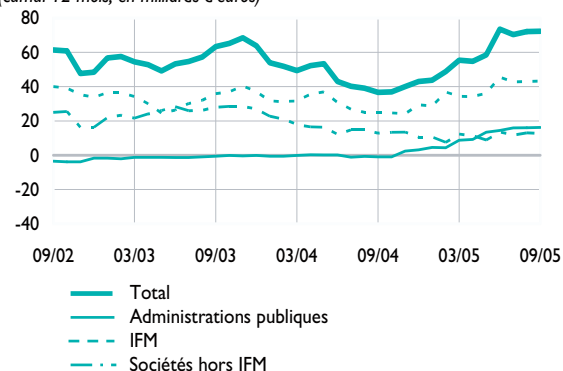
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	Cumul	2005
	déc.	déc.	sept.	12 mois	sept.	12 mois	sept.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	868,2	892,3	924,8	44,4	6,5	115,4	8,9
Administrations publiques	549,0	595,8	646,1	59,9	8,3	94,7	8,3
Institutions financières monétaires (IFM)	163,7	161,2	152,7	-6,7	-0,3	15,1	0,5
Sociétés hors IFM	155,5	135,3	126,0	-8,8	-1,4	5,7	0,1
Actions françaises cotées							
Total	992,7	1 027,1	1 278,7	-1,0	3,6	10,9	3,8
Institutions financières monétaires (IFM)	122,7	130,1	152,1	-0,3	0,4	1,3	0,4
Sociétés hors IFM	870,0	896,9	1 126,7	-0,7	3,2	9,6	3,3

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(cumul 12 mois, en milliards d'euros)

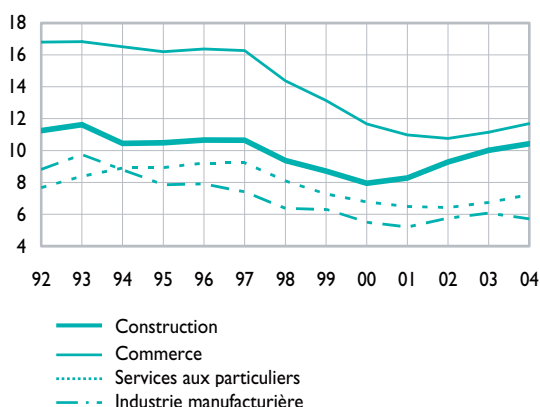


(a) Encours nominal pour les obligations, encours en valeur de marché pour les actions cotées.

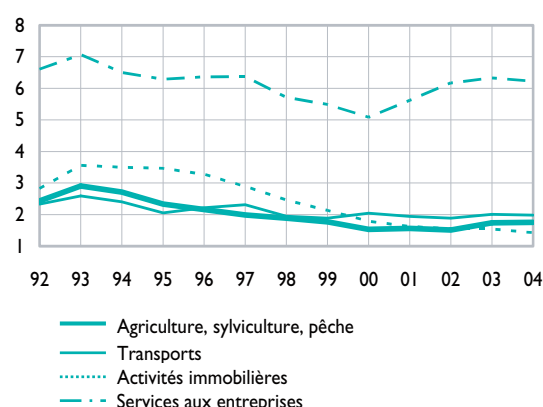
(NES 16, en nombre, données cvs)

	2004			2005								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	144	221	136	144	154	137	143	139	130	103	63	91
Industrie	426	481	457	463	437	445	469	526	490	411	422	408
Agriculture et alimentaire	94	97	102	93	106	88	99	97	103	92	96	82
Biens de consommation	129	158	146	143	147	154	150	158	157	142	139	142
Automobile	5	3	3	8	4	2	4	3	7	4	1	6
Biens d'équipement	76	94	82	91	88	89	85	120	80	82	78	71
Biens intermédiaires	122	129	124	128	92	112	131	148	143	91	108	107
Construction	867	873	947	884	958	923	909	935	909	808	888	793
Commerce	963	1065	1005	1008	999	983	1036	1073	1047	1000	958	914
Transports	152	177	173	158	173	161	171	163	163	183	155	160
Activités immobilières	122	127	94	117	125	123	127	85	140	115	133	77
Services aux entreprises	482	525	539	542	543	557	526	536	546	487	522	481
Services aux particuliers	617	614	604	616	620	605	620	628	644	551	580	577

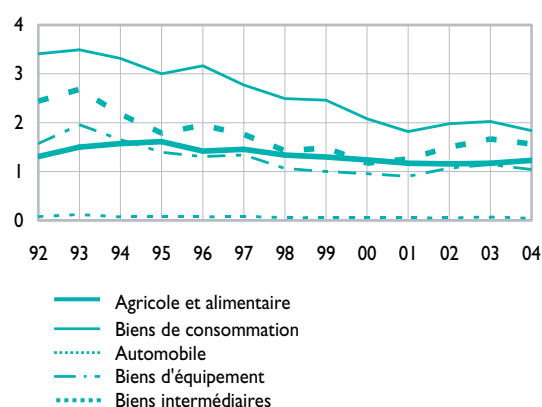
(en milliers d'entreprises)



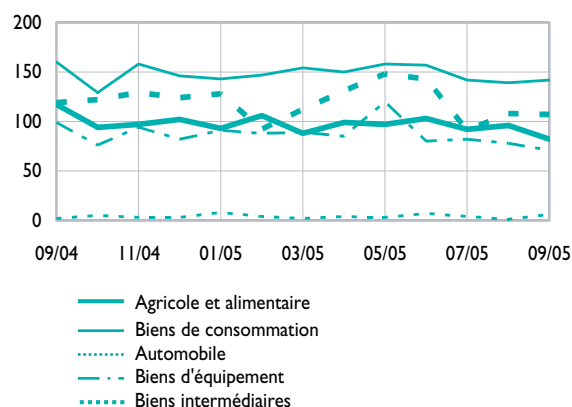
(en milliers d'entreprises)



(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) données provisoires
Source : Banque de France

Réalisé le 17 novembre 2005

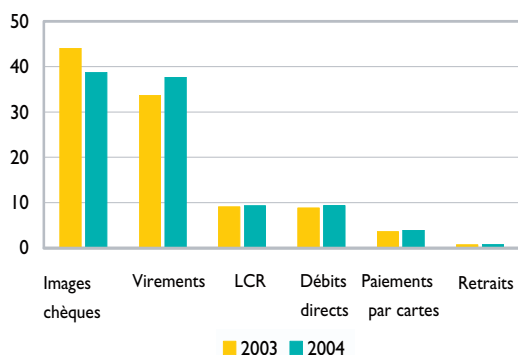
(moyenne quotidienne en millions d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juil.	août	sept.	Part
Images chèques	243	7 168	8 075	6 836	7 981	5 675	6 555	35,8
Virements	5 453	6 169	6 163	6 651	7 580	6 223	7 312	40,0
Virements	5 382	5 756	5 706	6 124	6 989	5 733	6 636	36,3
Télépaiements	71	413	457	527	591	490	676	3,7
LCR	1 786	1 710	1 661	1 652	1 692	1 505	1 828	10,0
Débets directs	1 450	1 608	1 619	1 658	1 627	1 484	1 748	9,6
Avis de prélèvement	1 288	1 446	1 453	1 495	1 536	1 413	1 531	8,4
TIP	162	162	165	164	91	71	218	1,2
Paiements par cartes	554	625	664	705	800	733	729	4,0
Retraits	137	141	137	133	148	143	130	0,7
Total	9 623	17 422	18 319	17 634	19 829	15 762	18 302	100,0

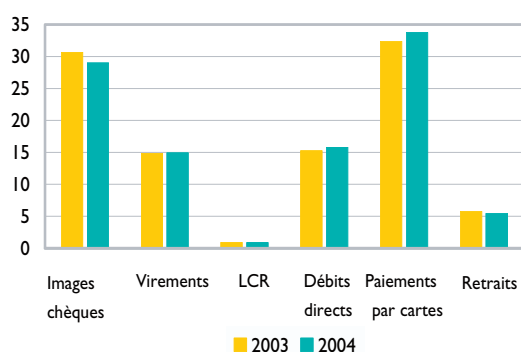
(moyenne quotidienne en milliers d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juil.	août	sept.	Part
Images chèques	778	13 688	13 597	13 013	12 682	10 644	11 904	26,5
Virements	6 091	6 374	6 600	6 705	6 800	5 862	6 982	15,6
Virements	6 088	6 368	6 593	6 695	6 786	5 851	6 962	15,5
Télépaiements	3	6	7	10	15	10	20	0,0
LCR	451	431	419	408	422	367	418	0,9
Débets directs	5 925	6 493	6 772	7 113	7 320	7 385	7 469	16,6
Avis de prélèvement	5 413	5 935	6 215	6 560	6 879	6 993	6 930	15,4
TIP	512	558	557	554	441	391	539	1,2
Paiements par cartes	12 111	13 614	14 355	15 159	17 104	16 036	15 700	35,0
Retraits	2 719	2 708	2 565	2 446	2 582	2 466	2 402	5,4
Total	28 075	43 308	44 307	44 845	46 910	42 760	44 875	100,0

(% des montants échangés)



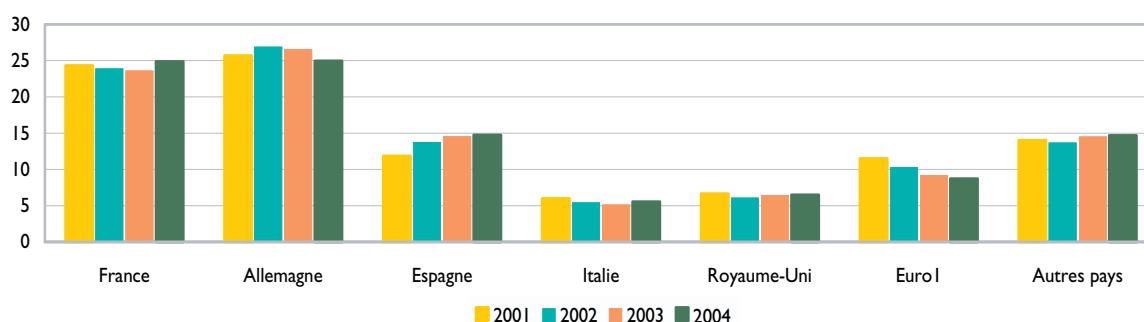
(% des volumes échangés)



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

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juin	juil.	août	Part
France	433	435	448	486	561	527	489	24,9
Target transfrontière	75	69	75	81	98	92	84	4,3
Target domestique (TBF)	270	287	302	338	395	374	353	18,0
Système net (PNS)	88	78	70	67	68	60	52	2,6
Allemagne	409	489	504	488	569	541	499	25,4
Target transfrontière	131	129	141	143	170	159	150	7,6
Target domestique (ELS puis RTGS+)	140	360	364	345	399	382	349	17,8
Systèmes net (EAF)	138	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	211	250	277	288	317	316	255	13,0
Target transfrontière	20	18	20	23	23	23	21	1,1
Target domestique (SLBE)	190	231	255	265	293	293	234	12,0
Système net (SEPI) (a)	1	1	1	1	-	-	-	-
Italie	107	99	97	108	145	134	117	6,0
Target transfrontière	39	34	33	32	44	40	41	2,1
Target domestique (BI-REL)	68	64	64	76	101	94	77	3,9
Royaume-Uni	118	111	122	127	157	145	137	7,0
Target transfrontière	91	85	93	101	119	110	105	5,4
Target domestique (Chaps Euro)	27	26	29	26	38	35	32	1,6
Euro I (b)	205	188	175	170	173	167	157	8,0
Autres pays	250	249	275	287	334	347	307	15,7
Total Union Européenne (à 15)	1 732	1 821	1 899	1 955	2 255	2 176	1 961	100,0
Target transfrontière	506	485	537	564	676	642	600	30,6
Target domestique	793	1 066	1 113	1 150	1 337	1 306	1 150	58,7
Systèmes nets	432	269	249	240	243	229	210	10,7

(% des capitaux échangés)



(a) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

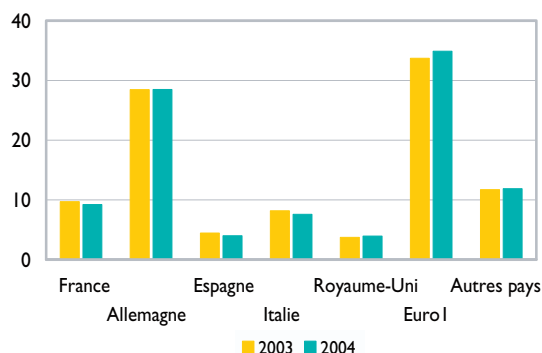
(b) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre

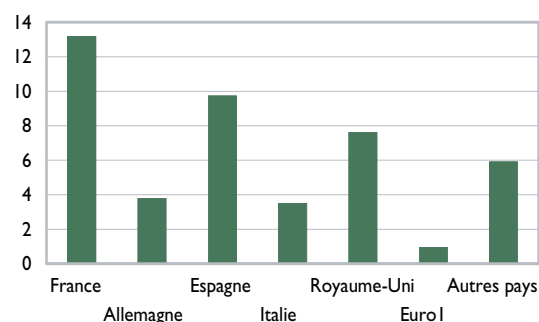
(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juin	juil.	août	Part
France	46 480	44 651	43 906	42 510	46 227	44 333	37 130	8,1
Target transfrontière	5 307	6 471	6 804	7 382	9 273	8 857	7 217	1,6
Target domestique (TBF)	9 657	8 490	8 353	8 069	9 364	8 333	6 957	1,5
Système net (PNS)	31 516	29 690	28 749	27 058	27 591	27 143	22 957	5,0
Allemagne	137 299	125 075	128 596	131 502	143 318	141 333	131 087	28,5
Target transfrontière	14 713	16 855	18 027	19 232	20 545	19 714	17 217	3,7
Target domestique (ELS puis RTGS+)	79 220	108 220	110 569	112 270	122 773	121 619	113 870	24,8
Système net (EAF)	43 366	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	15 882	19 067	20 094	18 467	24 455	35 048	26 217	5,7
Target transfrontière	1 228	1 729	2 333	2 761	3 455	3 381	2 826	0,6
Target domestique (SLBE)	9 276	10 373	10 776	11 625	21 000	31 667	23 391	5,1
Système net (SEPI) (a)	5 378	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-
Italie	40 346	37 698	36 957	35 066	43 227	42 286	33 304	7,2
Target transfrontière	5 335	6 173	6 741	7 274	8 045	7 952	6 696	1,5
Target domestique (BI-REL)	35 012	31 525	30 216	27 792	35 182	34 333	26 609	5,8
Royaume-Uni	10 157	14 369	16 835	18 124	21 091	20 190	18 000	3,9
Target transfrontière	6 504	9 549	11 388	12 803	14 727	14 286	12 696	2,8
Target domestique (Chaps Euro)	3 654	4 820	5 447	5 320	6 364	5 905	5 304	1,2
Euro I (b)	112 732	134 902	152 365	161 085	185 136	183 952	162 174	35,3
Autres pays	41 362	51 404	52 941	54 892	58 045	57 810	51 913	11,3
Total Union Européenne (à 15)	404 260	427 165	451 694	461 645	521 500	524 952	459 826	100,0
Target transfrontière	45 268	53 859	59 816	65 035	72 318	70 095	60 609	13,2
Target domestique	166 012	199 157	201 392	202 193	232 636	241 381	211 913	46,1
Systèmes nets	192 976	174 145	190 490	194 409	216 545	213 476	187 304	40,7

(% des volumes échangés)



(en millions d'euros)



(a) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)

(b) Euro 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP1.

NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

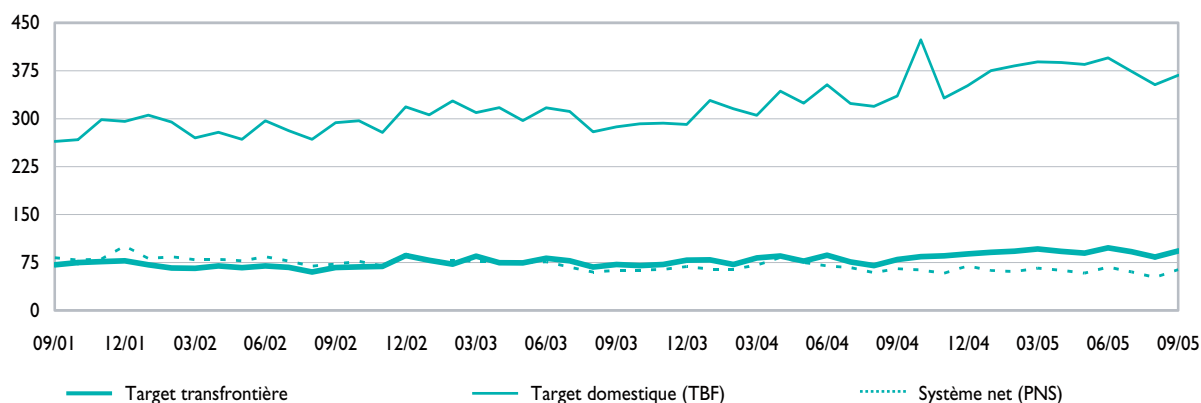
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 novembre 2005

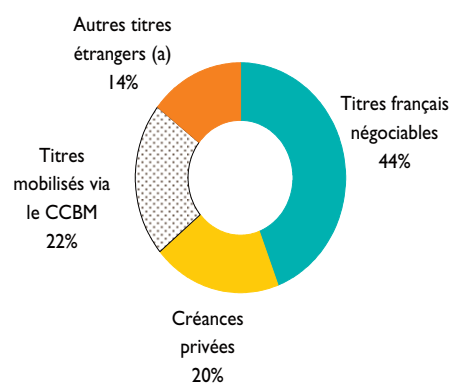
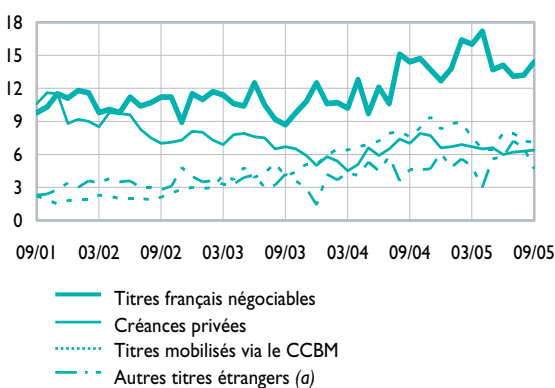
(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

	2001	2002	2003	2004	2005			2005
					juil.	août	sept.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	11,5	10,7	10,8	12,3	13,1	13,2	14,4	44,2
Créances privées	10,5	8,4	7,0	6,4	6,2	6,3	6,4	19,6
Titres mobilisés via le CCBM	2,1	2,2	4,2	7,4	7,9	7,2	7,1	21,8
Autres titres étrangers (a)	2,0	3,5	3,3	4,6	7,2	6,6	4,7	14,4
Total	26,1	24,8	25,3	30,7	34,4	33,3	32,6	100,0

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



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

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

« Les indicateurs de compétitivité sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii*¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

Le **groupe de 22 pays** partenaires de l'OCDE est constitué de l'Allemagne, de l'Australie, de l'Autriche, de la Belgique, du Canada, du Danemark, de l'Espagne, des États-Unis, de la Finlande, du Royaume-Uni, de la Grèce, de l'Irlande, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande, du Portugal, de la Suède, de la Suisse, du Mexique et de la Corée du Sud.

Le **groupe de 46 pays** partenaires est constitué de l'Union européenne (UE à 15, la Pologne, la Hongrie, Chypre, Malte), des États-Unis, de la Suisse, du Japon, du Canada, de la Corée du Sud, de la Chine, de la Turquie, du Maroc, de Taiwan, de Hong Kong, de la Norvège, du Brésil, de l'Australie, de l'Indonésie, de l'Inde, de l'Argentine, d'Israël, de la Thaïlande, de Singapour, de l'Afrique du Sud, de la Malaisie, du Mexique, du Chili, des Philippines, du Pakistan, du Venezuela, de la Colombie, de la Nouvelle-Zélande, et de l'Algérie.

Le **groupe de 56 pays** partenaires est constitué de ces mêmes pays, auxquels s'ajoutent la République tchèque, la Slovaquie, la Lituanie, l'Estonie, la Lettonie, la Roumanie, la Bulgarie, la Croatie et la Russie.

I | 2 Balance des paiements

Définitions

La **balance des paiements** est un document statistique, présenté suivant les règles de la comptabilité en partie double, qui rassemble et ordonne l'ensemble des transactions économiques et financières entre les **résidents français** et les **non-résidents**, au cours d'une période donnée.

Les **résidents** sont les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, quelle que soit leur nationalité — à l'exception des fonctionnaires et militaires étrangers en poste en France, les fonctionnaires et autres agents publics français en poste à l'étranger ou mis à la disposition d'organisations internationales ou d'autres employeurs non résidents, les personnes morales, françaises ou étrangères, pour leurs établissements en France, lorsqu'il y a existence d'une activité économique réelle exercée en France par des unités de production autonomes, quelle qu'en soit leur forme juridique.

Pour l'élaboration des statistiques de balance des paiements, la **France** comprend la métropole, la principauté de Monaco, les départements d'Outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion), les collectivités territoriales de Mayotte et Saint-Pierre-et-Miquelon. Tous les autres pays constituent « l'étranger » ou le « reste du monde ».

La balance des paiements est traditionnellement présentée du point de vue de la nation, contrairement à la comptabilité nationale au sein de laquelle les échanges entre la France et l'extérieur sont présentés du point de vue de l'agent « reste du monde ».

Mode d'enregistrement

Par convention, en balance des paiements, un chiffre positif (crédit) correspond à une exportation ou à une recette lorsqu'il se rapporte à une opération réelle,

¹ Buldorini, Makrydakakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/scientific/ops/date/html/ops2002.en.html>)

c'est-à-dire à des échanges de biens, de services et des paiements de revenus. Un chiffre négatif (débit) représente une importation ou une dépense. S'agissant du compte financier, un chiffre positif reflète une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements, qu'ils soient financiers ou monétaires. Un chiffre négatif représente une augmentation des avoirs ou une diminution des engagements. Ainsi, un chiffre négatif au titre des avoirs de réserve signifie que les réserves ont augmenté.

La balance des paiements est établie chaque mois, dans une forme simplifiée, selon un calendrier annoncé à l'avance, environ six semaines après la fin du mois sous revue. Les révisions trimestrielles, environ soixante-quinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

Les premiers résultats mensuels publiés sont considérés comme provisoires. Les données trimestrielles après révision et les données de l'année précédant l'année en cours ont le statut de résultats semi-définitifs. Les données des années antérieures sont qualifiées de résultats définitifs.

Secteurs économiques

Dans certaines parties de la balance des paiements — les transferts courants, les investissements de portefeuille, les « autres investissements » —, les échanges recensés font l'objet d'un classement [en fonction du secteur économique auquel appartient le résident](#) impliqué dans l'opération. On distingue dans ce cas :

- les [autorités monétaires](#), c'est-à-dire la Banque de France ;
- le [secteur des administrations publiques](#) (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;
- le [secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale \(IFM\)](#), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches

substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

- les « [autres secteurs](#) », qui regroupent les agents économiques autres que ceux inclus dans les trois secteurs précédents : les entreprises industrielles et commerciales, les assurances, les institutions financières non monétaires, notamment les entreprises d'investissement et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières non monétaires (OPCVM non monétaires), les institutions à but non lucratif au service des ménages et les ménages.

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le 5^e Manuel de la balance des paiements du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des [erreurs et omissions nettes](#) est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

Le [compte de transactions courantes](#) regroupe les échanges de biens et services, les revenus et les transferts courants. Les [échanges de biens](#) sont évalués à partir des statistiques du commerce extérieur de la direction générale des Douanes et des Droits indirects, auxquelles sont ajoutées les transactions relatives à l'avitaillement, au travail à façon et aux réparations.

Les [échanges de services hors voyages](#) sont subdivisés en plusieurs postes selon leur nature économique. Parmi les postes mis en évidence par la balance des paiements, figurent notamment les [transports](#), éclatés entre les transports maritimes, aériens et les autres transports, les [services de communication](#), les [services de construction](#), les [services d'assurance](#), les [services financiers](#), les [services informatiques et d'information](#),

les [redevances et droits de licence](#), les [autres services aux entreprises](#), qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

Les [voyages](#) constituent un poste particulier au sein des échanges de services, à la fois par leur importance et par leur définition, qui ne prend pas en compte la nature économique de l'échange, mais les modalités de celui-ci. La ligne voyages reflète au crédit l'ensemble des dépenses des non-résidents en France effectuées au titre de leurs frais de séjour à l'occasion d'excursions, de voyages touristiques ou de voyages d'affaires, de durée inférieure à un an, ainsi que les frais engagés au titre des services personnels (de santé, de scolarité, etc.) acquis auprès de résidents ; au débit, les dépenses de même nature effectuées par des résidents français à l'étranger. Les dépenses et recettes de transport liées aux voyages internationaux ne sont pas enregistrées sous cette ligne, mais avec les services de transport. À l'inverse, les transports intérieurs effectués par des non-résidents et les transports à l'intérieur d'un pays étranger effectués par des résidents sont en principe inclus dans les voyages (en pratique, il est parfois difficile de différencier les dépenses de transport intérieur des dépenses de transport international).

Les [revenus](#) sont partagés entre rémunérations des salariés et revenus d'investissements. Les [rémunérations des salariés](#) comprennent les salaires, gages, traitements versés par des employeurs non résidents à leurs salariés résidents (travailleurs frontaliers, saisonniers, en mission de courte durée) et inversement. Les [revenus des investissements](#) correspondent aux recettes ou paiements afférents aux avoirs ou engagements financiers extérieurs. Ils sont décomposés en fonction de la nature des opérations financières auxquelles ils se rattachent, revenus des investissements directs, revenus des investissements de portefeuille et autres revenus d'investissements (cf. ci-après pour une définition des rubriques du compte financier). Les dividendes (revenus des titres de participations) sont enregistrés à la date de versement et les intérêts (revenus des créances) sur la base des droits constatés.

Les [transferts courants](#) constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les [transferts courants des administrations publiques](#) comprennent notamment la coopération

internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

Les [transferts des autres secteurs](#) sont ventilés en deux rubriques, les envois de fonds des travailleurs et les autres opérations. Les envois de fonds des travailleurs reprennent les montants transférés à l'étranger par des travailleurs résidents et vice-versa. De tels transferts sont généralement effectués par des résidents d'origine étrangère vers leur pays d'origine ou vers la France par des personnes non résidentes d'origine ou de nationalité française. Les autres opérations comprennent des opérations de nature très diverse, parmi lesquelles les dons et versements humanitaires en faveur de personnes physiques et morales, les subventions et donations, les indemnités pour rupture de contrat, cautions et dédommagements, les prix littéraires, artistiques ou scientifiques, etc.

Le [compte de capital](#) regroupe les transferts en capital — remises de dettes, pertes sur créances, aides à l'investissement des fonds structurels, transferts des migrants — et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits (brevets, marques, droits d'auteur...).

Le [compte financier](#) est partagé en rubriques en fonction de la nature et de la finalité des opérations, investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements et avoirs de réserve. À l'exception des investissements directs, des produits financiers dérivés et des avoirs de réserve, les rubriques sont subdivisées en créances et engagements, puis ventilées selon le type d'opération ou d'instrument et enfin selon le secteur résident concerné.

Conformément à la [définition de référence](#) détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

internationales (FMI, Eurostat, BCE), les **investissements directs** couvrent les opérations effectuées par des investisseurs afin d'acquérir, d'accroître ou de liquider un intérêt durable dans une entreprise et de détenir (ou de liquider) une influence dans sa gestion. La notion d'investissement direct est donc plus large que celle de contrôle.

L'investissement direct met en relation des entreprises apparentées, c'est-à-dire :

- une entreprise « investisseur direct » (maison-mère) et une ou plusieurs entreprises investies, qu'il s'agisse de succursales, de filiales ou d'autres entreprises affiliées ;
- des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

Par convention, on considère qu'une relation d'investissement direct est établie dès lors qu'une personne physique ou morale (l'investisseur) détient au moins 10 % des droits de vote, ou à défaut 10 % du capital social, d'une entreprise « investie ».

Les investissements directs comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise investie, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées (opérations de prêt, flux de trésorerie et, plus généralement, l'ensemble des opérations financières à l'exception des crédits commerciaux et des opérations interbancaires entre établissements de crédit affiliés). Les investissements immobiliers sont également considérés comme des investissements directs.

Les investissements directs sont enregistrés selon le principe directionnel. Ainsi, les investissements directs français à l'étranger comprennent les créances (autres que celles figurant dans les investissements étrangers en France) et les engagements des maisons-mères résidentes vis-à-vis de leurs filiales étrangères. Symétriquement, les investissements directs étrangers en France incluent les engagements (autres que ceux enregistrés dans les investissements français à l'étranger) et les créances des filiales résidentes auprès de leur maison-mère étrangère.

Les investissements directs français à l'étranger et étrangers en France sont décomposés par nature d'opérations entre :

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;
- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;
- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

Les **investissements de portefeuille** comprennent toutes les opérations sur titres négociables entre résidents et non-résidents, achats à l'émission, négociations et remboursements, à l'exception des opérations comprises au sein des investissements directs, des avoirs de réserve et des produits financiers dérivés et des opérations de cession temporaire. Les prêts secs de titres, qui ne donnent lieu à aucun mouvement monétaire, ne sont pas enregistrés dans la balance des paiements.

Les flux sont partagés en avoirs (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des non-résidents) et engagements (opérations entre résidents et non-résidents sur titres émis par des résidents). Chacune de ces deux lignes est ensuite scindée en fonction de la nature des titres échangés : actions et titres d'OPCVM, obligations et titres assimilés, c'est-à-dire tous les titres d'emprunt à plus d'un an d'échéance initiale, instruments du marché monétaire, dont l'échéance est inférieure à un an. Les flux par catégorie d'instruments sont ensuite partagés en fonction du secteur résident détenteur (pour les avoirs) ou émetteur (pour les engagements).

Depuis le 1^{er} janvier 2000, conformément aux recommandations du FMI et avec l'accord de tous les organismes internationaux intéressés, il a été créé une nouvelle rubrique au sein du compte financier, intitulée

Produits financiers dérivés, qui comprend les primes sur options, les appels de marge et les intérêts sur *swaps*.

Les **autres investissements** sont une rubrique résiduelle qui englobe toutes les opérations sur actifs et passifs financiers vis-à-vis des non-résidents qui ne figurent pas sous une autre rubrique du compte financier. Elle se répartit entre créances et engagements des résidents vis-à-vis de l'étranger (y compris les prises et mises en pension livrée), puis par nature d'opérations (crédits commerciaux, prêts, dépôts et emprunts, autres avoirs et engagements), enfin par secteur résident à l'origine des créances et des engagements. On distingue en particulier les flux des IFM qui sont cohérents avec les informations destinées à l'élaboration des statistiques monétaires.

Les **avoirs de réserve** sont les avoirs extérieurs qui sont à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires pour leur permettre de financer les déséquilibres de paiements ou d'intervenir pour en réduire l'ampleur. Depuis la création de la zone euro, seuls les mouvements affectant la partie des réserves de change non transférées à la BCE et qui restent gérées par la Banque de France figurent dans la balance des paiements de la France. Par ailleurs, compte tenu de l'adoption d'une méthodologie commune aux pays membres de l'Union monétaire, seules les créances sur des non-résidents hors zone euro sont prises en compte, ce qui exclut, de fait, de cette rubrique les placements en devises effectués auprès de banques non résidentes situées dans la zone euro.

Les avoirs de réserve sont constitués des créances brutes en or monétaire et en devises, y compris sous forme de titres émis par des non-résidents, des avoirs en droits de tirage spéciaux (DTS) et de la position nette de réserve à l'égard du FMI.

I | 3 La position extérieure

La **position extérieure** de la France a pour objectif de recenser, à la date d'arrêté, l'ensemble des créances et des engagements des résidents vis-à-vis des non-résidents. Elle est élaborée à l'aide d'enquêtes périodiques de stocks revalorisés et actualisée, si nécessaire, par des cumuls de flux pour les points les plus récents.

Conformément aux recommandations du 5^e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

Les **encours d'investissements directs** sont recensés chaque année. Ils peuvent être valorisés en valeur de marché ou en valeur comptable, selon le mode de valorisation des capitaux propres. La **valeur comptable** des encours est celle indiquée par les entreprises dans leur comptabilité. Elle figure, pour les investissements directs français à l'étranger, dans les tableaux relatifs aux filiales et participations annexés aux comptes annuels, et pour les investissements directs étrangers en France, dans les bilans des affiliés résidents des investisseurs directs non résidents. Pour l'élaboration des chiffres définitifs (publiés en principe dix-huit mois après la date d'arrêté), le montant d'un investissement est calculé en multipliant la quote-part détenue par l'investisseur direct dans la société investie par la valeur des capitaux propres de la société. On ajoute ensuite l'encours des prêts consentis par l'investisseur à l'affilié. Les chiffres estimés sont établis tant pour les investissements directs français à l'étranger que pour les investissements étrangers en France, à partir des dernières données comptables disponibles, revalorisées et actualisées par les flux de balance de paiements relatifs aux investissements directs (apports en capital et autres opérations entre sociétés affiliées).

Le recensement est limité aux encours détenus directement par les investisseurs directs, les participations indirectes (de second rang, de troisième rang, etc.) n'étant pas prises en compte. Ainsi, si la filiale étrangère d'un investisseur résident détient elle-même un investissement direct dans une autre société, ce second investissement n'est pas pris en considération. De même, si la filiale française d'un investisseur étranger détient une autre filiale en France, ce deuxième investissement n'entre pas dans l'encours recensé.

Les **encours d'investissements directs en valeur de marché**, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, font l'objet d'une estimation, déterminée en commun avec les comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

Aucune ventilation par entreprise, par pays ou par secteur économique n'est donc disponible.

La **position-titres** (encours des titres français détenus par les non-résidents et des titres étrangers détenus par les résidents) est établie chaque année à la suite d'un recensement titre par titre dont les résultats sont disponibles neuf mois après la fin de l'année de référence. Entre deux recensements annuels, des estimations sont effectuées à l'aide du dernier stock disponible, revalorisé et actualisé à l'aide de cumuls de flux.

S'agissant des **investissements de portefeuille des résidents en titres étrangers (avoirs)**, les titres recensés sont tous les titres étrangers en euros ou en devises, (actions, titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, obligations, titres du marché monétaire) émis par des non-résidents et détenus par les résidents, à l'exception des titres de participation détenus dans le cadre d'investissements directs, des titres qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur et des bons de caisse émis par les banques non résidentes, des titres étrangers détenus par des résidents n'appartenant pas au secteur des institutions financières monétaires (IFM) et conservés directement à l'étranger par ceux-ci.

Les **investissements de portefeuille des non-résidents en titres français (engagements)** comprennent tous les titres en euros ou en devises émis par des résidents et détenus par des non-résidents. Le portefeuille des non-résidents en titres français est ventilé entre les actions, les titres d'OPCVM monétaires et non monétaires, les obligations et assimilées (dont les OAT et les BTAN), les instruments du marché monétaire (dont les bons du Trésor à taux fixe). Ne sont inclus dans le recensement ni les actions détenues au titre des investissements directs, ni les titres français (actions, obligations ou instruments du marché monétaire) détenus hors de France par les non-résidents, à l'exception des obligations émises sur le marché international. Pour cette catégorie d'instrument, l'encours détenu par les non-résidents est inclus dans les engagements des résidents, quel que soit le lieu de conservation (France ou étranger) du titre.

Les portefeuilles sont évalués en valeur de marché, à la date d'arrêt du recensement (cours de bourse pour les titres cotés ou cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés).

Les **encours de produits dérivés** comprennent des données sur les options — instruments conditionnels achetés ou vendus par les banques résidentes et par les autres secteurs, les *swaps*, FRAs, *forwards* du secteur bancaire. Ils sont valorisés en valeur de marché.

Les **autres investissements** comprennent les crédits commerciaux et les avances à la commande, la position dépôts-crédits des entreprises, des OPCVM non monétaires et des entreprises d'investissement, les créances des ménages vis-à-vis de l'étranger, la position dépôts-crédits des IFM résidentes, les investissements des autorités monétaires et des administrations publiques non recensés ailleurs. Les encours sont évalués en valeur nominale.

Les **avoirs de réserve** sont valorisés à chaque fin de mois sur la base des cours déterminés comme suit :

- l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;
- les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêt ;
- les devises sont comptabilisées au cours constatés à la date d'arrêt.

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

Zone euro : Allemagne + Autriche + Belgique + Espagne + Finlande + France + Grèce + Irlande + Italie + Luxembourg + Pays-Bas + Portugal

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :

France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

Institutions financières monétaires (IFM) : elles comprennent les établissements de crédit résidant dans la zone euro, tels que définis par la législation communautaire, et toutes les institutions financières

résidentes dont l'activité est de recevoir des dépôts et/ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les IFM et qui, pour leur propre compte, du moins en termes économiques, consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Aux termes de cette définition, les IFM résidant en France sont la Banque de France, les établissements de crédit au sens de la loi bancaire, à l'exception des sociétés de caution mutuelle, la Caisse des dépôts et consignations, les OPCVM monétaires et la Caisse nationale d'épargne.

Administrations publiques (APU) = État + administrations d'États fédérés + administrations de Sécurité sociale + collectivités locales

Secteur privé = sociétés non financières + ménages + sociétés d'assurance et fonds de pension + institutions à but non lucratif au service des ménages + autres intermédiaires financiers (OPCVM monétaires, entreprises d'investissement, fonds communs de créances, etc.)

Agents non financiers (ANF) = administrations publiques + secteur privé – autres intermédiaires financiers

Cette catégorie englobe exclusivement les agents dont les décisions en matière de placement ou d'endettement ne résultent pas d'un comportement d'intermédiaire financier.

Instruments financiers

Les **dépôts à terme** comprennent les dépôts qui ne peuvent être convertis en espèces avant un terme fixe convenu ou qui ne peuvent être convertis en espèces avant ce terme que moyennant sanction.

Les **dépôts avec un préavis inférieur ou égal à 3 mois** recouvrent les dépôts d'épargne à vue qui présentent, à la différence des dépôts à vue, un caractère de transférabilité incomplet. Il s'agit, par exemple, en France, des livrets A et bleus, des Codevi, des comptes d'épargne logement, des livrets d'épargne populaire, des livrets jeunes et des livrets soumis à l'impôt.

Les **pensions** représentent des espèces perçues en contrepartie de titres vendus à un prix donné dans le cadre d'un engagement de rachat desdits titres (ou de titres similaires) à un prix et à une date déterminés.

Les titres autres que des actions ou titres de créance sont constitués de titres de créances négociables et échangés sur des marchés secondaires. La composante française de cette rubrique comprend, notamment, les obligations et les bons à moyen terme négociables (BMTN).

Les **instruments du marché monétaire** correspondent à des titres émis à court terme par des IFM (durée initiale inférieure ou égale à un an) et négociables sur des marchés monétaires liquides. Au plan français, cette catégorie regroupe les certificats de dépôt et les bons des institutions et sociétés financières (BISF).

Sont qualifiés de **monétaires** tous les **actifs** financiers entrant dans la composition de l'agrégat M3 suivi par la Banque centrale européenne.

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

M2 = M1 + dépôts remboursables avec un préavis inférieur ou égal à trois mois + dépôts à terme d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans

M3 = M2 + pensions + titres d'OPCVM monétaires + titres de créance de durée initiale inférieure ou égale à deux ans

Seules les positions vis-à-vis des résidents de la zone euro, qui ne sont ni des IFM ni des institutions relevant de l'administration centrale, sont incluses dans M3.

Les **crédits** incluent les crédits à l'habitat, à la consommation, à l'investissement, de trésorerie, les autres crédits, les créances douteuses brutes, le crédit-bail, les avoirs en titres non négociables et les dettes subordonnées constituées sous la forme de dépôts ou de prêts.

Par souci de prendre en compte d'éventuels mouvements de substitution entre actifs en euros et actifs en devises, le suivi des instruments financiers s'appuie sur un critère « **toutes devises** ».

L'**endettement intérieur total** (EIT) mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidant en France, obtenu par voie d'endettement, soit auprès des institutions financières, soit sur les marchés de capitaux (monétaire ou obligataire), tant en France qu'à l'étranger.

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System

CCBM = Correspondent Central banking model

Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems

EAF = Euro Access Frankfurt

ELS = Euro Link System

Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

PNS = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)

POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

RTGS = Real-time gross settlement system

SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios

SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España

STEP1 = Système de paiement des ordres au détail

Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes

Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Liens avec les rubriques statistiques des sites
des banques centrales du SEBC

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_mone/stat_mone.htm

- Statistiques monétaires mensuelles (zone euro/France)
- Statistiques monétaires trimestrielles (créances et engagements des IFM françaises, dépôts et crédits par agents, réseaux et produits des établissements de crédit français, ventilation de l'actif net des OPCVM non monétaires français)

Enquête de conjoncture

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/conjonc/conjonc.htm

- Enquête mensuelle de commerce de détail
- Enquête mensuelle dans l'industrie
- Enquête financière trimestrielle auprès des établissements de crédit

Balance des paiements

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/balance.htm

- Données mensuelles (brutes : balance simplifiée, balance détaillée, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données trimestrielles (brutes, cvs-cjo : compte de transactions courantes)
- Données annuelles (brutes, complément : 1946-2003)

Position extérieure

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/bdppaf/bdppaf.htm

- Position extérieure globale (période 1994-2004)
- Stocks d'investissements directs (ventilation géographique et sectorielle depuis 1994)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique depuis 1999)

Activité financière internationale

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm

- Change à terme des banques résidentes
- Options de change des banques résidentes
- Créances internationales consolidées des banques françaises
- Arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie
- Arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers

(Méthodologie, consultation des séries)

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

- Séries longues

Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

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

Abréviations

| Organismes et institutions

BCE	Banque centrale européenne
BIT	Bureau international du travail
BRI	Banque des règlements internationaux
CDC-CNE	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
Dares	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
Euronext	Bourse paneuropéenne, née en 2000
FMI	Fonds monétaire international
Eurostat	Office statistique de l'Union européenne
IFM	Institutions financières monétaires
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques

| Indices

CAC 40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
EUROSTOXX 50	Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTSIE)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indicels sur défaut
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPCN	Indice des prix à la consommation national
ISM	Indice américain de l'activité industrielle
MIDCAC	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
NASDAQ	Indice des valeurs technologiques américaines
NIKKEI	Indice japonais
NM	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché
SBF 120	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
SBF 250	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
SP 500 ou Standard and Poor's 500	Indice américain composé de 500 actions négociées surtout sur le NYSE (<i>New York Stock Exchange</i>)

| Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APU	Administration publique
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTf	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
CDO	Obligation sur dette collatéralisée
CDN	Certificat de dépôt négociable
CDS	<i>Credit default swaps</i>
CEL	Compte épargne logement
Cjo	Données corrigées des jours ouvrés
CODEVI	Compte pour le développement industriel
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières
EC	Établissement de crédit
EI	Entreprise d'investissement
EIT	Endettement intérieur total
EMTN	<i>Euro medium terms notes</i>
FBCF	Formation brute de capital fixe
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
LCR	Lettre de change relevé
NES I 6	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
OAT	Obligation assimilable du Trésor
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPR	Opération principale de refinancement
PEL	Plan d'épargne logement
PEP	Plan d'épargne populaire
PFIT	Période de fixation initiale des taux
PIB	Produit intérieur brut
PMI	Petites et moyennes industries
SNF	Sociétés non financières
SQS	Sociétés et quasi-sociétés
TIP	Titre interbancaire de paiement
TMT	Télécoms, médias, technologies
TUC	Taux d'utilisation des capacités de production

UE 15 Union économique à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)

UE 25 Union économique à vingt-cinq pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède)

UEM Union économique et monétaire

WTI *West Texas Intermediate*

Documents publiés

Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

Études parues dans le *Bulletin de la Banque de France* depuis le 1^{er} janvier 2004

Année 2004

« L'effet de la diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) sur la productivité par employé en France », n° 121, janvier

« Productivité du travail des grands pays industrialisés : la fin du rattrapage des États-Unis ? », n° 121, janvier

« Les ruptures de tendance de la productivité par employé de quelques grands pays industrialisés », n° 121, janvier

« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 121, janvier

« Indicateurs de productivité », n° 121, janvier

« Le coût du crédit aux entreprises », n° 121, janvier

« Comment mesurer l'effet Balassa-Samuelson dans les pays d'Europe centrale et orientale ? », n° 122, février

« Les comptes extérieurs des dix nouveaux pays adhérents à l'Union européenne », n° 122, février

« Le « paradoxe de la crédibilité » en question », n° 122, février

« Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », n° 122, février

« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 2003 », n° 122, février

« Enquête financière – Quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003 », n° 122, février

« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003 », n° 122, février

« Le concept d'attractivité en Union monétaire », n° 123, mars

« L'attractivité des places financières », n° 123, mars

« L'attraction des investissements directs et des filiales étrangères dans la globalisation », n° 123, mars

« L'attractivité de la France au travers d'une sélection d'indicateurs », n° 123, mars

« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », n° 124, avril

« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », n° 124, avril

« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2003 », n° 124, avril

« Les normes financières et comptables et la gouvernance d'entreprise », n° 125, mai

« Les comptes financiers de la Nation en 2003 : désendettement des entreprises et croissance de la dette publique », n° 125, mai

« Une détention internationale des titres européens plus centrée sur l'Europe », n° 125, mai

« Enquête financière – Premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Structure du bilan des institutions financières monétaires en France et dans la zone euro », n° 125, mai

« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

NB : Ces documents sont disponibles sur le site internet www.banque-france.fr.

- « La balance des paiements de la France en 2003 », n° 126, juin
- « La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger », n° 126, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003 », n° 126, juin
- « Écarts de productivité entre l'Europe et les Etats-Unis », n° 126, juin

- « La persistance de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 127, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2003 », n° 127, juillet
- « Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2003 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 127, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 127, juillet
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2004 », n° 127, juillet

- « Les mesures budgétaires exceptionnelles », n° 128, août
- « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », n° 128, août
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2003 », n° 128, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2004 », n° 128, août
- « Les marchés mondiaux de matières premières en juin 2004 », n° 128, août

- « L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis », n° 129, septembre
- « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », n° 129, septembre
- « La situation des entreprises industrielles françaises – Bilan 2003 », n° 129, septembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004 », n° 129, septembre

- « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? », n° 130, octobre
- « Principaux résultats pour la France de l'enquête triennale BRI changes-dérivés de gré à gré d'avril 2004 », n° 130, octobre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2004 », n° 130, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 130, octobre

- « L'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2004 », n° 131, novembre
- « Enquête financière – Troisième trimestre 2004 », n° 131, novembre
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2004 », n° 131, novembre

- « La délocalisation », n° 132, décembre
- « Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? », n° 132, décembre
- « Les résultats des établissements de crédit en 2003 et au premier semestre 2004 », n° 132, décembre
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », n° 132, décembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2004 », n° 132, décembre

Année 2005

- « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
- « Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
- « Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
- « Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier

- « Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février

- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février
- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars
- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril
- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai
- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin
- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet
- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août
- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

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

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « Multibancarité »
- « La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
- « Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
- « Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
- « Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
- « Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
- « La durée d'utilisation des équipements »

Études parues dans la *Revue de la stabilité financière* depuis l'origine

- « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière » n° 1, novembre 2002
- « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », n° 1, novembre 2002
- « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Infrastructures post-marché et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change », n° 1, novembre 2002
- « Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation », n° 2, juin 2003
- « Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions », n° 2, juin 2003
- « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », n° 2, juin 2003
- « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », n° 2, juin 2003
- « Normalisation comptable internationale et stabilisation financière », n° 2, juin 2003
- « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », n° 2, juin 2003
- « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », n° 3, novembre 2003
- « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », n° 3, novembre 2003

- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 3, novembre 2003
« Les défis de la gestion alternative », n° 3, novembre 2003
« La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit », n° 3, novembre 2003
« Vulnérabilités et surveillance du système financier international », n° 3, novembre 2003
- « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », n° 4, juin 2004
« Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », n° 4, juin 2004
« Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », n° 4, juin 2004
« Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens », n° 4, juin 2004
« *Goodwill*, structures de bilan et normes comptables », n° 4, juin 2004
- « Bilan des "stress tests" menés sur le système bancaire français », n° 5, novembre 2004
« Assurance et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
« La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en œuvre », n° 5, novembre 2004
« La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement », n° 5, novembre 2004
« Gestion du risque de crédit et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
« Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
« Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
« La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
« Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005
- « Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
« Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
« Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
« (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 2005

Les notes d'études et de recherche

- "Evaluating the fit of sticky price models"*, n° 104, 2004
"Incorporating labour market frictions into an optimising-based monetary policy model", n° 105, 2004
« MASCOTTE : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », n° 106, 2004
"The 'Bank' Bias: segmentation of French fund families", n° 107, 2004
"Optimal portfolio allocation under higher moments", n° 108, 2004
« Stabilité des prix et stratégie de politique monétaire unique », n° 109, 2004
« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 110, 2004
"The breaks in per capita productivity trends in a number of industrial countries", n° 111, 2004
"ICT diffusion and potential output growth", n° 112, 2004
"Price rigidity. Evidence from the French CPI macro-data", n° 113, 2004
"Inflation and the markup in the euro area", n° 114, 2004
"A time-varying natural rate for the euro area", n° 115, 2004
"Investment in information and communication technologies: an empirical analysis", n° 116, 2004

- « Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro », n° 117, 2004
"Partial indexation, trend inflation, and the hybrid Phillips curve", n° 118, 2004
« Régime de retraite et chute de la natalité : évolution des mœurs ou arbitrage micro-économique ? », n° 119, 2004
"Price setting in France: new evidence from survey data", n° 120, 2004
"Interactions between business cycles, stock market cycles and interest rates: the stylised facts" n° 121, 2005
"Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI", n° 122, 2005
"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the US economy", n° 123, 2005
"Technology shock and employment: do we really need DSGE models with a fall in hours?", n° 124, 2005
"Can the Kydland-Prescott model pass the Cogley-Nason test?", n° 125, 2005
"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the euro area", n° 126, 2005
"Central bank reputation in a forward-looking model", n° 127, 2005
« Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005
« La modélisation macroéconomique dynamique », n° 129, 2005
"Opportunity costs of having a child, financial constraints and fertility", n° 130, 2005
« Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005
"A comparison of structural productivity levels in the major industrialised countries", n° 133, 2005

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 83 (novembre 2005)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris ¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

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

Banque de France

DR n° 2159 du 21 septembre 2005 – Élection du conseiller général représentant le personnel – Scrutin du 8 décembre 2005
DR n° 2160 du 23 septembre 2005 – Organisation du Secrétariat général
Délégation de signature à M. Peyret
Délégation de signature à MM. Queva et Thomas
Liste des opérateurs signataires d'une Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit et à la liste des entreprises d'investissement en août 2005

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

Banque de France

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

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

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

Coupon - abonnement

☐ **Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :**

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Nom :

Société :

Fonction :

Adresse :

Code postal :

Ville :

Pays :

☐ **Je ne souhaite plus recevoir le Bulletin de la Banque de France :**

Numéro d'abonnement :

Prénom :

Nom :

☐ **Je souhaite m'abonner au Bulletin de la Banque de France :**

Prénom :

Nom :

Société :

Fonction :

Adresse :

Code postal :

Ville :

Pays :

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

BANQUE DE FRANCE

Service des Publications économiques et du Site internet

Code courrier 43-1396

75049 PARIS CEDEX 01

France



Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

Éditeur

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

Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial

Pierre Jaillet
Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DAMEP, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

Rédacteur en chef

Jean-Yves Greuet 29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ)	29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI)	29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI)	34 73
La balance des paiements (DBDP)	32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB)	28 08/59 96
Les marchés de capitaux et les financements (DOM-SAM/MOPM)	41 59/28 07

Articles

L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale	99 07
Quel cadre de politique économique pour la zone euro ?	73 00
Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004)	29 80
Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005	49 16

Statistiques

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

Secrétaire de rédaction

Pascal Boreau

Maquettistes et opérateurs PAO

Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Angélique Donnet, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, Bernard Lambert, François Lécuyer, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement

Banque de France
07-1050 Service des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08
Fax : 01 42 92 39 40

Impression

NAVIS Imprimeur Conseil

Internet

www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm

