

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

JANVIER 2006

**145**





# SOMMAIRE

## | ÉDITORIAL

Productivité, compétitivité et globalisation : colloque international de la Banque de France

## | ACTUALITÉ

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

## | ÉTUDES

Sommaire	19
Allocution introductive au colloque « Productivité, compétitivité et globalisation »	21
Remarques conclusives au colloque « Productivité, compétitivité et globalisation »	25
Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème	31
Le coût du crédit aux entreprises	43
Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004	47

## | STATISTIQUES

Sommaire	57
Situation économique générale	SI
Monnaie, placements et financements	SI1
Marchés de capitaux et taux d'intérêt	S29
Autres statistiques	S37
Notice méthodologique	S43
Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet	SS1
Adresses internet des séries chronologiques	SS2

## | DIVERS

Abréviations	I
Documents publiés	III
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 85 de janvier 2006	IX
Coupon-abonnement	XI

Achevé de rédiger le 25 janvier 2006

Site internet : [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)



## Productivité, compétitivité et globalisation : colloque international de la Banque de France

Le colloque biennal de la Banque de France, qui s'est déroulé le 4 novembre 2005 à Paris, a porté sur le thème « Productivité, compétitivité et globalisation ». Une vingtaine d'intervenants, issus de banques centrales, d'organismes internationaux, du monde universitaire et du secteur privé, se sont penchés pendant une journée sur les enjeux liés à la globalisation. Les interventions prononcées au cours du colloque sont disponibles en ligne sur le site [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr) (Publications et recherche, Actes de séminaires et colloques). Les débats ont également été nourris de la participation de l'auditoire, qui regroupait plus d'une cinquantaine de dirigeants de banques centrales (gouverneurs, sous-gouverneurs ou membres du directoire), une vingtaine d'universitaires ou de membres d'instituts de recherche et une trentaine de décideurs issus d'entreprises privées.

Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, dont l'allocution introductive figure dans cette livraison du *Bulletin*, a évoqué plusieurs inflexions majeures intervenues ces dix dernières années : l'arrêt du phénomène de rattrapage par les nations européennes du niveau de productivité américain et l'intégration de nouveaux acteurs dans les échanges mondiaux, qui amènent à s'interroger sur la situation compétitive des pays avancés ; l'émergence de nouveaux instruments et de nouvelles catégories d'intervenants sur les marchés financiers, dans un contexte de flux croissants de capitaux, qui soulève le problème de la stabilité du système financier international. Il a relevé les paradoxes apparents du creusement du déficit commercial américain, alors même que la productivité tendancielle accélérât aux États-Unis, et de la polarisation des déséquilibres de paiements courants, les flux de capitaux se dirigeant principalement vers les pays avancés.

La première session, animée par Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne, visait à présenter les principaux faits stylisés des évolutions récentes de la productivité et de la compétitivité. La discussion a été introduite par Bart van Ark, professeur à l'Université de Groningen et directeur au *Conference Board*, qui a souligné que le retard européen reflétait une adaptation plus lente à un nouveau mode de production en raison de l'existence de rigidités sur les marchés des biens, des services et du travail. Le manque de flexibilité de l'économie entraverait l'émergence de nouvelles activités, l'investissement en capital humain et la mobilité de la main d'œuvre. La diffusion des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC) aux secteurs utilisateurs serait de ce fait moins rapide. L'ensemble des intervenants a d'ailleurs insisté sur l'importance de la mise en œuvre de réformes structurelles en Europe. Certains d'entre eux ont toutefois relevé que des efforts avaient déjà été entrepris dans ce sens et qu'un délai était nécessaire avant de pouvoir en mesurer les résultats.

La deuxième session, présidée par Axel Weber, président de la Banque fédérale d'Allemagne, portait sur l'impact de ces évolutions sur l'allocation internationale des capitaux et les déséquilibres mondiaux. William White, conseiller économique à la Banque des règlements internationaux, a lancé les débats en évaluant la soutenabilité des déséquilibres mondiaux et les risques d'ajustement désordonnés associés. Diverses explications ont été avancées lors de cette session pour rendre compte des déséquilibres mondiaux : la désépargne des ménages américains, le déficit public des États-Unis, l'insuffisance de la croissance potentielle en Europe et au Japon, la faiblesse de la demande privée asiatique et la fixité du taux de change des devises asiatiques favorisant

l'accumulation de réserves officielles. Si tous les intervenants ne se sont pas accordés sur l'importance relative de chacun de ces éléments, ils ont cependant conclu à la multiplicité des sources des déséquilibres mondiaux et surtout à l'impossibilité qu'ils persistent à terme sans ajustement.

La troisième session, dirigée par Rodrigo de Rato, directeur général du Fonds monétaire international, concernait les réponses de politique économique souhaitables et les possibilités d'ajustement spontané des marchés ou des agents économiques. Otmar Issing, membre du directoire de la Banque centrale européenne, a préconisé, en l'absence d'un facteur unique permettant d'expliquer et de résoudre les déséquilibres mondiaux, une combinaison de politiques répondant aux évolutions précédemment citées : accélération des réformes structurelles en Europe et au Japon, adoption de changes flexibles et encouragement de la consommation privée dans les pays asiatiques, stimulation de l'épargne aux États-Unis afin de réduire les déficits.

La table ronde finale, autour des conséquences de ces évolutions sur la stabilité financière internationale, a conduit Roger Ferguson, vice-président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain et président du Forum de stabilité financière à mettre en exergue quatre « complications » apparues avec la globalisation :

- l'apparition de crises financières majeures dans les pays en développement ;
- un contexte institutionnel plus complexe, comme le montre l'exemple du développement des fonds d'investissement ;
- des incertitudes quant à certains porteurs finaux des risques financiers, les réassureurs et les ménages ;
- l'émergence de nouveaux produits financiers, dont l'incidence en cas de crises est encore mal connue.

Au cours des débats, les modalités de prévention et de gestion des crises financières ont été abordées, notamment à la lumière de l'expérience de la crise asiatique de 1997-1998, de même que la mise en place d'un cadre institutionnel et juridique approprié pour bénéficier pleinement de la mondialisation des flux de capitaux.

Lors de sa synthèse du colloque, publiée également dans ce *Bulletin*, Stanley Fischer, gouverneur de la Banque d'Israël, a souligné que des réformes ont d'ores et déjà été mises en œuvre en Europe, ce qui pourrait conduire à terme à une reprise du rattrapage du niveau de productivité américaine. Il a également relevé qu'une partie de l'ajustement des marchés nécessaire à la résorption des déséquilibres mondiaux avait été menée avec l'appréciation de l'euro au cours de ces dernières années. Stanley Fischer a conclu sur les ajustements possibles de ces déséquilibres, en dégagant trois scénarios principaux :

- un scénario optimiste, où la sophistication des marchés de capitaux et la flexibilité accrue des économies conduiraient à des ajustements sur les marchés des changes et de taux plus ordonnés ;
- un scénario plus pessimiste d'ajustement brutal induisant une récession aux États-Unis et un ralentissement de l'activité au niveau mondial ;
- un scénario de transition prolongée liée aux évolutions structurelles majeures ayant actuellement lieu en Asie, où les déséquilibres perdureraient, à un niveau moindre cependant, une ou deux décennies supplémentaires avant de se résorber sous l'effet de mécanismes encore mal compris.

<b>Faits saillants</b>	2
<b>1  La situation économique de la France</b>	3
1 1 La croissance et les prix	3
1 2 La balance des paiements	7
<b>2  La monnaie, les placements et les financements</b>	9
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	9
2 2 L'endettement intérieur total — France	10
2 3 L'endettement sur les marchés	10
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	10
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	11
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	12
<b>3  Les marchés de capitaux</b>	14
3 1 Les marchés de change et de matières premières	14
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	15
3 3 Les marchés boursiers	16

## ENCADRÉS

1 Zone euro et évolution récente de l'environnement international	4
2 Compétitivité de l'économie française	5
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en décembre 2005	11
4 Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2005	13
5 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	18

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- En décembre, l'indicateur du climat des affaires s'inscrit en baisse, atteignant 101, contre 106 en novembre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France (ISMA), le PIB augmenterait de 0,5 % au quatrième trimestre (révisé de - 0,1 point). La croissance moyenne pour 2005 serait de 1,6 %.
- Le taux de chômage a baissé, en novembre, à 9,6 % de la population active.
- Le glissement annuel de l'indice national des prix à la consommation a baissé en décembre (+ 1,5 %, contre + 1,6 % en novembre), tandis que celui de l'indice harmonisé des prix à la consommation est resté stable (+ 1,8 %).
- Creusement du déficit des transactions courantes en novembre 2005 :
  - 4,1 milliards d'euros ; - 26,8 milliards d'euros en cumul sur 11 mois après - 5,1 milliards sur la même période de 2004.

### La monnaie, les placements et les financements

- La progression annuelle de l'agrégat M3 de la zone euro a continué de se modérer en novembre (7,6 %, après 8,0 % en octobre et 8,4 % en septembre) du fait de la décélération de l'ensemble de ses composantes, en particulier les plus liquides et les instruments négociables.
- Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des créances sur le secteur privé s'est très légèrement atténuée, à 9,4 % en novembre, après 9,3 % en octobre, du fait de la modération du rythme de progression des crédits (9,0 % en novembre, au lieu de 8,9 % en octobre).
- En France, le taux de progression annuel des crédits au secteur privé a un peu fléchi (8,6 %, après 9,0 %) essentiellement du fait d'un très fort ralentissement des crédits au secteur financier (hors IFM). En revanche, les crédits aux sociétés non financières ont accéléré (6,8 %, après 5,9 %) tandis que le rythme de progression des crédits aux ménages n'a pas varié (10,9 %). L'évolution rapide de ces derniers reflète la poursuite de l'essor des crédits à l'habitat (14,0 %, après 13,5 %).

### Les marchés de capitaux

- Le mois de décembre a été ponctué par les décisions de resserrement de politique monétaire de la BCE, de la Réserve fédérale américaine et de la Banque nationale suisse. Dans ce contexte :
  - le dollar s'est déprécié face à l'euro et au yen ;
  - la pente des courbes des rendements obligataires a continué à s'aplatir en zone euro et au Japon, allant jusqu'à s'inverser très légèrement aux États-Unis ;
  - le prix de l'or a atteint de nouveaux sommets au cours du mois, tandis que les positions nettes spéculatives orientées à la hausse de cet actif se sont maintenues à un niveau très élevé ;
  - les cours du pétrole se sont également appréciés de façon notable dans un contexte d'une demande toujours vigoureuse et d'incertitudes géopolitiques ;
  - les marchés boursiers en zone euro et au Japon ont poursuivi leur progression.



## I | La situation économique de la France

### I | I La croissance et les prix

#### La croissance rebondit vivement au troisième trimestre, mais se ralentirait légèrement au quatrième trimestre

L'INSEE a confirmé que, après + 0,3 % au premier trimestre et seulement + 0,1 % au second trimestre, la croissance du PIB avait atteint + 0,7 % au troisième trimestre 2005, portant l'acquis pour 2005 à 1,5 % (révisé de + 0,1 point).

Cette évolution doit beaucoup aux dépenses de consommation des ménages, en hausse de 0,7 % au troisième trimestre, contre - 0,1 % au second trimestre, dans un contexte où le pouvoir d'achat du revenu disponible brut progresse plus vite (+ 0,6 % au troisième trimestre, contre + 0,3 % à chacun des deux trimestres précédents).

Au troisième trimestre, la contribution à la croissance de la demande intérieure hors stocks a vivement augmenté (à + 0,9 point, contre + 0,0 au second trimestre), celle du commerce extérieur est devenue positive (à + 0,2 point, contre - 0,1 point) et celle des variations de stocks est devenue négative (- 0,4 point, contre + 0,3 point).

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) de la Banque de France, le PIB progresserait de 0,5 % au quatrième trimestre (révisé de - 0,1 point) et de 1,6 % sur la moyenne de l'année 2005.

En décembre, si l'indicateur résumé d'opinion de l'enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages s'est redressé, à - 30, contre - 33 en novembre, la consommation des ménages en produits manufacturés a baissé de 1,0 %, après une hausse de 0,7 % en novembre (révisé de - 0,4 point), soit une hausse de 0,2 % au quatrième trimestre. Par ailleurs, l'indicateur du climat des affaires de l'enquête de conjoncture de la Banque de France affiche une baisse par rapport à novembre (101, contre 106).

En novembre, l'indice de la production industrielle, après une baisse enregistrée en octobre (- 2,8 %), s'est inscrit en forte hausse (+ 3,1 %), particulièrement dans les secteurs de l'industrie automobile (+ 7,1 %) et de l'énergie (+ 6,9 %).

Enfin, les immatriculations de voitures particulières neuves, corrigées des effets de jours ouvrables et des variations saisonnières, ont baissé en décembre de 0,4 %. Malgré cette diminution, l'évolution du quatrième trimestre 2005 est positive (+ 1,9 %) après trois trimestres consécutifs de repli : - 0,9 % au premier comme au second trimestres, - 1,9 % au troisième.

#### La construction de logements neufs reste très dynamique

En novembre, les autorisations de construction de logements neufs, en données corrigées des variations saisonnières, ont augmenté de 9,0 % sur les trois derniers mois (contre + 9,4 % fin octobre) et de 11,3 % sur un an (contre + 12,0 % fin octobre).

Les mises en chantier ont progressé encore significativement : leur hausse, à fin novembre, en moyenne mobile sur trois mois atteint 12,6 % par rapport aux trois mêmes mois de l'année dernière, contre + 4,6 % fin octobre, et, sur un an à fin novembre, 11,4 %, contre + 10,7 % fin octobre.

#### Le chômage poursuit sa baisse en novembre

Si l'emploi salarié dans le secteur concurrentiel non agricole est resté stable au troisième trimestre (avec + 0,3 % sur un an), le chômage a poursuivi sa baisse en novembre : son taux au sens du BIT y atteint 9,6 %, ce qui correspond à une diminution de 0,4 point en un an.

#### Diminution de l'indice national des prix à la consommation

Les prix à la production dans l'industrie pour le marché français ont affiché en novembre, principalement sous l'effet de la baisse des prix des combustibles et des carburants, un repli de 0,4 %, tout en restant en hausse de 2,8 % sur un an.

## ENCADRÉ I

## Zone euro et évolution récente de l'environnement international

## États-Unis

- Révision de la croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 : + 4,1 % en termes annualisés (après + 4,3 % en deuxième estimation) par rapport à + 3,3 % au trimestre précédent
- Accélération de la **production industrielle** en novembre : + 2,8 % sur un an, après + 2,2 % en octobre
- Augmentation de la **consommation des ménages** en novembre : + 3,0 % en glissement annuel, après + 2,5 % en octobre et progression du revenu disponible des ménages : + 1,5 % en glissement annuel, après + 1,2 % en octobre
- Baisse de l'**indice PMI manufacturier**, la plus forte depuis juillet 2002, en décembre : 54,2, après 58,1 en novembre et hausse de l'**indice ISM non manufacturier** : 59,8, après 58,5 en novembre
- Hausse de l'**indice de confiance des consommateurs** du Conference Board en décembre : 103,6, après 98,3 en novembre
- Hausse du **taux d'utilisation des capacités de production industrielle** en novembre : 80,2 %, contre 79,8 % en octobre
- Ralentissement des **prix à la production** en novembre : + 4,5 % sur un an, après + 5,9 % en octobre
- Ralentissement des **prix à la consommation** en décembre : + 3,4 % sur un an, après + 3,5 % en novembre et + 4,3 % en octobre (inflation sous-jacente : + 2,2 % en décembre)
- Baisse du **taux de chômage** en décembre : 4,9 %, contre 5,0 % en novembre

## Japon

- Hausse de l'**indice d'activité globale** du METI en octobre : + 2,8 % sur un an, après + 1,9 % en septembre
- Progression de la **production industrielle** en novembre : + 3,3 % en glissement annuel, après + 3,0 % en octobre
- Hausse de l'**indice PMI manufacturier** en décembre : 55,7, après 55,3 en novembre
- Ralentissement des **dépenses de consommation des ménages** en novembre : 0,0 % sur un an, après 2,0 % en octobre
- Hausse de l'**indice des prix à la consommation sous-jacent** en novembre : + 0,1 % en glissement annuel, après 0,0 % en octobre

## Royaume-Uni

- Croissance du **PIB** au troisième trimestre 2005 : + 0,4 % en variation trimestrielle (+ 1,7 % sur un an), après + 0,5 % (+ 1,6 % sur un an) au trimestre précédent
- Hausse de l'**indice PMI du secteur manufacturier** et de celui des **services** en décembre : 51,1 et 57,9 respectivement, contre 51,0 et 55,8 en novembre
- Augmentation du **taux de chômage** en septembre : 4,8 %, après 4,6 % en août

## Zone euro

- Prévisions de la Commission européenne pour la croissance trimestrielle du **PIB** : entre 0,4 % et 0,8 % pour le quatrième trimestre 2005 et le premier trimestre 2006, entre 0,4 % et 0,9 % pour le deuxième trimestre 2006
- Hausse de l'**indicateur du sentiment économique Eurostat** en décembre, à 100,5 contre 99,9 en novembre
- Stabilité du **taux de chômage** en novembre 2005, à 8,3 %, contre 8,8 % en novembre 2004
- Baisse des **prix à la production industrielle** de 0,2 % en novembre par rapport à octobre
- Selon l'estimation rapide d'Eurostat, baisse de l'**inflation** en décembre, à 2,2 %, après 2,3 % en novembre
- **Déficit courant** de 9 milliards d'euros en octobre, soit un déficit cumulé sur 12 mois à cette date de 0,1 % du PIB, contre un excédent de 0,5 % du PIB un an plus tôt

Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés (SMB) augmente de 1,0 % au troisième trimestre, après + 0,6 % au deuxième, portant la variation annuelle à + 2,8 %. L'indice du salaire horaire de base ouvrier (SHBO) progresse, quant à lui, de 1,2 % au troisième trimestre (après + 0,6 % au deuxième) et de + 3,1 % sur un an.

En décembre, l'indice national des prix à la consommation a atteint + 1,5 % en glissement annuel (contre + 1,6 % en novembre), tandis qu'une stabilité a été observée pour les indices nationaux sous-jacent (+ 0,9 %) et hors tabac (+ 1,6 %), ainsi que pour l'indice harmonisé des prix à la consommation (+ 1,8 %).

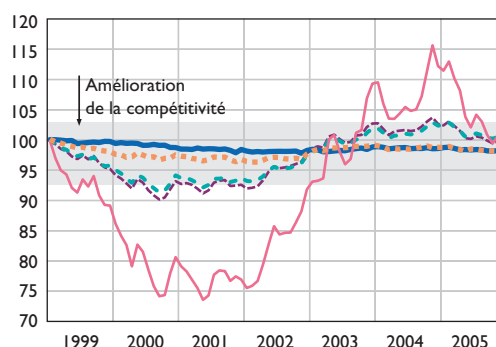
## ENCADRÉ 2

## Compétitivité de l'économie française

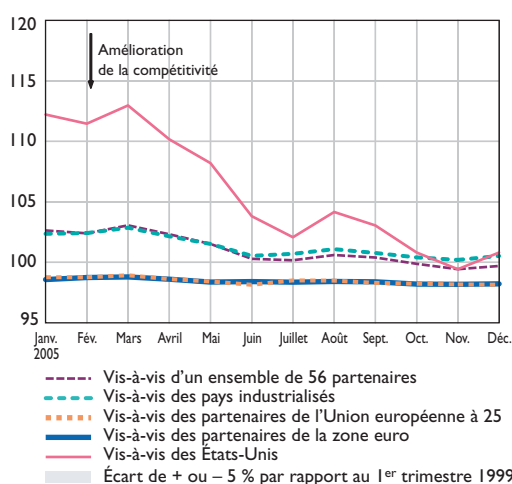
## Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999

... depuis 1999



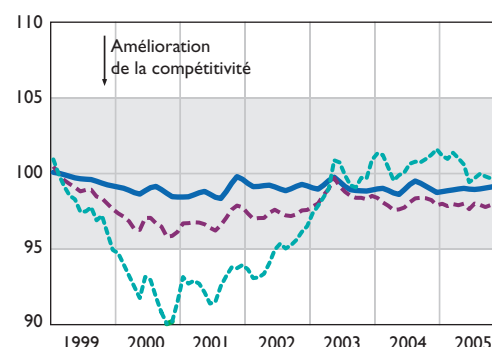
... sur un an



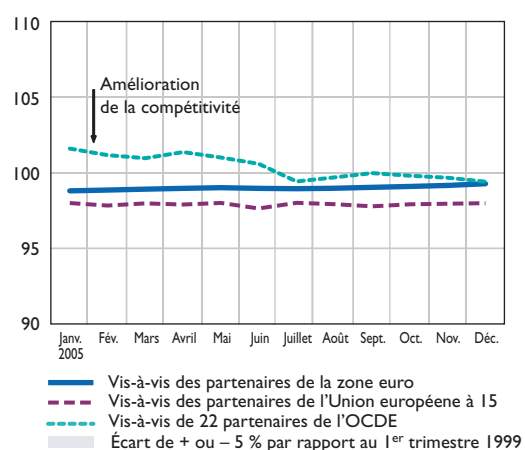
## Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

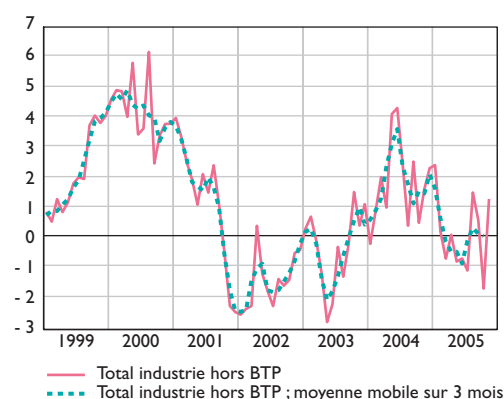


NB : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

## Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

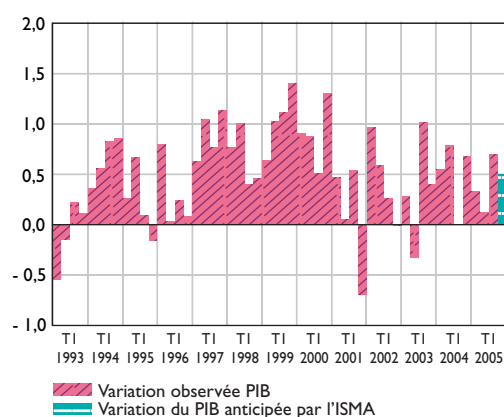
## Évolution de la production industrielle

(glissement annuel, en %)



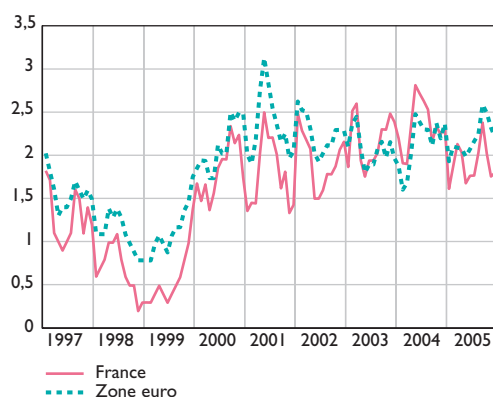
## Évolution de l'ISMA et du PIB

(variations trimestrielles, cjo-cvs)



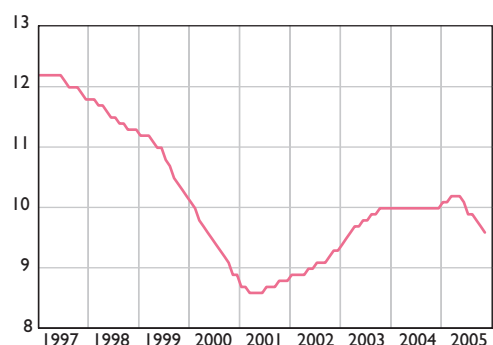
## Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



## Taux de chômage au sens du BIT

(cvs)



Sources : Insee, Banque de France

## 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	
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>
Importations	0,4	3,6	1,6	1,4	6,1	0,7	1,4	2,2	5,7
Dépenses de consommation des ménages	0,7	0,8	- 0,3	1,3	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	0,0	0,1	1,1	1,4
FBCF totale	- 0,4	1,0	- 0,4	1,3	2,1	1,5	- 0,1	1,3	3,2
Exportations	0,2	1,1	- 0,3	1,1	2,1	- 0,2	1,0	3,0	3,1
<b>Contributions à la croissance</b>									
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	0,0	0,9	2,0
Variation des stocks	0,1	0,6	0,8	- 0,3	0,8	- 0,1	0,3	- 0,4	0,3

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 3 janvier 2006

## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en novembre 2005

En novembre 2005, le *déficit courant* cvs augmente, à – 4,1 milliards d'euros, en raison d'une dégradation du solde des services hors voyages qui devient légèrement négatif (– 0,3 milliard), tandis que le déficit des échanges de biens se stabilise à un montant élevé (– 2,7 milliards). Sur onze mois, le déficit courant se creuse à – 26,8 milliards d'euros en données cvs, au lieu de – 5,1 milliards sur la même période de 2004. Cette détérioration résulte principalement d'une dégradation de 18,6 milliards du solde des biens. Par ailleurs, l'augmentation des transferts courants vers l'étranger est partiellement compensée par un accroissement de l'excédent sur les revenus.

Le *compte financier* dégage des entrées de 5,2 milliards d'euros en novembre. Sous l'effet d'une accélération des opérations de fusions-acquisitions, les *investissements directs* français à l'étranger atteignent 15,9 milliards, montant mensuel le plus élevé depuis juillet 2001. Les investissements directs étrangers en France sont aussi en hausse par rapport à octobre, à 3,7 milliards d'euros, les opérations en « capital social » hors investissements immobiliers restant toutefois modestes, à 1 milliard. Sur onze mois, les investissements directs français à l'étranger sont en hausse de 64 % par rapport à 2004 et les investissements étrangers en France progressent de 93 %.

Les *investissements de portefeuille* se soldent par des sorties nettes de 23,4 milliards d'euros ce mois-ci. Les investissements des résidents en titres étrangers s'établissent à 34,8 milliards d'euros, dont 18,7 milliards d'acquisitions de titres de dette, réalisées principalement par les institutions financières monétaires (IFM), et 16,1 milliards d'achats d'actions et titres d'OPCVM, réalisés exclusivement par les « autres secteurs ». La plupart des titres acquis étaient émis hors de la zone euro. De leur côté, les non-résidents ont acheté des titres français à hauteur de 11,4 milliards d'euros, dont 10,7 milliards d'obligations. Parmi ces dernières, les titres émis par les administrations publiques ont particulièrement recueilli les faveurs des non-résidents.

Les « autres investissements » donnent lieu à des entrées nettes de 39,7 milliards d'euros en novembre. Les secteurs résidents concernés par ces entrées sont notamment les IFM (pour 14,6 milliards), les « autres secteurs » (pour 13,2 milliards), du fait notamment des entreprises d'investissement, et la Banque de France (pour 11,5 milliards), essentiellement au titre des opérations *Target*.

Les erreurs et omissions nettes, qui avaient atteint des montants élevés au cours des derniers mois, sont revenues à – 0,9 milliard d'euros en novembre et à + 11,5 milliards en cumul sur onze mois.

### La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois			Cumuls 11 mois		Montants mensuels		
	Déc. 2003 (a)	Déc. 2004 (b)	Nov. 2005 (c)	Nov. 2004 (b)	Nov. 2005 (c)	Sept. 2005 (c)	Oct. 2005 (c)	Nov. 2005 (c)
<b>Compte de transactions courantes (1)</b>	<b>7,0</b>	<b>- 6,8</b>	<b>- 29,7</b>	<b>- 5,1</b>	<b>- 26,8</b>	<b>- 2,5</b>	<b>- 3,8</b>	<b>- 4,1</b>
Biens	2,9	- 6,3	- 25,6	- 4,2	- 22,8	- 1,7	- 2,7	- 2,7
Services hors voyages	2,4	0,5	0,3	0,3	- 0,0	- 0,1	0,0	- 0,3
Voyages	11,6	9,8	8,9	9,1	8,5	0,8	0,8	0,7
Revenus	7,1	6,9	7,2	6,3	7,1	0,6	0,0	0,1
Transferts courants	- 16,9	- 17,6	- 20,5	- 16,6	- 19,6	- 2,0	- 1,9	- 1,9
<b>Compte de capital</b>	<b>- 7,7</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>- 0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>Compte financier</b>	<b>9,7</b>	<b>0,3</b>	<b>14,8</b>	<b>3,8</b>	<b>18,2</b>	<b>39,1</b>	<b>- 5,8</b>	<b>5,2</b>
Investissements directs	- 9,4	- 18,9	- 27,0	- 20,4	- 28,5	- 1,1	- 5,6	- 12,2
- Français à l'étranger	- 47,1	- 38,5	- 62,8	- 38,0	- 62,3	- 4,9	- 6,2	- 15,9
- Étrangers en France	37,7	19,6	35,9	17,5	33,8	3,8	0,5	3,7
Investissements de portefeuille	5,8	- 46,3	28,5	- 84,7	- 9,8	19,3	5,5	- 23,4
- Avoirs	170,6	- 180,0	- 139,4	- 208,9	- 168,4	1,1	- 10,3	- 34,8
- Engagements	176,4	133,6	167,9	124,2	158,5	18,2	15,7	11,4
Produits financiers dérivés	- 6,1	5,1	7,3	5,9	8,1	0,1	1,2	1,2
Autres investissements	21,6	64,0	0,5	106,9	43,4	19,6	- 7,9	39,7
dont IFM	31,1	40,7	- 19,0	72,4	12,8	21,3	- 8,8	14,6
Avoirs de réserve	- 2,2	- 3,5	5,4	- 3,9	5,0	1,1	1,1	- 0,1

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres semi-définitifs

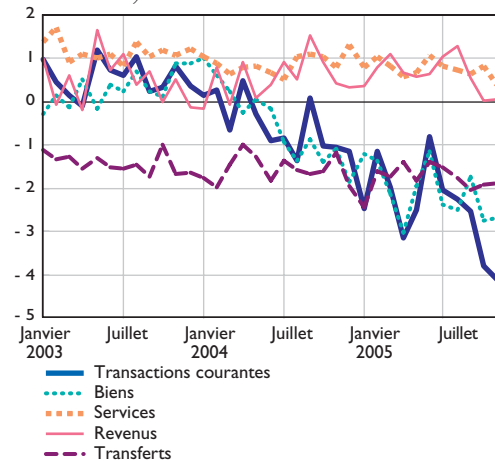
(c) Chiffres provisoires

(1) Données brutes pour les années et le cumul sur 12 mois, données cvs-cjo pour les résultats mensuels et les cumuls sur 11 mois

### Transactions courantes

Soldes (cvs)

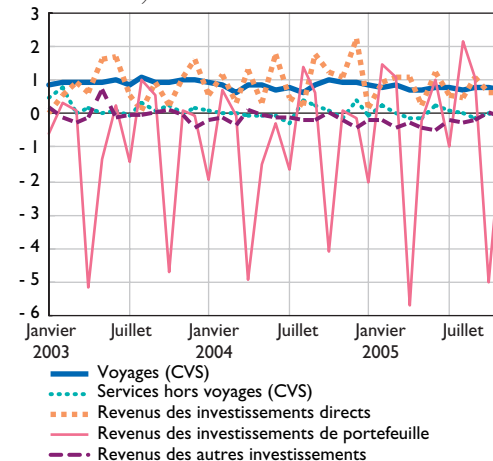
(en milliards d'euros)



### Transactions courantes

Soldes

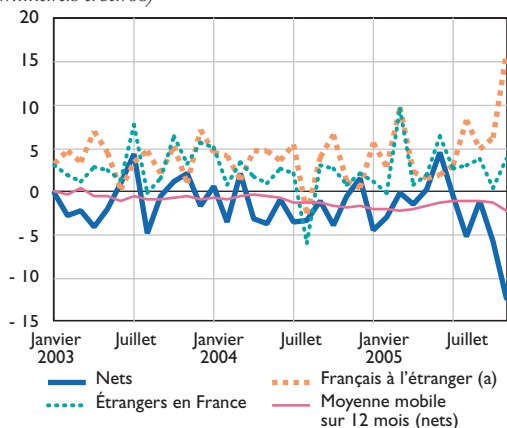
(en milliards d'euros)



### Investissements directs

Soldes

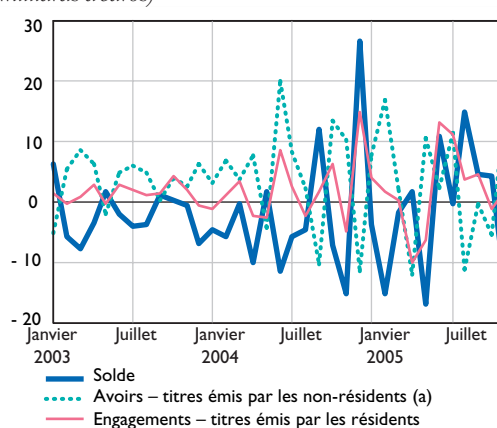
(en milliards d'euros)



### Investissements de portefeuille

Actions

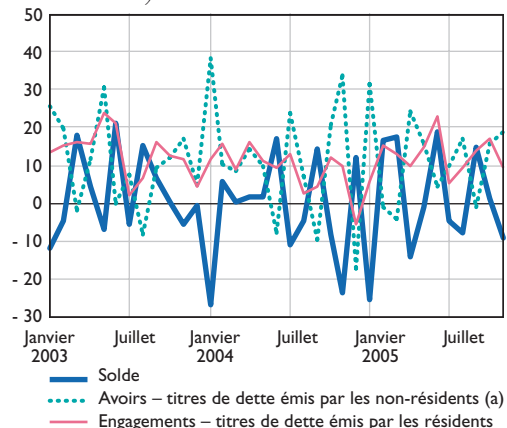
(en milliards d'euros)



### Investissements de portefeuille

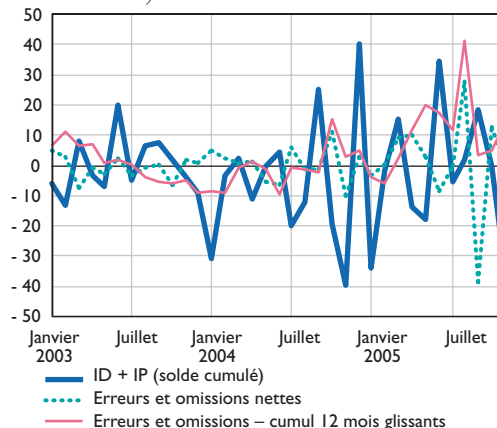
Titres de dette

(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 7,6 % en novembre, après 8,0 % en octobre. Sa moyenne mobile sur trois mois est également revenue à 8,0 % pour la période allant de septembre à novembre, au lieu de 8,2 % pour la période d'août à octobre.

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est très

légèrement ralentie (9,4 %, après 9,3 % en octobre) du fait notamment de l'évolution des crédits (9,0 %, après 8,9 %).

En France, la croissance annuelle des différentes catégories d'avoirs monétaires des résidents s'est modérée en novembre. Le ralentissement a été particulièrement sensible pour les titres de créances à moins de deux ans (21,0 %, après 26,8 %) et les dépôts à terme à moins de deux ans (4,4 %, après 8,8 %), un peu moins marqué pour les titres d'OPCVM monétaires (6,4 %, après 8,2 %), les comptes sur livret (4,5 %, après 5,3 %) et les dépôts à vue (8,4 %, après 9,0 %).

#### Tendances monétaires et financières – zone euro et France

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

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

	Encours	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro
		Octobre 2005	Novembre 2005	
	Novembre 2005			Novembre 2005
<b>Zone euro (b)</b>				
<b>Agrégats monétaires</b> (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	519,6	15,3	14,6	
+ Dépôts à vue	2 866,0	10,4	9,9	
<b>= M1</b>	<b>3 385,6</b>	<b>11,2</b>	<b>10,6</b>	
+ Autres dépôts monétaires	2 639,5	6,0	5,9	
<b>= M2</b>	<b>6 025,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,3</b>	
+ Instruments négociables	1 002,1	4,0	3,5	
<b>= M3</b>	<b>7 027,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b> (en données cvs)	8 212,4	8,9	9,0	
<b>Concours au secteur privé</b> (en données cvs)	9 474,8	9,3	9,4	
<b>France</b>				
<b>Principaux actifs monétaires</b> (c)				
Dépôts à vue	415,3	9,0	8,4	14,5
Comptes sur livret	385,8	5,3	4,5	25,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	52,4	8,8	4,4	4,8
Titres d'OPCVM monétaires	302,7	8,2	6,4	47,8
Titres de créances < 2ans	74,4	26,8	21,0	73,3
<b>Crédits au secteur privé</b> (c)	<b>1 338,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>16,6</b>

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

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

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

Sources : BCE, Banque de France



## 2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total n'a pas varié en novembre 2005. Le léger ralentissement de la croissance de l'endettement des administrations publiques a été compensé par une accélération modérée de l'endettement des sociétés non financières et des ménages.

### Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Nov. 2004	Oct. 2005	Nov. 2005
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
Sociétés non financières	3,9	6,0	6,1
Ménages	9,6	10,4	10,5
Administrations publiques	6,2	5,7	5,6

S'agissant des modes de financement, la progression annuelle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes s'est de nouveau renforcée. En revanche, le taux de croissance annuel des financements de marché s'est quelque peu atténué, de même que celui des crédits obtenus auprès des non-résidents.

### Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

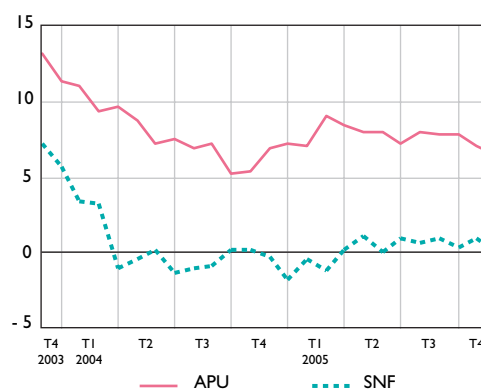
	Nov. 2004	Oct. 2005	Nov. 2005
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,3	7,3	7,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents	8,5	11,8	11,2
Financements de marché	5,0	5,4	4,8

## 2|3 L'endettement sur les marchés

La progression annuelle de l'encours des titres de dette émis par les administrations publiques sur les marchés s'est légèrement ralentie en novembre (6,5 %, après 7,0 % en octobre) notamment sur le compartiment du long terme (9,1 %, après 9,8 %). Les importants remboursements nets intervenus en novembre ont ramené le taux de croissance de l'encours des titres de dette émis par les sociétés non financières au voisinage de zéro (0,1 %, après 0,9 %).

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

(taux de croissance annuel en %)



## 2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires (IFM) s'est sensiblement renforcée en novembre (8,0 %, après 7,1 % en octobre).

L'évolution des crédits aux administrations publiques est redevenue positive (1,7 %, après - 0,7 % en octobre). La progression des crédits aux ménages n'a pas varié (à 10,9 %), la poussée des crédits à

### Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Nov. 2004	Oct. 2005	Nov. 2005
<b>Crédits des IFM</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
aux APU	1,7	- 0,7	1,7
au secteur privé	7,7	7,9	8,6
dont :			
Crédits des EC aux ménages	9,6	10,9	10,9
dont : Trésorerie	4,8	6,1	5,7
Habitat	12,3	13,5	14,0
Crédits des EC aux SNF	4,1	5,9	6,8
dont : Trésorerie	1,5	5,5	7,5
Investissement	4,8	5,8	5,7



## ENCADRÉ 3

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

#### Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours À fin déc. 2005
	Année 2004	Déc. 2004 à nov. 2005	Jan. 2005 à déc. 2005	Décembre 2005	Déc. 2004 à nov. 2005	Jan. 2005 à déc. 2005	Décembre 2005	
Sociétés non financières	-18,0	-13,2	-14,2	-1,4	3,9	3,6	0,0	94,6
État	39,0	39,9	39,9	0,0	76,3	76,3	0,0	587,3
Autres administrations publiques	7,9	10,2	5,9	-0,1	12,6	8,4	0,0	53,3
Institutions financières monétaires	-2,5	-6,1	-6,5	0,4	12,5	10,7	1,1	152,9
Institutions financières non monétaires	-1,2	-0,8	-0,8	0,0	1,5	1,5	0,0	23,7
<b>Total</b>	<b>25,2</b>	<b>30,0</b>	<b>24,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>106,8</b>	<b>100,5</b>	<b>1,1</b>	<b>911,9</b>

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de décembre 2005, ont totalisé 1,1 milliard d'euros, contre 9,5 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (2,1 milliards d'euros), les remboursements nets ont représenté 0,9 milliard d'euros.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont totalisé 53 % du total émis sur la place de Paris. À fin décembre, le montant cumulé des émissions obligataires de l'État depuis le début de l'année excédait de 25 % le programme initialement prévu pour 2005.

Le désendettement en titres des sociétés non financières sur le marché domestique, qui s'est prolongé en décembre (- 1,4 milliard d'euros), a atteint 14,2 milliards sur l'ensemble de l'année 2005, tandis que sur la même période les émissions nettes de l'État et des autres administrations publiques se sont élevées à 45,8 milliards d'euros.

l'habitat ayant été compensée par le ralentissement des crédits de trésorerie et des autres crédits. La croissance des crédits aux sociétés non financières s'est accélérée (6,8 %, après 5,9 %) sous l'effet principalement d'une forte augmentation des crédits de trésorerie.

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

Les taux moyens des crédits observés en novembre sur les opérations nouvelles sont en hausse pour les crédits aux ménages, notamment pour les crédits à la consommation, mais diminuent pour les crédits aux sociétés non financières.

- S'agissant des crédits aux ménages, la légère hausse du taux des découverts (10,49 %, après 10,45 %) et le renchérissement plus marqué du taux des crédits à la consommation (6,02 %, après 5,68 %) contrastent avec la nouvelle baisse des taux appliqués aux nouveaux crédits à l'habitat d'une PFIT inférieure ou égale à un an (3,27 %, après 3,30 %) ou supérieure à un an (3,50 %, après 3,52 %).

- La baisse des taux des crédits nouveaux aux sociétés non financières (3,66 % en moyenne, après 3,72 % en octobre) est d'amplitude voisine pour les crédits de PFIT supérieure ou égale à un an (3,72 %, après 3,81 %) et les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,07 %, après 3,15 %), alors que les taux des découverts augmentent à nouveau (3,92 %, après 3,88 %).

## 2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

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

### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

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

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

## ENCADRÉ 4

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

Les résultats de l'enquête-titres portant sur le troisième trimestre 2005 font apparaître un accroissement de 7,1 % de l'encours des portefeuilles de valeurs mobilières par rapport à juin 2005. Les effets de valorisation, fortement positifs pour les actions, y ont très largement contribué. Ils ont représenté, au total, 158,5 milliards d'euros, tandis que les flux d'achats nets de valeurs mobilières atteignaient 41,3 milliards d'euros.

Deux faits majeurs déjà notés depuis 2004 ont de nouveau caractérisé le troisième trimestre 2005 : le niveau élevé des investissements en titres étrangers (+ 25,9 milliards d'euros) et l'importance des flux de souscriptions nouvelles des titres d'OPCVM français (+ 15 milliards d'euros).

De plus, l'analyse détaillée par types de valeurs et par secteurs investisseurs met en évidence quelques évolutions significatives :

- les non-résidents ont été les principaux acquéreurs nets d'actions cotées (+ 9,8 milliards d'euros). Au sein des administrations publiques, l'Etat a cédé un montant de 2,5 milliards d'euros de titres de l'entreprise Gaz de France dans le cadre de son introduction en Bourse de juillet 2005 ;
- les investisseurs institutionnels et les non-résidents ont globalement renforcé leurs positions en obligations (respectivement + 8,1 et + 6,3 milliards d'euros) ;
- tous les secteurs, à l'exception des autres agents non financiers, ont été acheteurs nets de titres d'OPCVM, notamment les sociétés dont le flux net d'achat a atteint 8,1 milliards d'euros ;
- dans la continuité des trimestres précédents, les ménages ont de nouveau allégé leurs portefeuilles. Sur un an (septembre 2004-septembre 2005), leurs désinvestissements nets en valeurs mobilières se sont élevés à 7 milliards d'euros. Toutefois, pour la première fois depuis plus d'un an, le nombre de comptes titres des ménages a augmenté au troisième trimestre 2005 avec un excédent des ouvertures sur les fermetures d'environ 100 000 comptes, une évolution à mettre en relation notamment avec l'introduction en Bourse de Gaz de France.

La part des portefeuilles consacrée à la détention directe d'actions atteignait 33,1 % de l'ensemble à fin septembre, après 31,6 % à fin juin 2005.

Les portefeuilles obligataires, qui représentaient 43,6 % du total des avoirs en valeurs mobilières à fin septembre 2005, ont enregistré un net renforcement en titres étrangers, à hauteur de 19,5 milliards d'euros. Les acquisitions nettes des résidents en obligations (+ 9,7 milliards d'euros) ont été principalement le fait des investisseurs institutionnels qui ont été acheteurs nets de titres étrangers (+ 19,7 milliards d'euros) mais vendeurs nets de titres français (- 11,6 milliards d'euros). Pour leur part, les non-résidents ont investi 6,6 milliards d'euros en obligations françaises.

Les placements en titres d'OPCVM représentaient 23,3 % du total des portefeuilles à fin septembre. Les OPCVM monétaires ont drainé 5,9 milliards d'euros de souscriptions nettes de la part des sociétés non financières. Les titres d'OPCVM non monétaires ont fait l'objet d'investissements nets pour un montant de 11,1 milliards d'euros, les souscriptions les plus importantes provenant des investisseurs institutionnels avec 5,5 milliards d'euros.

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

### 3| Les marchés de capitaux

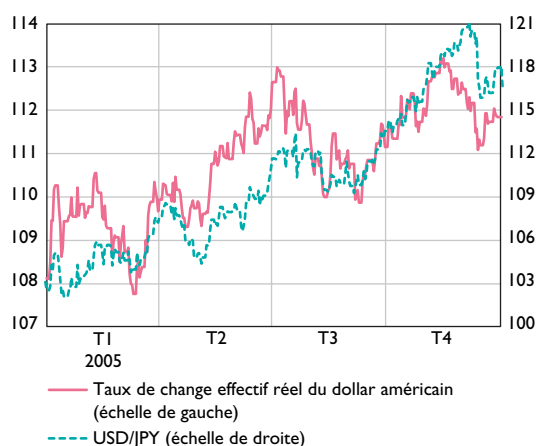
L'évolution des marchés a continué à être dominée en décembre par les développements relatifs aux anticipations de taux d'intérêt à court terme et a été ponctuée des décisions de resserrement des politiques monétaires dans la zone euro (dès le 1<sup>er</sup> décembre), aux États-Unis (le 13 décembre) ou encore en Suisse (le 15 décembre). Dans ce contexte :

- le dollar s'est déprécié face à l'euro et au yen ;
- la pente des courbes des rendements obligataires a continué à s'aplatir dans la zone euro et au Japon, allant jusqu'à s'inverser très légèrement aux États-Unis en fin de période.
- les marchés boursiers en zone euro et au Japon ont conforté leur progression.

### 3| I Les marchés de change et de matières premières

Le dollar, sous l'effet d'anticipations d'une diminution du différentiel de taux à court terme favorable à la devise américaine, a enregistré un léger recul face aux principales devises.

Taux de change effectif réel du dollar contre les devises des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, taux de change du dollar contre yen

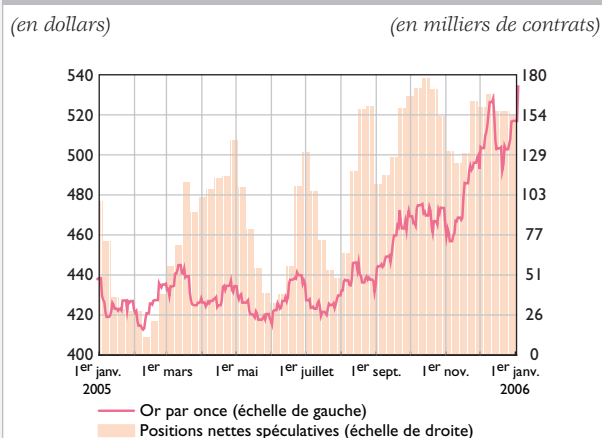


Les anticipations quant à la poursuite du resserrement de la politique monétaire américaine se sont en effet quelque peu affaiblies. Les autres facteurs de soutien du dollar à l'œuvre les mois précédents, tels que les rapatriements de bénéfices dans le cadre du *Homeland Investment Act*, ont également été éclipsés.

Ainsi l'euro s'est légèrement apprécié contre le dollar (+ 0,45 %) en décembre. Après s'être replié jusqu'à un point de 1,1663 début décembre — proche du plus bas depuis novembre 2003 —, l'EUR/USD s'est redressé jusqu'à 1,184 le 30 décembre. De façon concomitante, le sentiment des participants de marché sur la parité EUR/USD a continué de s'affermir : les *risk reversals* (différence entre le prix d'une option d'achat et le prix d'une option de vente pour un même prix d'exercice) sont revenus en territoire positif sur les maturités inférieures à trois mois, indiquant une anticipation d'appréciation supplémentaire de l'euro à cet horizon.

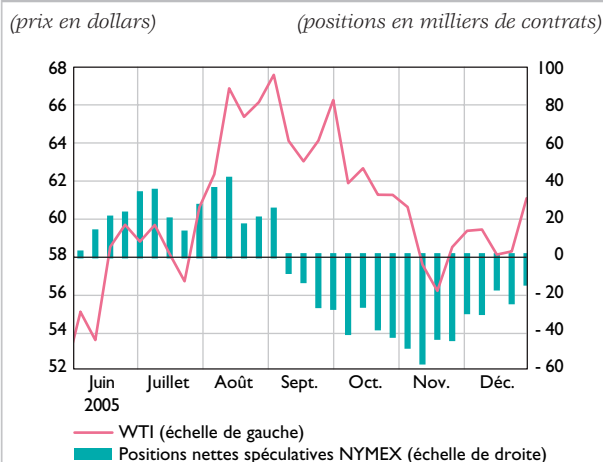
La livre sterling, après s'être appréciée de plus de 3 % contre le dollar, est revenue sur son niveau de début de mois à 1,72 dollar pour une livre sterling. La publication du rapport sur l'inflation de la Banque d'Angleterre et celle des minutes de la réunion du *Monetary Policy Committee* du 8 décembre ont favorisé des anticipations de baisse de taux en Grande-Bretagne, pesant sur la devise nationale et effaçant l'appréciation initialement enregistrée. L'EUR/GBP s'est par contre inscrit en hausse de presque 1 %, à 0,6877.

Cours de l'or et positions nettes spéculatives



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 du baril de pétrole brut et positions spéculatives



Le yen s'est apprécié de 1,6 % contre le dollar au cours du mois, le cours de change de l'USD/JPY atteignant 117,92 le 30 décembre, contre 119,8 le 30 novembre. Début décembre, l'USD/JPY avait atteint son plus haut niveau depuis mars 2003, à 121,04. La poursuite de la forte progression des marchés actions japonais en décembre, comme l'amélioration des perspectives économiques, ont soutenu la devise japonaise. Celle-ci s'est également appréciée contre euro, l'EUR/JPY étant passé de 141,23 à 139,65 au cours du mois.

Soutenu par la forte croissance de la demande mondiale face à une offre inélastique, l'or a atteint de nouveaux sommets à plus de 540 dollars l'once le 12 décembre, soit son plus haut niveau depuis 1981. Le prix de l'once d'or a ensuite décliné jusqu'à 490 dollars, après que le *Tokyo commodity exchange* (Tocom) a augmenté les appels de marge sur les contrats à terme sur or afin de dissuader les positions spéculatives. Au cours du mois, les positions spéculatives nettes longues sur le Comex américain ont légèrement reflué de 167 400 à 154 500 contrats, laissant néanmoins le cours de l'or rebondir à 517 dollars l'once en fin de mois.

En décembre, les cours du pétrole se sont également appréciés passant pour la référence *Brent* de 53 à 58 dollars le baril. Cette évolution s'est accompagnée d'une réduction des positions spéculatives nettes courtes sur le Nymex de 43 700 à 24 200 contrats. Le contexte géopolitique ainsi que les statistiques officielles de l'agence internationale de l'énergie montrant une reprise prévisible en 2006 de la demande en provenance des États-Unis et de la Chine ont favorisé cette appréciation.

## 3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

Les courbes des rendements souverains en zone euro, aux États-Unis et au Japon ont continué de s'aplatir en décembre.

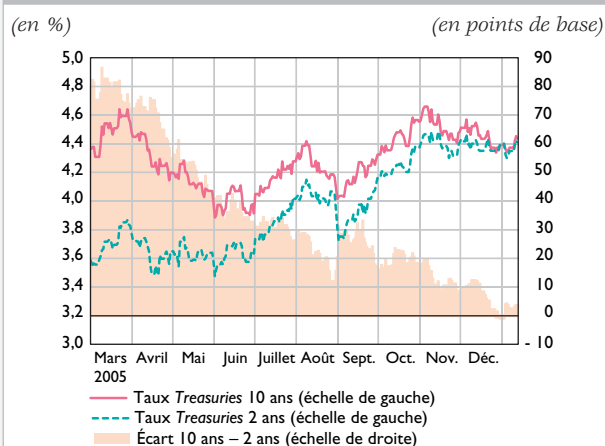
### La courbe des taux américains est devenue plate

La pente entre les rendements à 2 ans et à 10 ans est devenue complètement plate au cours du mois de décembre, le segment entre le 2 ans et le 5 ans connaissant même une inversion — de l'ordre de 5 points de base — dans les derniers jours de décembre. Le rendement à 2 ans a en effet progressé de 5 points de base, à 4,45 %, alors que le rendement à 10 ans a baissé de 11 points de base, à 4,44 %.

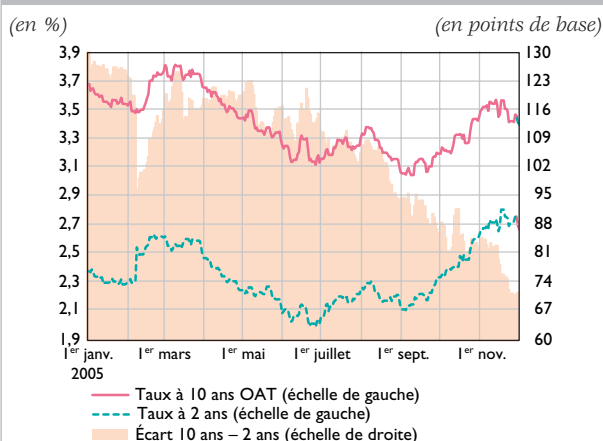
Le FOMC a décidé le 13 décembre de resserrer de 25 points de base, à 4,25 %, le taux cible des *Fed Funds*. Cependant la tonalité du communiqué accompagnant cette décision, notamment l'abandon du terme « accommodant » pour qualifier la politique du Système fédéral de réserve, a conduit les participants de marché à anticiper la fin du cycle de resserrement monétaire : à fin décembre, le taux cible des *Fed Funds* était anticipé à 4,75 % avant la fin du deuxième trimestre 2006, pour se maintenir sur ce niveau au cours du reste de l'année.

Les rendements des titres américains sur les maturités plus longues se sont détendus. Entre autres facteurs et de façon plus ponctuelle, la progression moindre des indices de prix à la consommation

### Écart des taux à 2 ans et à 10 ans aux États-Unis



## Écart des taux d'intérêt à 2 ans et à 10 ans en France



publiés en décembre a pu contribuer à diminuer la prime de risque liée à l'inflation anticipée. La baisse du point-mort d'inflation de 7 points à 2,33 % (tiré de l'obligation indexée sur l'inflation de maturité 2015) conforte cette évolution. Par ailleurs, la baisse modeste des taux réels (de l'ordre de 4 points de base à 2,07 % pour la maturité 2015) peut être rapprochée de l'anticipation d'un léger ralentissement du taux de croissance américain en 2006 autour de 3,4 %.

## Aplatissement de la courbe des taux européens

À l'instar des taux américains, la pente des rendements de la zone euro s'est aplatie. Les rendements à 2 ans se sont en effet légèrement tendus (+ 5 points de base, à 2,88 %) dans le sillage de la décision de politique monétaire de la BCE du 1<sup>er</sup> décembre 2005, portant le taux minimum de soumission à l'appel d'offre hebdomadaire de 2 à 2,25 %. Les investisseurs semblaient considérer fin décembre, au vu des taux implicites des contrats Euribor 3 mois de maturités 2006, que le taux minimum d'appel d'offre pourrait atteindre 3 % avant la fin de l'année 2006.

La forte corrélation constatée avec les taux longs américains a favorisé une baisse des rendements de long terme. Le taux à 10 ans français a ainsi perdu 14 points de base en décembre, à 3,31 %. La publication d'une moindre progression de l'indice de prix à la consommation en zone euro a également pu favoriser la baisse des rendements longs.

Dans le sillage de la décision de politique monétaire du 1<sup>er</sup> décembre, les anticipations d'inflation à moyen terme dans la zone euro semblent s'être ancrées sur un niveau proche de 2 %. Le point-mort d'inflation tiré de l'OAT indexée sur l'inflation française de maturité 2012 est resté stable, à 2,04 %, en décembre.

La courbe des rendements japonais s'est également aplatie : les taux à 10 ans se sont tendus de 3 points de base, à 1,48 %, alors que les taux à 2 ans ont gagné 10 points de base, à 0,33 %, le 30 décembre.

Seule la courbe des rendements britanniques, dont la pente est légèrement négative (taux à 2 ans à 4,22 % et taux à 10 ans à 4,12 %) n'a pas connu de mouvement de pente significatif en décembre, les taux baissant uniformément de 12 points de base sur l'ensemble des maturités.

Les primes associées au risque de crédit ont légèrement augmenté en décembre. Seul le segment des émetteurs industriels notés BBB — qui s'était dégradé les mois précédents — a connu une baisse des primes. En tout état de cause, le niveau de primes de crédit reste sur un niveau historiquement bas.

## Primes de signature de crédit dans la zone euro

(en points de base)

Émetteur	30 déc. 2005	30 nov. 2005	Variation/ 30 nov.	31 déc. 2004	Variation/ 31 déc. 2004
Obligations					
Industrielles AA	25	20	5	23	2
Industrielles BBB	80	94	- 14	76	4
Financières AA	31	28	3	30	1
Corporate BBB	83	73	10	79	4
Telecom	67	56	11	52	15
Agences	15	10	5	14	1

Source : Merrill Lynch

## 3 | 3 Les marchés boursiers

Les marchés boursiers ont connu des évolutions contrastées en décembre : alors que les marchés actions européens (+ 3,8 % pour l'EuroStoxx 50) et surtout japonais (+ 8,3 % pour le Nikkei) ont continué à progresser, les performances des bourses américaines ont été mitigées : le Dow Jones a cédé 0,8 %, alors que le Nasdaq a gagné 1,2 % au cours du mois.

### Indices boursiers

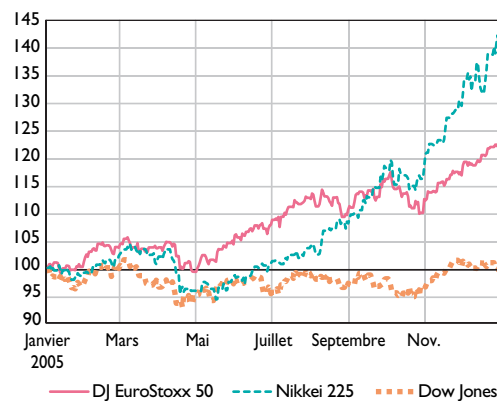
(variation en %)

	Niveau au 30 déc. 2005	Variation/ 30 nov. 2005	Variation/ 31 déc. 2004
CAC 40	4 715,2	3,2	23,4
DAX	5 408,3	4,1	27,1
DJ EuroStoxx 50	3 578,9	3,8	21,2
FTSE	5 618,9	3,6	16,7
Nasdaq	2 205,3	- 1,2	1,2
Dow Jones	10 717,5	- 0,8	- 0,8
Nikkei	16 111,4	8,3	40,2

Au total, les bourses ont été bien orientées en 2005, la sous-performance de la bourse américaine par rapport aux bourses européennes et japonaises devant être corrigée de l'effet change pour apprécier la rentabilité des placements en actions. La stabilité, voire la légère diminution des PER aux États-Unis — sur un niveau inférieur à 20 — suggère en outre que

### Principaux indices boursiers

(base 100 = 1<sup>er</sup> janvier 2005)



l'appréciation des bourses a été imputable, en 2005, à la progression des bénéfices des entreprises et non à une diminution des primes de risque.



## ENCADRÉ 5

## 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 %)

	Décembre 2005		Moyenne année 2005	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	358,4	71,8	426,2	66,6
Pensions à taux fixe	145,3	29,1	171,2	26,8
Pensions à taux variable	213,1	42,7	255,0	39,9
BTAN	110,8	22,2	154,6	24,2
Pensions à taux fixe	35,3	7,1	48,0	7,5
Pensions à taux variable	75,5	15,1	106,6	16,7
BTF	30,0	6,0	58,7	9,2
Pensions à taux fixe	9,2	1,8	13,8	2,2
Pensions à taux variable	20,8	4,2	44,8	7,0
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>499,2</b>	<b>100,0</b>	<b>639,5</b>	<b>100,0</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>189,8</b>	<b>38,0</b>	<b>233,1</b>	<b>36,4</b>
<b>Total</b>	<b>309,4</b>	<b>62,0</b>	<b>406,4</b>	<b>63,6</b>

#### Taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 décembre	30 novembre	Variation
1 mois	2,25	2,24	+ 1
3 mois	2,38	2,34	+ 4
6 mois	2,49	2,48	+ 1
12 mois	2,73	2,67	+ 6
2 ans	2,84	2,82	+ 2
5 ans	3,04	3,13	- 9

#### Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en décembre 2005		Encours à fin déc. 2005
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	486,7	- 2,7	368,7
Certificats de dépôt négociables	616,7	- 9,5	232,6
BMTN	3,3	- 0,5	53,5
Billets de trésorerie	63,1	- 11,6	61,1

#### Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	26 nov. au 2 déc.	3 au 9 déc.	10 au 16 déc.	17 au 23 déc.	25 au 31 déc.
1 jour	2,15	2,37	2,38	2,41	2,41
10 jours	—	2,39	2,42	2,59	—
30 jours	2,41	2,48	2,50	2,50	2,50
90 jours	2,55	2,50	2,54	2,56	2,60
180 jours	2,63	2,59	2,62	ns	2,69

#### Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	26 nov. au 2 déc.	3 au 9 déc.	10 au 16 déc.	17 au 23 déc.	25 au 31 déc.
1 jour	2,08	2,21	2,36	2,38	2,38
10 jours	2,13	2,27	2,26	2,33	2,38
30 jours	2,30	2,39	2,39	2,40	2,35
90 jours	2,49	2,48	2,50	2,50	2,50
180 jours	2,63	2,59	2,61	2,50	ns

#### Spreads billets de trésorerie – swaps

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

(en points de base)

Échéances	A-1+ /FI+ /A-1/P-1/FI	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Octobre 2005	1	5	10	5
Novembre 2005	1	4	12	2
Décembre 2005	8	9	15	10
3 mois				
Octobre 2005	4	6	15	7
Novembre 2005	2	7	9	4
Décembre 2005	7	9	11	9

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

Au cours du mois de décembre, on observe un agrandissement sensible des spreads compris entre 2 et 8 points de base pour tous types d'émetteurs et de maturités confondus.



<b>Allocution introductive au colloque « Productivité, compétitivité et globalisation »</b>	21
<b>Christian NOYER</b> <i>Gouverneur Banque de France</i>	
<b>Remarques conclusives au colloque « Productivité, compétitivité et globalisation »</b>	25
<b>Stanley FISCHER</b> <i>Gouverneur Banque d'Israël</i>	
<b>Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème</b>	31
<b>Florent LECINQ</b> <i>Direction générale des Opérations Service de mise en œuvre de la politique monétaire</i>	
<b>Le coût du crédit aux entreprises</b>	43
<b>Frédérique EDMOND</b> <i>Direction des Études et Statistiques monétaires Service des Analyses et Statistiques monétaires</i>	
<b>Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004</b>	47
<b>Bernard BARDES</b> <i>Secrétariat général Observatoire des entreprises</i>	



# Allocution introductive au colloque « Productivité, compétitivité et globalisation »

---

**Christian NOYER**

**Gouverneur**

Banque de France

Les questions de productivité, de compétitivité et de globalisation ont fait l'objet d'une abondante littérature théorique et empirique, répondant à des inflexions macroéconomiques et financières majeures. Parmi celles-ci, il est possible de retenir l'arrêt du phénomène de rattrapage par les autres pays industrialisés du niveau de productivité américain, l'émergence de nouveaux acteurs dans la division internationale du travail et le commerce mondial et enfin le développement considérable des flux de capitaux.

Cette riche matière appelle désormais une synthèse à laquelle les intervenants de ce colloque ont contribué au cours de trois sessions et d'une table ronde. La première session, animée par Jean-Claude Trichet, président de la Banque centrale européenne, a porté sur les évolutions de la productivité et de la compétitivité et en a présenté les principaux concepts et faits stylisés. La deuxième session, animée par Axel Weber, président de la Banque fédérale d'Allemagne, a présenté l'impact de ces évolutions sur l'allocation internationale des capitaux et les déséquilibres mondiaux. La troisième session, animée par Rodrigo de Rato, Directeur général du Fonds monétaire international, a examiné les modalités de réaction des politiques économiques et d'ajustement spontané des marchés ou des agents. Enfin, la table ronde, animée par Roger Ferguson, en a dégagé les conséquences en matière de stabilité financière internationale. Stanley Fischer a accepté la difficile tâche d'assurer la synthèse de ce colloque <sup>1</sup>. Stanley, comme un ou deux autres ici, symbolise à lui seul la diversité des origines des participants à ce colloque puisqu'il est tout à la fois ancien professeur au *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), ex directeur général adjoint au FMI, ex vice-président de Citigroup et actuellement gouverneur de la Banque d'Israël.

La première session a traité des inflexions décisives dans les évolutions de la productivité et de la compétitivité qui ont marqué les années 1990. Première inflexion, depuis le milieu des années 1990, tandis que la productivité américaine accélérât sous l'effet des gains liés à la production et à l'utilisation de technologies de l'information et de la communication (TIC), elle ralentissait en Europe et au Japon. Ainsi, sur les dix dernières années, la croissance de la productivité est inférieure en Europe de plus d'un point par an à celle des États-Unis. À l'origine du décrochage européen, des rigidités structurelles ont pu entraver l'évolution de la spécialisation sectorielle européenne et la diffusion des technologies de l'information, cependant que les politiques de l'emploi visant à réintégrer les salariés peu qualifiés sur le marché du travail pesaient sur le dynamisme de la productivité européenne.

Bart van Ark, professeur à l'Université de Groningen et directeur au *Conference Board*, a lancé les débats de la première session. Il fait partie des premiers universitaires à avoir décrit ces évolutions au travers de travaux de comparaison internationale sur les données macroéconomiques ou de branche. Ses recherches ont permis de mettre en évidence l'importance, dans le décrochage européen, des moindres gains de productivité globale des facteurs dans les secteurs producteurs de TIC, mais surtout dans les services utilisateurs de ces technologies. Une insuffisante spécialisation européenne dans les secteurs producteurs de TIC limite les gains à attendre de la forte baisse du prix de la puissance électronique. En outre, les difficultés des services utilisateurs de TIC à tirer pleinement parti de ces technologies pourraient trouver leur origine dans les rigidités structurelles des marchés des biens et du travail européens.

NB : Intervention prononcée dans le cadre du Colloque international de la Banque de France, qui s'est tenu à Paris, le 4 novembre 2005.

1 La synthèse réalisée par Stanley Fischer lors du colloque est également publiée dans ce Bulletin.

Parmi les questions que soulève cette première inflexion, figure l'impact de ces évolutions sur la compétitivité des pays industrialisés et les flux de capitaux. Les liens entre compétitivité et productivité sont en effet multiples. À court terme, les évolutions relatives des coûts salariaux unitaires sont une composante de la compétitivité-coût. À long terme, selon Paul Krugman, le concept de compétitivité d'une économie se confondrait avec celui de productivité : l'augmentation du niveau de vie aux États-Unis, au Japon ou en Europe, indicateur ultime de la compétitivité d'une nation selon la définition du professeur Laura d'Andrea Tyson, a en effet suivi depuis plusieurs décennies l'évolution de la productivité nationale, à l'exclusion de tout facteur externe. De plus, la flexibilité qui permet à une économie de faire évoluer sa spécialisation vers les secteurs porteurs détermine à la fois les évolutions de sa productivité et de sa position compétitive : selon plusieurs études récentes, les rigidités sur le marché du travail ou des biens peuvent entraver l'émergence d'un secteur producteur de TIC et limiter l'utilisation de ces technologies, ce qui pèse sur la croissance de la productivité et sur l'évolution des exports vers des produits dont la demande est dynamique.

Deuxième inflexion, l'insertion de nouveaux acteurs dans le commerce international de biens et de services et la division internationale du travail. Non que ce phénomène soit inédit — il s'est répété à plusieurs reprises depuis la Seconde Guerre mondiale avec le Japon ou encore les nouveaux pays industrialisés d'Asie — mais il prend une toute autre ampleur en raison de la taille des nouveaux arrivants, de leur avantage compétitif, de la libéralisation des flux de capitaux et de la baisse des coûts de transport et de communication. La nouvelle division internationale du travail affecte ainsi chaque étape du processus de production ; elle influence la localisation de la valeur ajoutée et pose la question du financement des déséquilibres extérieurs des économies qui se tournent vers les tâches de conception et de commercialisation des produits plus que vers leur confection.

La deuxième session s'est donc intéressée à l'impact des évolutions de la productivité et de la compétitivité sur l'allocation internationale des capitaux et les déséquilibres mondiaux. Ces évolutions ont en effet pu contribuer à l'essor des déséquilibres mondiaux attesté par les balances courantes et mettent en évidence plusieurs paradoxes.

Le premier paradoxe est celui d'une économie américaine qui allie l'accélération structurelle de sa productivité et une possible perte de compétitivité dont témoignerait le creusement de son déficit extérieur. Ce paradoxe n'est peut-être qu'apparent si on considère que l'augmentation de la productivité relative des États-Unis a principalement lieu dans le secteur non exposé et par rapport aux pays industrialisés, non par rapport aux pays émergents. Par ailleurs, si cette accélération de la productivité se traduit bien par une rentabilité plus élevée des placements, elle va logiquement de pair avec un excès d'investissement sur l'épargne nationale appelant un afflux croissant de capitaux extérieurs.

Cependant, la nature prédominante des flux de capitaux entrants aux États-Unis a évolué au début des années 2000. Elle s'est déplacée d'achats d'actions et d'investissements directs étrangers par le secteur privé vers des achats prédominants de titres publics par des banques centrales, dont la motivation ne saurait être la recherche d'une rentabilité élevée.

Ceci nous conduit au deuxième paradoxe, jumeau du premier, s'agissant du financement des dépenses des pays industrialisés par l'épargne mondiale. Cette situation correspond-elle à une allocation efficiente des capitaux et, sinon, comment l'expliquer ?

Plus généralement, un enchaînement entravant les mécanismes de rééquilibrage risque-t-il de s'être mis en place ? Les interventions de change de plusieurs banques centrales contribuent au financement des déficits budgétaire et extérieur américains ; aux États-Unis, le maintien corrélatif des taux d'intérêt à long terme à un bas niveau favorise le déséquilibre interne entre épargne et investissement ; dans les pays asiatiques, et notamment en Chine, la hausse des excédents commerciaux et son corollaire, l'aggravation du déséquilibre américain, maintient la pression à l'appréciation des devises, tandis que le gonflement des réserves de change rend coûteuse une forte appréciation vis-à-vis du dollar. Cette configuration correspond-elle à une situation mutuellement avantageuse et pérenne ?

Lors de cette deuxième session, Bill White, conseiller économique à la Banque des règlements internationaux, a éclairé ces paradoxes à la lumière notamment des travaux de son institution dont la contribution à l'étude et à la promotion de la stabilité macro-financière est essentielle.

Dans la troisième session, qui a abordé l'ajustement et les réponses de politiques économiques à apporter à cette montée des déséquilibres mondiaux, nous nous sommes interrogés sur la capacité des différents acteurs privés et publics à s'adapter à la situation actuelle. Les comportements des agents privés, par une modification de leur épargne ou une réorientation des flux de capitaux, peuvent-ils conduire à une diminution spontanée des déséquilibres mondiaux sans entraîner d'ajustements déstabilisateurs sur les marchés financiers ? Plus précisément, une plus grande flexibilité des changes dans certaines zones, et notamment dans les pays émergents, est-elle en mesure de conduire à une situation plus équilibrée ? En Europe et au Japon, un surcroît de croissance potentielle est attendu à terme des réformes structurelles des marchés financiers, des biens et du travail. Au-delà de l'effet mécanique d'une réduction de l'écart de croissance, quel serait leur impact sur les flux de capitaux ? Aux États-Unis, au-delà d'un resserrement du *policy-mix*, de quel levier faut-il jouer pour améliorer significativement l'équilibre épargne-investissement, compte tenu du comportement d'épargne des agents privés ? Enfin, peut-on envisager un rôle accru des institutions internationales dans la gestion des déséquilibres mondiaux ?

Dans cette troisième session, Otmar Issing, ancien professeur à l'Université de Würzburg et membre du directoire de la Banque centrale européenne, a tracé les voies de sortie des déséquilibres mondiaux actuels en présentant notamment les analyses développées par son institution en matière de politique budgétaire, de change et de réformes structurelles.

La dernière session a porté sur les conséquences de ces évolutions pour la stabilité financière internationale, dans un contexte de libéralisation, d'accroissement et de réorientation des flux de capitaux. Les pays émergents ont eu à souffrir à plusieurs reprises de mouvements erratiques de capitaux. La crise asiatique de 1997 a ainsi mis en évidence les risques liés à une libéralisation accélérée des flux de capitaux de court terme, notamment quand les structures de contrôle prudentiel sont insuffisamment développées. Quelle est la politique d'insertion dans les flux financiers internationaux appropriée à un pays en émergence ? Du point de vue des pays avancés, la crise du fonds d'investissement LTCM — *Long-Term Capital Management* — en 1998, a illustré les risques de contagion des crises pouvant apparaître dans les zones émergentes mais également les fragilités introduites par l'apparition de nouveaux acteurs et par le développement des instruments financiers dérivés, fragilités que la faillite d'Enron, en 2001, a encore soulignées. Quels sont les enjeux prudentiels des mutations récentes des marchés financiers, en particulier de la plus forte interdépendance des marchés nationaux, de l'émergence de nouveaux instruments et de nouvelles catégories d'intervenants dans un contexte de volume croissant ?

Pour répondre à certaines de ces questions, la dernière session a regroupé des intervenants de pays industrialisés et de pays émergents à différents stades d'insertion dans le commerce international, qu'ils soient banquiers centraux et/ou aient l'expérience du secteur privé. Elle a été l'occasion de discuter les conséquences sur la stabilité financière internationale de la montée des déséquilibres mondiaux avant que Stanley Fischer ne fasse la synthèse de cette journée.



## Remarques conclusives au colloque « Productivité, compétitivité et globalisation »

---

**Stanley FISCHER**

*Gouverneur*

*Banque d'Israël*

Productivité, compétitivité et globalisation étaient les thèmes à l'ordre du jour de cette excellente conférence mais nous nous sommes en réalité concentrés principalement sur deux sujets : d'une part la productivité, thème de la première session qui a débuté avec l'intervention de Bart van Ark, et, d'autre part, les déséquilibres mondiaux. Le thème de la mondialisation a également été abordé, dans la mesure où les participants ont tous reconnu que le monde dans lequel nous vivons était, qu'on le veuille ou non, celui de la mondialisation. À cet égard, les différents intervenants se sont notamment efforcés de comprendre les conséquences de l'essor économique de la Chine, de l'Inde et d'autres économies de marché émergentes.

J'aborderai en premier lieu les leçons tirées de la croissance de la productivité, avant d'examiner plus en détail la question de la résorption des déséquilibres.

Dans son excellente intervention consacrée à la croissance de la productivité, Bart van Ark nous a exposé les principaux faits, en examinant de plus près la période postérieure à l'année 1995, marquée par une productivité en très forte progression aux États-Unis par rapport aux autres pays, et tout particulièrement par rapport à l'Europe. Cette évolution a concerné non seulement les technologies de l'information et de la communication (TIC) mais s'est étendue à l'ensemble des secteurs. Cependant, depuis le début de ce millénaire, seul le secteur des TIC a enregistré une hausse de la productivité en Europe. Certains participants ont attribué cette évolution à des facteurs conjoncturels mais ce serait oublier que, durant la dernière récession survenue aux États-Unis et contrairement aux précédentes récessions, la croissance de la productivité s'est poursuivie à un rythme très élevé. Les effets conjoncturels ne suffisent donc pas à expliquer, à eux seuls, le fléchissement relatif de la productivité européenne.

Bart van Ark a insisté sur le fait que l'utilisation productive des TIC était la clé des gains de productivité dans les pays industrialisés. Il a également souligné que l'Europe faisait figure d'exception dans ce processus et que la croissance de la productivité s'était récemment renforcée dans les deux économies émergentes sur lesquelles il a porté son attention, à savoir la Chine et l'Inde. C'est donc l'Europe qui est à la traîne.

Les causes de ce retard sont imputées d'emblée à des obstacles d'ordre structurel et cette explication nous paraît convaincante, en partie parce que nous n'en avons guère de meilleure. Il apparaît également que les gains de productivité enregistrés aux États-Unis ont concerné essentiellement cinq secteurs dont aucun, à mon avis, n'aurait été recensé en 1990 comme un des secteurs susceptibles de connaître une accélération de la productivité ou d'être particulièrement décisif pour la croissance économique. Vous auriez à l'époque été surpris d'apprendre que la chaîne de distribution WalMart deviendrait un jour un des principaux facteurs de la croissance de la productivité aux États-Unis.

Quelles conclusions tirer de ces constats du point de vue des politiques à mettre en œuvre ? Un point extrêmement important concerne la nécessité d'insister sur la qualité de la main-d'œuvre (essentiellement en termes d'éducation et de formation) comme principale source de la croissance de la productivité. Ceci nous renvoie à l'intéressant exemple de l'État de New York évoqué par Christine Cumming, qui a fait observer que la restructuration d'une grande entreprise, comme IBM dans le cas présent, offre de vastes possibilités en termes de renouveau et de progrès technologique au sein d'une économie flexible : des personnes hautement qualifiées souhaiteront et devront inévitablement trouver de nouveaux débouchés. Cet exemple souligne la nécessité de disposer d'un modèle

NB : Synthèse du Colloque international de la Banque de France qui s'est tenu à Paris le 4 novembre 2005 traduite de l'anglais par le Service de Traduction de la Banque de France et relue par l'auteur



économique flexible, ce qui nous ramène à la question des réformes structurelles en Europe. Bart van Ark a également mis l'accent sur le besoin d'encourager l'innovation et sur les difficultés à cibler certains secteurs lors de ce processus. Cela signifie que de telles initiatives doivent reposer sur la mise en place d'une structure institutionnelle appropriée et d'incitations adéquates, notamment par le biais de la fiscalité.

Il m'a semblé également très significatif, au regard du thème de la « globalisation » qui figure dans l'intitulé de cette conférence, que la croissance de la productivité en Chine et en Inde soit nettement plus élevée que dans les pays plus développés. Selon Paul Krugman et Alwyn Young, durant la période qui a précédé la crise asiatique, la croissance de la productivité était inexistante dans certaines économies asiatiques qui étaient, selon leur opinion, clairement en situation de surinvestissement. Selon les données présentées par Bart van Ark, ce n'est plus le cas aujourd'hui en Chine et en Inde. Je pensais toutefois que cela s'appliquait à la Chine où, d'après les données disponibles, l'investissement représente près de 50 % du PIB. Il est très difficile de croire que ce niveau puisse être atteint de manière efficiente, ce qui m'amène à m'interroger sur la pertinence des chiffres démontrant une croissance très soutenue de la productivité en Chine.

Je souhaiterais évoquer encore une fois le cas de l'Europe avant de passer à un autre sujet. Il y a dix ans, nous déplorions tous que le Japon ne prenne aucune mesure pour résorber ses déséquilibres structurels. Aujourd'hui, brusquement, nous constatons en fait que le Japon a fortement progressé sur ce terrain. Le système bancaire est désormais en bien meilleure santé et de nombreuses entreprises ont également fait l'objet de restructurations. Je pense qu'il en ira de même dans quelques années pour l'Europe, où des réformes sont *effectivement* mises en œuvre, bien que trop lentement par rapport à ce qui serait souhaité. Il n'est pas non plus garanti que cette période de dix années, peut-être quinze, marquées par une croissance plus rapide de la productivité aux États-Unis, se poursuive car il ne s'agit pas d'une constante de physique ; c'est une question d'incitations, de formation, de transmission internationale des connaissances, tous éléments susceptibles d'évoluer et qui d'ailleurs évolueront certainement.

Concernant la productivité, nous avons également évoqué son lien potentiel avec les déséquilibres

mondiaux. Nous avons notamment examiné le point de vue selon lequel ces déséquilibres pourraient résulter de l'attrait que présente l'économie américaine pour les investisseurs. Aucun des intervenants ici présents n'a trouvé cet argument convaincant. Je ne suis pas aussi catégorique qu'eux, dans la mesure où l'analyse s'appuie sur des taux de rendement constatés une fois les entrées de capitaux aux États-Unis enregistrées. Pour savoir si les écarts de taux de rendement attendus ont eu une incidence, il faudrait en fait s'intéresser aux taux de rendement relatifs *ex ante*. Il me semble tout à fait possible que, durant une certaine période, les capitaux se soient orientés vers les États-Unis parce que les taux de rendement attendus y étaient plus élevés que dans le reste du monde et que ces flux se soient poursuivis à un rythme suffisamment soutenu et durable pour que les taux de rendement attendus dans les autres pays égalisent ceux des États-Unis et finissent même par les dépasser. Dans tous les cas, personne n'a pensé qu'il pouvait s'agir là de la principale raison expliquant le déficit américain ni du seul problème majeur à traiter.

Ce qui nous amène à la deuxième question importante à l'ordre du jour de cette conférence, à savoir celle des déséquilibres mondiaux, qui est une façon élégante d'évoquer le déficit courant des États-Unis. Ils existent et leur niveau n'est pas soutenable. Pour quelle raison ? Comme l'a expliqué Kristin Forbes, un examen de la dynamique de la dette externe américaine en points de PIB montre un creusement de plus en plus important de celle-ci. Cette situation ne peut perdurer et, d'après la loi de Stein, elle est par conséquent appelée à changer un jour. Nous ne savons simplement pas quand et, jusqu'à présent, nous n'avons cessé d'être surpris par la poursuite de la détérioration du solde courant.

Au cours des débats concernant les déséquilibres, il a été rappelé que le compte de transactions courantes et le compte financier étaient le reflet l'un de l'autre, aux avoirs de réserve près. Cependant, il est très difficile de garder simultanément à l'esprit l'ensemble des variables d'un modèle d'équilibre général, de sorte que chacun tend à mettre l'accent sur celles qui lui semblent les plus importantes. Une façon d'aborder le problème consiste à se demander quel serait le rééquilibrage idéal. Aux États-Unis, il faudrait que l'épargne augmente par rapport à l'investissement, processus qui entraînerait probablement la diminution d'un des facteurs de la demande interne, à savoir l'investissement ou la consommation, ou même des



deux à la fois. En l'absence d'une nouvelle expansion budgétaire, seule une hausse des exportations nettes équivalente à la baisse de la demande intérieure permettrait de maintenir le niveau de la demande globale aux États-Unis. Ceci suppose donc que le reste du monde puisse absorber ces exportations nettes. Ce processus s'effectuerait en partie par le biais de modifications des taux de change, ce qui impliquerait un affaiblissement du dollar. Pour que la demande mondiale demeure inchangée, il faudrait alors une augmentation de la demande intérieure dans le reste du monde.

Ce scénario correspond largement mais pas totalement aux solutions préconisées par de nombreux intervenants ainsi que dans les communiqués officiels qui suivent les réunions du FMI et du G 8, à savoir la diminution du déficit budgétaire et l'augmentation de l'épargne privée aux États-Unis, la poursuite et l'intensification des réformes structurelles en Europe et au Japon et enfin, l'appréciation des monnaies asiatiques conjuguée à un effort d'accroissement de la demande locale. L'un des inconvénients de cette combinaison réside dans la possibilité que les réformes structurelles, tout en contribuant à accélérer la croissance, agissent davantage sur l'offre globale que sur la demande globale.

Dans tous les cas, ces changements ne peuvent intervenir sans modifications des prix de marché et sans la mise en œuvre de stratégies compatibles avec l'objectif requis de rééquilibrage de la demande. Il est notamment de plus en plus courant de préconiser une hausse de l'investissement dans les pays d'Asie du Sud-est, où celui-ci n'a toujours pas retrouvé son niveau antérieur à 1997. Les taux d'investissement étaient alors extrêmement élevés dans ces pays et tout indiquait que la productivité marginale des investissements y était très faible. Il est fort possible que la situation actuelle soit préférable. S'agissant de la Chine, il semble difficile de croire qu'un pays puisse investir son PIB à hauteur de 50 %, ou même 45 %, de manière efficiente et durable. Les efforts de rééquilibrage au profit de la demande intérieure dans ce pays devraient donc porter sur l'augmentation de la consommation, ce que les autorités chinoises savent d'ailleurs parfaitement.

Outre le cas de l'Asie, les participants à la conférence ont souligné le fait que les excédents enregistrés par les pays producteurs de pétrole contribuaient pour une part très importante aux déséquilibres actuels. Cependant, ils ont également mis l'accent sur le

fait que tous les pays étaient déterminés à éviter de reproduire les erreurs du passé et que les pays producteurs de pétrole ne souhaitaient donc pas s'engager dans une augmentation insoutenable de leurs dépenses. Il faut en effet toujours être prudent lorsque l'on s'efforce de convaincre autrui d'agir contre son gré, nous y reviendrons dans un instant lorsque nous aborderons le sujet de la coordination internationale des politiques économiques.

C'est le discours que nous tenons depuis de nombreuses années. La question est de savoir pourquoi ces ajustements, s'ils sont nécessaires, n'ont pas eu lieu. Pourquoi les marchés n'ont-ils pas procédé à l'ajustement des taux de change ? Une partie de la réponse est que les marchés ont procédé à un ajustement majeur, que nous ne remarquons presque plus maintenant. L'euro s'inscrivait à 0,80 dollar il y a quatre ans, il se situe aujourd'hui à 1,20 dollar, après avoir dépassé 1,30 dollar. Lorsque les taux de change pouvaient varier, les mouvements sur les marchés ont donc été importants. Le dollar canadien s'est raffermi, tout comme le dollar australien, les monnaies sud-américaines, le rand sud-africain ou les monnaies d'Europe de l'Est. Les cours de nombreuses devises dont le taux de change n'est pas fixe ont également varié. Les marchés ont tenté de pousser le renminbi à la hausse et, pendant un temps, ils ont fait de même pour le yen. Les marchés ont donc réalisé les ajustements nécessaires lorsque cela leur était possible, et dans les autres cas, il y a eu accumulation massive de réserves de change, en Asie et dans les pays producteurs de pétrole notamment.

Dans le cadre de notre réflexion sur les déséquilibres mondiaux, il me semble pertinent de noter que l'ajustement euro/dollar n'a pas été particulièrement déstabilisateur. Ces mouvements importants des taux de change ne se sont pas accompagnés de crise financière. Certes, l'appréciation de l'euro n'a pas été un facteur favorable à la croissance européenne, mais notre tendance à négliger une telle variation du taux de change le plus important du système financier international est révélatrice.

Quand les marchés réagiront-ils de nouveau ? Il est très difficile de le savoir car les principaux taux de change sur lesquels peuvent porter les ajustements sont l'euro/dollar et le yen/dollar. Nous sommes donc en partie revenus à une situation où la question principale est de savoir quand les acteurs intervenant sur les marchés des changes permettront un nouvel ajustement.

En ce qui concerne les politiques économiques, nous devons nous demander pourquoi les pays n'ont pas pris les mesures nécessaires. Comme nous l'avons constaté à plusieurs reprises lors de cette conférence ainsi qu'en d'autres occasions, cela est politiquement difficile. Aux États-Unis, l'alourdissement de la fiscalité va à l'encontre des choix budgétaires du gouvernement et crée des risques de récession. En Europe, les réformes structurelles sont douloureuses mais elles ont lieu dans une certaine mesure. En Asie, la situation actuelle est plutôt confortable. Il s'agit là du point le plus pertinent de la thèse développée par Dooley, Garber et Folkerts-Landau, selon laquelle le monde a réinventé le système de Bretton Woods. Je ne pense pas que leur théorie soit juste car la poursuite de l'accumulation de réserves au rythme actuel n'est pas viable. Il n'en demeure pas moins que cette situation ne semble pas particulièrement inconfortable pour les responsables de politique économique.

D'où l'espoir d'une action coordonnée. Les responsables de politique économique déclarent, sauf peut-être en Asie, trouver la situation actuelle problématique, ce qui devrait peut-être les inciter à prendre les mesures nécessaires. Il y a bien sûr une dimension rhétorique importante dans ces discours. Les principaux efforts incombent à l'Asie et aux États-Unis, mais l'Europe a aussi un rôle à jouer car l'euro se raffermira sans doute au cours de ce processus, ce qui rendrait alors un accroissement de la demande intérieure en Europe nécessaire.

Pour savoir s'il y aura une coordination des politiques économiques, on peut évoquer deux épisodes du passé. Tout d'abord, le sommet de Bonn en 1978 qui, à l'époque, était cité comme le premier exemple remarquable de coordination internationale. Deux ans après, l'Allemagne s'est jurée de ne plus jamais s'engager à prendre des mesures allant à l'encontre de sa volonté et de son intérêt propre. Ensuite, sont intervenus les accords du Louvre et du Plaza qui ont semblé relativement fructueux du point de vue de la coordination des politiques économiques, mais il est fort possible que le Japon regrette amèrement cet épisode.

En matière de coordination, la situation actuelle est un peu plus satisfaisante que dans les cas précités où il était demandé à certains pays de prendre des mesures qui ne répondaient manifestement pas à leurs intérêts. Dans le cas présent, il est à mon

avis favorable pour la Chine de laisser sa monnaie s'apprécier, mais peut-être ne s'en rend-elle pas compte. S'agissant des États-Unis, je pense qu'aucun économiste sérieux ne conteste la nécessité de ces ajustements. En ce qui concerne l'Europe, aucun des responsables ne doute de la nécessité des réformes structurelles, il leur est simplement difficile de les mettre en œuvre. Ainsi, en dépit des meilleures conditions qui l'entourent actuellement, la coordination des politiques économiques n'aura sans doute pas lieu.

Il existe deux points de vue quant à l'évolution possible de la situation. L'un, optimiste, part du principe que les marchés de capitaux sont beaucoup plus sophistiqués qu'ils ne l'étaient auparavant, beaucoup plus flexibles et mieux à même de gérer les risques. De fait, l'ajustement euro/dollar s'est effectué sans heurt majeur, les économies américaine, d'Asie de l'Est et d'Asie du Sud-est sont toutes beaucoup plus flexibles qu'avant. L'ajustement du dollar peut donc débiter sur les marchés de change. Les taux d'intérêt à long terme et le marché boursier américains seront affectés négativement mais l'impact sera limité par la compréhension des marchés du processus en cours. Parallèlement, les prix d'actifs augmenteront dans les pays actuellement excédentaires, à mesure des cessions d'actifs libellés en dollars, ce qui renforcera la demande globale. Compte tenu de l'incidence déflationniste de l'appréciation du taux de change, les banques centrales pourraient par ailleurs abaisser les taux d'intérêt dans ces pays. Ce scénario pourrait se produire mais il est assez peu probable.

L'autre point de vue, pessimiste celui-là, est fort bien représenté par tous ceux qui redoutent un ajustement brutal : le processus débutera par une forte variation du dollar qui poussera à la hausse les taux à long terme aux États-Unis, contraindra probablement les autorités à un durcissement de la politique économique, entraînant une surréaction du dollar. Le taux de change du dollar n'aura guère d'incidence sur la demande nette d'exportations américaines. L'économie américaine finira donc par entrer en récession, ce qui aura bien évidemment des répercussions sur le reste du monde.

Ce sont là les deux scénarios envisagés. Nous ne savons pas lequel se produira mais on doit se poser la même question que Jacob Frenkel : ceux qui croient en un ajustement ordonné sont-ils tout simplement inconscients ou bien se pourrait-il que nous fassions

fausse route ? Nous avons identifié le problème il y a des années et nous affirmons depuis que cette situation ne peut pas durer. Or, concrètement, elle empire chaque année.

Certes, la situation actuelle ne peut persister indéfiniment mais peut-être les États-Unis peuvent-ils revenir à un déficit de 3 % ou 4 % du PIB, avec une baisse des cours du pétrole et une accélération de la croissance économique au Japon. Nous avons donc peut-être mal identifié le problème.

D'où la deuxième question que le thème de cette conférence nous amène à nous poser : sommes-nous en train de sous-estimer, ou bien de nous méprendre, sur les conséquences qu'auront sur le système international les évolutions majeures ayant actuellement lieu en Asie, où la croissance progresse à un rythme et à une échelle sans précédent ?

Il n'est pas impossible que nous ne sachions pas appréhender les conséquences de ces changements considérables. C'est peut-être pour cette raison que nous faisons fausse route pour le moment et que nous avons du mal à mesurer l'incidence de cette période transitoire, qui pourrait durer dix ou vingt ans, et dont la tendance pourrait finalement s'inverser jusqu'à la résorption des déséquilibres mondiaux actuels. Je ne sais si c'est le cas aujourd'hui, et je ne comprends pas encore les mécanismes susceptibles de provoquer un tel renversement de situation, mais lorsqu'un événement est annoncé depuis longtemps et qu'il ne se produit pas, il faut peut-être rechercher des éléments de réponse ailleurs.

Je conclurai en remerciant de notre part à tous Christian Noyer et Marc-Olivier Strauss-Kahn ainsi que tous ceux qui ont tant contribué au succès de cet événement exceptionnel. Merci beaucoup.



# Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème

**Florent LECINQ**

*Direction générale des Opérations*

*Service de mise en œuvre de la politique monétaire*

*Depuis juin 2000, les opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sont conduites par le biais d'appels d'offres à taux variables dans lesquels les établissements de crédit ont la possibilité de soumissionner à des taux équivalents ou supérieurs à un taux minimum. Cette procédure d'enchères, dite « à l'américaine » ouvre la possibilité aux établissements de mettre en œuvre des stratégies de soumission dépendant des niveaux de taux constatés sur le marché monétaire.*

*Cet article étudie la nature des liens existant entre les conditions de taux sur le marché monétaire et le taux moyen pondéré (TMP) des soumissions des établissements, en fournissant notamment une estimation économétrique des facteurs susceptibles d'expliquer le taux moyen pondéré des soumissions. L'analyse est menée sur la base de données agrégées en séries temporelles sur la période allant de juin 2000 à mai 2005.*

*Les résultats de cette étude sont les suivants :*

- *le comportement de soumission des établissements de crédit est très fortement lié au niveau des swaps de taux à 15 jours, (Overnight Index Swap) ;*
- *le taux moyen pondéré des soumissions est également influencé par des effets calendaires lors des passages de fin de mois et de fin d'années ;*
- *depuis la réforme du cadre opérationnel de l'Eurosystème intervenue en mars 2004, les comportements de soumission se sont stabilisés et ont été marqués par un creusement de l'écart entre le TMP et le taux des swaps OIS. Nous avançons l'hypothèse que cette diminution du coût relatif du refinancement auprès de l'Eurosystème par rapport au coût du refinancement sur le marché monétaire est liée à la réduction de la prime de risque qui affecte le taux moyen des soumissions, en raison de la plus grande transparence de la politique de communication de la Banque centrale européenne (BCE) et du caractère plus systématique des opérations de réglage de liquidité en fin de période.*

*Après avoir rappelé le fonctionnement des appels d'offres de l'Eurosystème et les différentes possibilités d'arbitrage entre le recours au refinancement de la Banque centrale et le refinancement sur le marché monétaire, l'article présente l'éventail de toutes les variables pouvant influencer sur le niveau du taux moyen pondéré des soumissions. Une troisième section présente une estimation économétrique du TMP, enfin la dernière partie aborde les conséquences de la réforme du cadre opérationnel de la politique monétaire sur les comportements de soumission.*

Mots clés : marché monétaire, appels d'offres, comportement de soumission, mise en œuvre de la politique monétaire  
Codes JEL : D44, E43, E50, G21

## I | Le fonctionnement des appels d'offres et le refinancement sur le marché monétaire

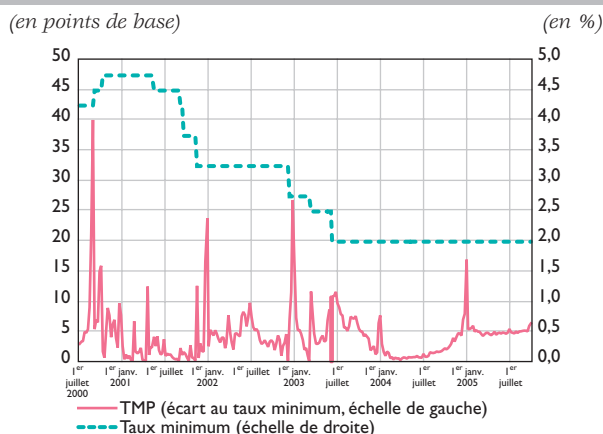
### III | La mesure de « l'agressivité » des soumissions aux appels d'offres

Chaque semaine, les contreparties des opérations principales de refinancement ont la possibilité de participer à la procédure d'enchère en faisant des offres d'emprunts assorties à des taux. Ces offres sont collectées par les banques centrales nationales (BCN), la BCE allouant ensuite la liquidité globalement nécessaire au système bancaire de la zone euro, en servant en priorité les banques qui ont soumissionné aux taux les plus élevés. Le taux le plus bas auquel la liquidité est octroyée est appelé taux marginal, ce taux dépendant des soumissions de l'ensemble des banques. La stratégie optimale pour une banque consiste donc, *ex-ante*, à soumissionner à un taux égal au taux marginal anticipé. Le taux moyen pondéré des soumissions traduit, quant à lui, la plus ou moins grande « agressivité » des soumissions, *i.e.* le prix moyen que les établissements sont prêts à payer pour

obtenir un refinancement à une semaine auprès de leur banque centrale.

L'analyse de l'évolution du taux moyen pondéré des soumissions au cours du temps indique que ce dernier connaît des variations significatives puisque l'écart entre le TMP et le taux minimum des opérations de refinancement est compris entre 0,7 point de base et 40 points de base sur la période sous revue.

Taux moyen pondéré des soumissions et taux minimum des appels d'offres de l'Eurosystème



#### ENCADRÉ I

### Les soumissions comme fonction de répartition

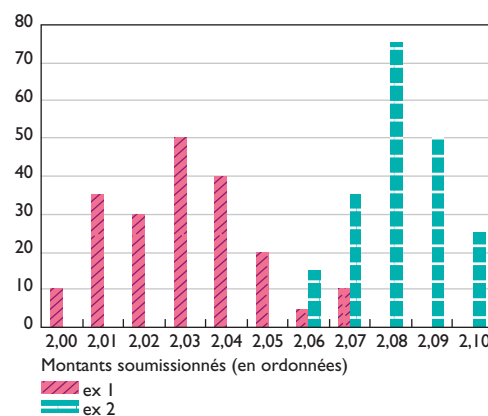
Lors de chaque appel d'offres, l'agrégation des offres des établissements de crédit forme une distribution. Cette dernière se caractérise par un taux moyen des soumissions, ce taux moyen est un indice du caractère plus ou moins « agressif » des soumissions. Si  $M_i$  représente le montant soumis par les banques au taux d'intérêt  $T_i$ ,  $M$  le montant total des soumissions et  $N$  le nombre de tranches de soumissions, le taux moyen pondéré des soumissions (TMP) correspond à :

$$TMP = \frac{1}{M} \sum_{i=1}^{i=N} M_i \times T_i$$

Dans l'exemple ci-contre, l'agrégation des soumissions individuelles fait ressortir un taux moyen pondéré de 2,03 % dans la première distribution et de 2,08 % dans la seconde.

### Deux exemples de répartition des soumissions en fonction des taux d'intérêt.

(montants en milliards d'euros, taux en %)



## I | 2 Les possibilités de refinancement sur le marché monétaire

Parallèlement au refinancement obtenu auprès de l'Eurosystème dans le cadre des appels d'offres de la Banque centrale européenne, les banques ont la possibilité de se refinancer sur le marché monétaire. Dans ce cas, elles ont le choix entre différentes possibilités de refinancement, ce dernier pouvant prendre la forme d'un emprunt en blanc ou d'un emprunt sécurisé grâce à la mise en pension de titres. En outre, alors que la maturité des opérations principales de refinancement est toujours d'une semaine, le recours au marché monétaire permet d'obtenir un financement allant de un jour à plusieurs mois. Les taux de refinancement obtenus dépendent bien sûr des conditions de marché à l'instant  $t$  mais

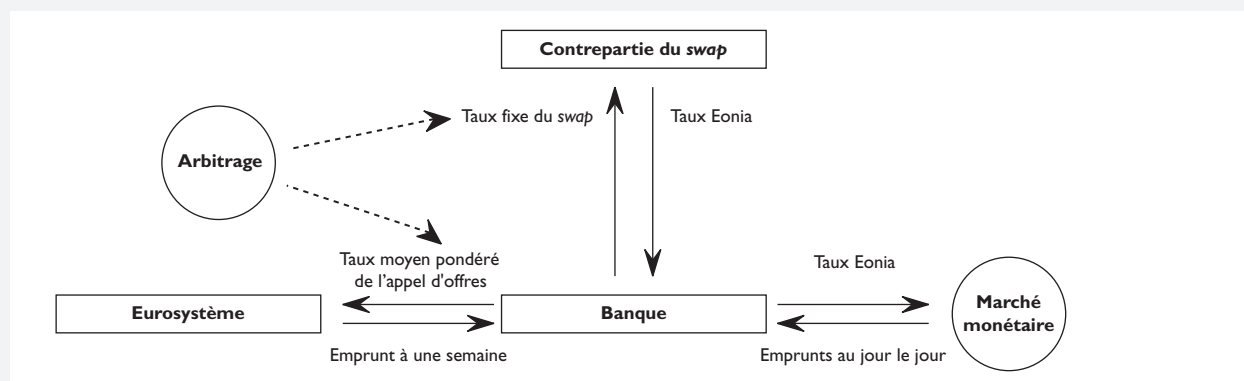
également, dans le cas des prêts en blanc, de la qualité de signature de la banque qui effectue la transaction. Par ailleurs, le marché des *swaps* de taux indexés sur l'Eonia, *Overnight Index Swap* (OIS) permet également aux acteurs du marché monétaire de mettre en place une relation d'arbitrage entre le taux du *swap* OIS et le taux auquel les banques peuvent enchérir lors de la procédure d'enchère (cf. encadré 2).

Le comportement de soumission des banques aux appels d'offres de l'Eurosystème est donc intimement lié aux conditions de taux sur le marché monétaire. Mais avant de donner une estimation quantitative de l'importance des différents taux, il convient de présenter rapidement les déterminants de la dynamique conjointe des taux d'intérêt du marché monétaire et des taux de soumission.

### ENCADRÉ 2

#### Arbitrage entre le taux du swap OIS et le taux moyen pondéré de soumission

Le marché des swaps de taux indexés sur l'Eonia (OIS) permet d'échanger un refinancement à taux fixe (le taux du swap) contre le taux (variable) de référence du marché monétaire (le taux Eonia). Les maturités les plus usuelles sont le swap à une semaine et le swap à 15 jours. Grâce aux swaps OIS, une banque peut élaborer une stratégie lui permettant de se refinancer au taux du swap OIS. Il lui suffit pour cela de recevoir la jambe variable du swap (le taux Eonia) contre le paiement du taux fixe (le taux du swap) et d'emprunter en blanc sur le marché (au taux Eonia) la quantité désirée de refinancement.



Cette stratégie qui consiste à associer un emprunt en blanc et une position de receveur du taux variable est donc très proche de la situation qui résulte d'une participation aux opérations de refinancement de l'Eurosystème puisque les banques peuvent couvrir leurs besoins de liquidité à une semaine à un taux qui est constaté dans le marché. Dès lors, on comprend que les trésoriers des banques déterminent le taux moyen pondéré de leurs soumissions en fonction du taux du swap OIS qui prévaut sur le marché.



## 2| Les variables qui influencent le comportement de soumission

Ce paragraphe passe en revue les différentes variables susceptibles d'influencer le TMP des soumissions, sans les hiérarchiser ni préjuger de leur significativité.

### 2|1 Les variables de politique monétaire

Le niveau des taux directeurs et les anticipations de changement de taux directeur jouent naturellement un rôle important dans la dynamique des taux du marché monétaire. En effet, les anticipations de changement de taux affectent d'abord les maturités longues du marché monétaire (trois mois, un mois) avant de se traduire par une hausse/baisse des taux sur les maturités très courtes (une semaine et jour le jour) à mesure que la date d'un possible changement de taux se rapproche. Ainsi le taux moyen pondéré des soumissions aura tendance à augmenter en période d'anticipation de hausse du taux directeur et à baisser en situation d'anticipation de baisse. Néanmoins, l'existence d'un taux minimum de soumission aux opérations principales de refinancement génère une borne inférieure au TMP.

L'impact de la situation de liquidité des établissements de crédit sur le TMP est *a priori* difficile à déterminer. Certes, il est possible de considérer qu'il existe un lien entre le comportement de soumission d'une banque et sa situation de liquidité dans la mesure où les établissements en retard dans la constitution de leurs réserves obligatoires peuvent, par exemple, être amenés à soumissionner à des taux plus élevés. Cependant, si les trésoriers sont persuadés que la BCE alloue globalement sur une période de réserve la liquidité nécessaire au secteur bancaire, sans introduire de biais expansif ou restrictif dans sa politique d'allocation, la situation de liquidité à l'instant *t* n'a théoriquement pas de raison d'influencer directement les comportements de soumission puisqu'il est clair pour les trésoriers que les déséquilibres ponctuels de liquidité seront corrigés.

### 2|2 Les variables liées à des comportements de marché

Parmi l'éventail des produits disponibles sur le marché monétaire, certains jouent des rôles de premier plan. Nous avons vu plus haut que le taux du *swap* OIS constitue une référence utilisée par de nombreux trésoriers en raison des possibilités d'arbitrage que le marché des *swaps* offre. Néanmoins, l'arbitrage avec le refinancement obtenu auprès de l'Eurosystème peut passer par des produits différents. Les taux du repo à une semaine, de l'emprunt en blanc à une semaine, à deux semaines ou à un mois peuvent également exercer une influence sur le TMP des soumissions.

La volatilité de l'Eonia est aussi parfois citée comme une variable susceptible d'être prise en compte par les trésoriers. En effet, l'idée sous-jacente est que la volatilité de l'Eonia génère une incertitude pour les banques qui ont une préférence naturelle pour le financement au jour le jour. La volatilité accrue de l'argent au jour le jour peut donc être de nature à générer une demande supplémentaire pour le refinancement à taux fixe, entraînant une hausse du taux moyen pondéré des soumissions à l'appel d'offres.

En plus de ces phénomènes de marché, les rendements monétaires connaissent également des fluctuations résultant de contraintes prudentielles et d'exigences internes ou externes de *reporting* pesant sur les banques. Ces phénomènes dits « d'habillage de bilan » viennent du fait que certaines banques cherchent à substituer des dépôts à la Banque centrale à des prêts interbancaires dans leur bilan lors des passages de fin de trimestre <sup>1</sup>, ce qui génère, à ces occasions, une pénurie ponctuelle d'offres de prêts en blanc sur le marché monétaire. Ces tensions à l'occasion des fins de trimestres sont susceptibles de se répercuter sur les TMP des appels d'offres qui couvrent ces passages de fins de trimestres.

<sup>1</sup> La pondération d'un prêt interbancaire au dénominateur du ratio de solvabilité est de 20 % tandis que la pondération d'un avoir sur une banque centrale est de 0 %, ce qui génère donc une incitation à ne pas prêter en blanc les jours d'arrêtés des comptes pour le calcul du ratio de solvabilité (lors des fins de semestres) et à chaque fois que les banques publient leurs ratios (généralement chaque trimestre).



### 3| Le poids des différents facteurs explicatifs du TMP

#### 3|1 Une estimation économétrique des différentes variables influençant le comportement de soumission

Afin de préciser l'effet des différentes variables précédemment évoquées, nous avons effectué une estimation économétrique du taux moyen pondéré des soumissions. L'estimation consiste à régresser le TMP sur une palette de taux et d'indicateurs de volatilité ainsi que sur des variables calendaires (cf. encadré 3).

#### 3|2 Les enseignements de la régression : l'importance du taux OIS et des variables calendaires

Le tableau ci-dessous résume l'impact des différentes variables sur le taux moyen pondéré des soumissions. On constate tout d'abord que le taux du *swap* OIS 15 jours joue un rôle majeur dans la détermination du taux moyen pondéré des soumissions puisque, toutes choses égales par ailleurs, une hausse du taux de *swap* de 10 points de base se traduit par une augmentation du TMP de 7,75 points. Il est toutefois remarquable que les banques ne répercutent pas la totalité des hausses de taux sur le TMP de leurs

soumissions. Ce résultat est cohérent avec le résultat standard de la littérature sur les enchères, à savoir l'existence d'une prime généralement captée par les participants aux enchères, ainsi qu'avec l'analyse des statistiques descriptives des séries qui indiquent que l'écart moyen entre le taux du *swap* et le TMP est de l'ordre de 1,5 point de base. La régression indique clairement que l'impact du *swap* OIS est asymétrique selon que le *swap* est supérieur ou inférieur au taux minimum en raison de la non linéarité créée par ce dernier. Par ailleurs, les taux qui ont une maturité postérieure à deux semaines n'ont qu'une importance très marginale puisque une hausse du *spread* entre l'Euribor 1 mois et le *swap* 15 jours ne se répercute que de façon très faible sur le TMP. Les taux de maturité supérieure ne sont pas significatifs, ce qui indique clairement que les trésoriers sont focalisés sur les taux ayant une maturité directement comparable avec celle de l'opération principale de refinancement. Cela ne signifie pas que les anticipations de taux ne jouent pas de rôle mais que, en matière d'anticipations de taux à très court terme, presque toute l'information utilisée par les banques pour soumissionner est contenue dans le taux du *swap* OIS à 15 jours.

La régression confirme également que la volatilité du taux de *swap* (et donc la volatilité sous-jacente de l'Eonia) exerce un impact significatif sur le comportement de soumission. Notre interprétation de ce résultat est que le coût que les banques sont prêtes à supporter pour obtenir un refinancement « long » (refinancement de la banque centrale à une semaine) dépend positivement de la volatilité du coût du

#### Impact sur le taux moyen pondéré des soumissions des différentes variables

Estimation sur la période juin 2000- juin 2005

(en points de base)

	Impact des variables explicatives sur le TMP (a)
Hausse de 1 point du <i>swap</i> OIS 2 semaines quand ce dernier est supérieur au taux minimum.	0,775
Hausse de 1 point du <i>swap</i> OIS 2 semaines quand ce dernier est inférieur au taux minimum	0,295
Hausse de 1 point de l'écart entre l'Euribor 1 mois et le <i>swap</i> OIS 2 semaines	0,060
Augmentation de l'avance cumulée de réserve de 1 milliard	- 0,020
Augmentation de la volatilité du <i>swap</i> de 1 point de base	0,239
Dernier appel d'offres de l'année	10,065
Avant-dernier appel d'offres de l'année	9,959
Dernier appel d'offres du mois	1,491
Dernier appel d'offres de la période de réserve	1,132
Constante	2,518
R2 ajusté	0,85

(a) toutes les variables sont significatives au seuil de 5%

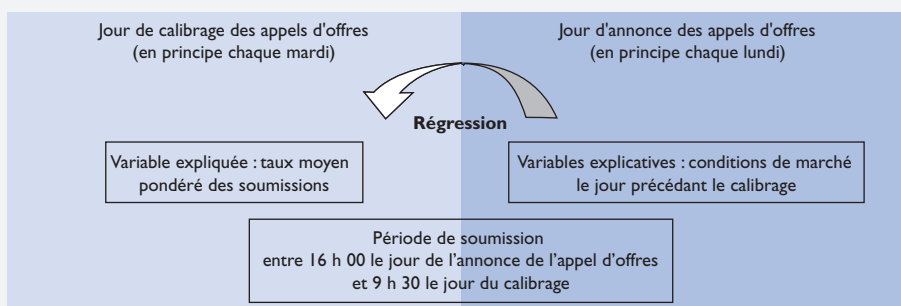
## ENCADRÉ 3

## Régression du taux moyen pondéré sur les différentes variables explicatives

## Principe général

Toutes les variables de taux sont exprimées en points de base sous la forme de spread. L'utilisation de spread facilite l'interprétation des coefficients des variables et permet de rendre stationnaires les séries brutes qui sont presque toutes intégrées d'ordre 1.

Les régressions sont menées sur des données journalières qui sont extraites une fois par semaine. Le TMP est connu à l'issue de la collecte des soumissions, soit le jour du calibrage de l'appel d'offres (habituellement le mardi), tandis que les autres variables sont datées de la veille du calibrage (en principe donc le lundi).



## Variables utilisées

**La variable expliquée :** le taux moyen pondéré global des soumissions est exprimé en écart par rapport au taux minimum en points de base.

## Les variables explicatives retenues :

Parmi les taux du marché monétaire, le taux du swap OIS est exprimé en écart par rapport au taux minimum des appels d'offres, cet écart étant exprimé en points de base, le coefficient de cette variable s'interprète donc simplement comme l'effet d'une hausse d'un point de base du swap OIS sur le TMP. Les cas où le swap OIS est supérieur au taux minimum sont distingués des cas contraires, de manière à prendre en compte la non linéarité de la relation entre le swap et le TMP qui naît de l'existence d'un taux minimum. Le taux de l'Euribor 1 mois est utilisé en écart par rapport au swap OIS et il est également exprimé en points de base. Ce choix permet d'éviter le problème de multicollinéarité entre ces deux variables et isole l'impact d'une hausse des taux sur le segment 15 jours-1 mois.

L'avance cumulée de réserves du système bancaire résume les conditions de liquidité sur le marché monétaire. Elle est exprimée en milliards d'euros.

La volatilité est représentée sous la forme de l'écart type à 5 jours du taux du swap OIS, cet indicateur permet de capturer l'effet de la volatilité du swap sur le TMP.

Les effets des comportements « d'habillage de bilan » sont pris en compte par des variables indicatrices qui signalent le dernier appel d'offres de chaque période, de chaque mois et de chaque trimestre.

## Technique de régression

La régression est menée par la méthode des moindres carrés ordinaires avec correction de l'hétéroscédasticité par la méthode de Newey-West. De manière à éliminer complètement les colinéarités résiduelles entre le swap OIS et les autres variables, le taux du swap OIS est remplacé dans la régression par le résidu de la régression du swap OIS sur les autres variables.

refinancement à très court terme (emprunts au jour le jour). En effet, d'un point de vue microéconomique, la participation à l'opération principale de refinancement permet de s'assurer contre la volatilité de l'Eonia. Il est donc logique que la prime de risque que les banques sont prêtes à payer pour fixer le coût de leur refinancement dépende de la volatilité de l'Eonia. Il convient toutefois de noter que la volatilité historique du *swap* OIS est plus significative que la volatilité de l'Eonia. Ce résultat s'explique par le fait que l'Eonia connaît des fluctuations périodiques qui sont parfaitement anticipées et qui modifient assez peu le niveau du *swap* OIS. Or ces fluctuations périodiques anticipées de l'Eonia ne sont pas de nature à affecter le comportement de soumission des trésoriers. C'est donc la volatilité du taux OIS, *i.e.* la volatilité de l'Eonia à l'exclusion des périodes de fins de trimestres et de fins de mois, qui est susceptible d'influencer les soumissions.

L'avance cumulée de réserves ressort comme une variable significative, même si son coefficient indique que son influence est très faible puisqu'il faut que le système bancaire connaisse une avance cumulée de 50 milliards d'euros pour faire baisser, toutes choses égales par ailleurs, le TMP d'un point de base.

Enfin, les coefficients des variables indicatrices montrent que le TMP est fortement influencé par des événements calendaires. Les tensions qui sont observées sur le marché monétaire lors des fins de mois se répercutent sur le TMP lorsque l'appel d'offres couvre le passage de fin d'année (+ 10 points de base), la fin de mois (+ 1,5 point de base). On peut observer également que le dernier appel d'offres de chaque période est soumissionné de manière plus agressive. Ce phénomène, *a priori* surprenant, est cohérent avec l'idée selon laquelle les banques auraient une préférence plus importante pour les positions longues en fin de période de réserve et seraient donc prêtes à soumissionner à un niveau un peu plus élevé pour limiter le risque de devoir recourir massivement au marché en fin de période.

En conclusion de cette analyse, il apparaît que le TMP réagit essentiellement aux variations du taux du *swap* OIS et aux effets calendaires, les autres variables n'ayant qu'une influence secondaire.

## 4| Le comportement de soumission dans le nouveau cadre opérationnel de la politique monétaire

La réforme du cadre opérationnel introduite en mars 2004 visait à réduire les risques d'insuffisance de soumission. Les changements apportés au cadre opérationnel ont été les suivants :

- les dates des périodes de constitution des réserves obligatoires ont été modifiées de manière à éviter qu'un mouvement de taux directeur n'intervienne à l'intérieur d'une période de réserve obligatoire ;
- pour la même raison, la maturité des appels d'offres a été réduite, revenant de deux semaines à une semaine ;
- le montant de l'allocation de référence <sup>2</sup> est désormais publié par la BCE.

Ce changement du cadre opérationnel constitue une modification majeure de l'environnement dans lequel les banques élaborent leurs stratégies de soumission. Nous avons donc cherché à identifier les modifications éventuelles du comportement de soumission en évaluant la stabilité du modèle depuis la mise en place du nouveau cadre opérationnel.

### 4| I Des soumissions moins agressives par rapport aux taux du marché monétaire, mais plus agressives par rapport au taux minimum

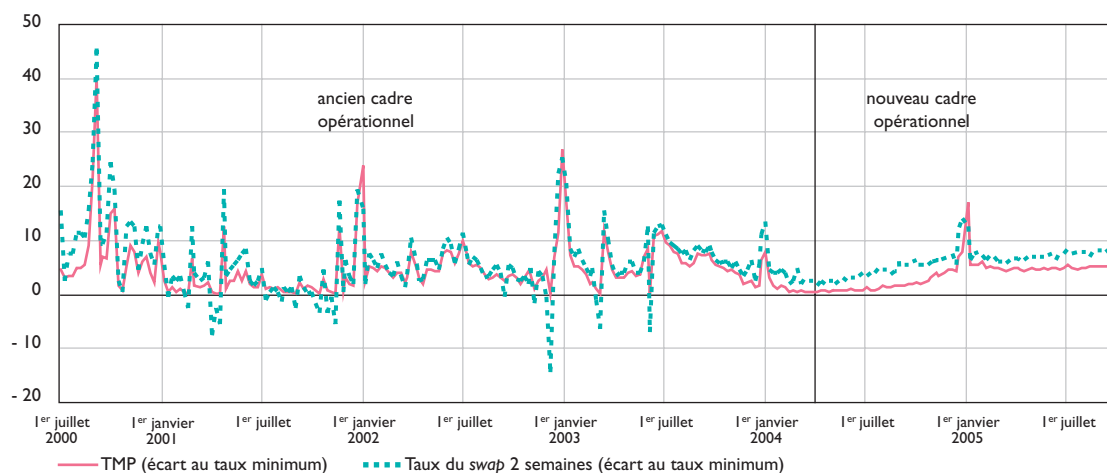
Afin de déterminer si les coefficients du modèle ont changé de manière significative au cours de la période, nous avons procédé à un test de changement de structure (test de Chow). Le test met en lumière l'existence effective d'un changement de structure au moment de la mise en œuvre du nouveau cadre opérationnel <sup>3</sup>. Nous avons donc conduit une nouvelle estimation du modèle d'explication du TMP, mais en distinguant les deux sous périodes.

<sup>2</sup> L'allocation de référence est le montant de refinancement que la BCE doit accorder pour que les banques disposent de suffisamment de liquidité pour constituer leurs réserves obligatoires sans avoir recours aux facilités permanentes. Pour plus de précisions quant aux modalités de prévisions de facteurs autonomes et d'allocation de la liquidité se référer à « La gestion de la liquidité par la BCE », Bulletin Mensuel de la BCE, mai 2002.

<sup>3</sup> Il convient cependant de noter que d'autres dates sont compatibles avec l'hypothèse d'un changement structurel ; le test de rupture indique en particulier que le changement a pu se produire en décembre 2003, soit quelques mois avant la mise en œuvre du nouveau cadre opérationnel.

## Apparition d'un écart entre le TMP et le taux du swap OIS depuis la fin de l'année 2003

(en points de base)



Les principaux changements de valeur des coefficients peuvent être interprétés comme une baisse de l'agressivité des soumissions, compte tenu du niveau des taux du marché monétaire. En effet, la constante passe de 2,89 points de base à 1,41 point de base, ce qui indique que, *ceteris paribus*<sup>4</sup>, les banques ont réduit leur taux de soumission moyen d'environ 1,5 point de base<sup>5</sup>.

Ce résultat est également cohérent avec le fait qu'un écart significatif et relativement constant (de l'ordre

de 2 points de base) est apparu entre le TMP et le *swap* OIS depuis la fin de l'année 2003. Cet écart indique donc que le coût moyen de refinancement sur le marché, qui est proche du taux du *swap* OIS puisque ce dernier est une moyenne des Eonia anticipés, est maintenant sensiblement plus élevé que le coût d'obtention de la liquidité par le biais des appels d'offres<sup>6</sup>. La date de cette rupture semble être un peu antérieure à la mise en place du nouveau cadre opérationnel puisque le taux moyen pondéré a commencé à baisser dès la fin de l'année 2003<sup>7</sup>.

## Impact sur le taux moyen pondéré des soumissions des différentes variables

Estimation sur les périodes juin 2000 - février 2004 (ancien cadre opérationnel) et mars 2004 - juin 2005 (nouveau cadre opérationnel)

(en points de base)

	Juin 2000 - février 2004	Mars 2004 - juin 2005
Hausse de 1 point du <i>swap</i> OIS 2 semaines quand ce dernier est supérieur au taux minimum.	0,767 (a)	0,853 (a)
Hausse de 1 point du <i>swap</i> OIS 2 semaines quand ce dernier est inférieur au taux minimum.	0,308 (a)	nd
Hausse de 1 point de l'écart entre l'euribor 1 mois et le <i>swap</i> OIS 2 semaines	0,053 (b)	0,188 (b)
Augmentation de l'avance cumulée de réserve de 1 milliard	-0,022 (a)	-0,020 (c)
Augmentation de la volatilité du <i>swap</i> de 1 point de base	0,179 (a)	0,280 (c)
Dernier appel d'offres de l'année	8,884 (a)	13,875 (a)
Avant-dernier appel d'offres de l'année	10,912 (a)	7,175 (a)
Dernier appel d'offres du mois	1,353 (a)	2,042 (a)
Dernier appel d'offres de la période de réserve	0,972 (a)	1,375 (a)
Constante	2,896 (a)	1,451 (a)
R2 ajusté	0,867	0,911

nd : non disponible

(a) variables significatives au seuil de 1 %

(b) variables significatives au seuil de 5 %

(c) variables significatives au seuil de 10 %

4 La mention « toutes choses égales par ailleurs » est ici particulièrement importante puisque l'on constate que l'écart entre le TMP et le taux minimum a eu tendance à augmenter, on ne peut donc parler de diminution de l'agressivité des soumissions que compte tenu du niveau du taux du *swap* OIS.

5 Les autres changements qui affectent les coefficients (perte de significativité des variables d'avance de réserve obligatoire et de volatilité) indiquent simplement que la significativité de ces variables n'est pas très robuste. Difficilement interprétables, ces éléments ne remettent pas cause la baisse de l'agressivité des comportements de soumission.

6 Le passage de fin d'année 2004 constitue une exception à cette constatation puisque le taux moyen pondéré a atteint, le 30 décembre 2004, 2,17 %, soit un niveau supérieur au taux du *swap* OIS.

7 Novembre 2003 et mars 2004 sont des dates qui sont identifiées par le test de Chow comme des dates auxquelles un changement structurel a pu se produire. Si l'on réestime le modèle à partir de novembre 2003, les résultats obtenus sont proches de ceux présentés plus haut pour la période mars 2004-juin 2005.

Parallèlement à l'augmentation de l'écart entre le TMP et le taux du *swap* OIS, on constate, depuis le début de l'année 2004, une augmentation de l'écart entre le TMP et le taux minimum qui est maintenant de l'ordre de 5 à 6 points de base. On observe donc à la fois une baisse du TMP par rapport au taux du marché monétaire (*swap* OIS) et une hausse du TMP par rapport au taux minimum dans un contexte d'absence d'anticipation de mouvement de taux directeur.

## 4|2 Les explications envisageables à cette évolution

### La baisse du TMP par rapport au taux du *swap* OIS

Deux questions émergent des constatations précédentes : pourquoi le comportement de soumission est-il moins agressif dans le nouveau cadre opérationnel et pourquoi l'écart entre le taux moyen pondéré et le taux des *swap* OIS s'est-il creusé dès la fin de l'année 2003 ?

En ce qui concerne la baisse des taux moyens de soumission observée entre décembre 2003 et la mise en place du nouveau cadre opérationnel en mars 2004, il semble que l'on puisse analyser cette modification de comportement par des éléments conjoncturels. En effet, les trois périodes de réserve de l'automne 2003 se sont achevées par un recours important à la facilité de dépôt car la BCE avait volontairement introduit un biais dans sa politique d'allocation de liquidité en fournissant aux banques plus de refinancement que ce qui était nécessaire afin de lutter contre la persistance d'un *spread* entre l'Eonia et le taux minimum jugé excessif. Dès lors, les intervenants sur le marché monétaire ont progressivement pris conscience de l'existence de ce biais et réagi en abaissant leur taux moyen de soumission<sup>8</sup>.

Mais au-delà de cette explication conjoncturelle, quels sont les éléments structurels introduits par le nouveau cadre opérationnel qui seraient de nature à expliquer une modification du comportement de soumission ? Deux types d'explications peuvent être avancés.

### Le raccourcissement de la maturité de l'appel d'offres

Le raccourcissement de la maturité des appels d'offres à une semaine pourrait laisser penser que le taux du *swap* à 15 jours a perdu de l'importance au profit du taux à une semaine, ce qui pourrait expliquer l'apparition d'un *spread* entre le TMP et le taux de *swap* à deux semaines. Néanmoins, cette explication simple n'est pas valide dans la mesure où le taux à une semaine est très proche du taux à deux semaines, tout en étant moins corrélé avec le TMP quelle que soit la période analysée.

### La réduction des incertitudes

Le nouveau cadre opérationnel a modifié les incertitudes qui pèsent sur les banques de plusieurs manières.

- D'une part, le nouveau cadre opérationnel a réduit considérablement la probabilité qu'intervienne un changement de taux au cours de la période de réserve obligatoire. Or, une très faible probabilité de modification de taux peut modifier le comportement de soumission, notamment dans le sens d'une augmentation du TMP lorsque le mouvement de taux anticipé est une hausse.
- D'autre part, le nouveau cadre opérationnel a eu pour conséquence de réduire l'incertitude qui entoure la politique d'allocation de la liquidité de la BCE. En effet, en publiant explicitement le montant de l'allocation de référence, la BCE permet désormais au marché d'avoir connaissance immédiatement d'un éventuel biais expansif ou restrictif dans la politique d'allocation<sup>9</sup>. Cette politique de transparence a contribué à rendre moins incertaine l'évolution de l'Eonia en éliminant les rumeurs de marché sur l'existence éventuelle d'un biais dans la politique d'allocation. Parallèlement, la BCE s'est engagée à corriger les déséquilibres significatifs de liquidité de fin de période en procédant à des opérations de réglage fin. Ces mesures ont donc conduit à une baisse de la volatilité de l'Eonia dans le nouveau cadre opérationnel de nature à réduire la prime de risque qui est contenue dans le coût d'un refinancement

<sup>8</sup> La difficulté pour le marché à interpréter sans ambiguïté la politique d'allocation de liquidité de la BCE explique par ailleurs que les trésoriers aient modifié leurs comportements de soumission à un moment (début décembre 2003) où la politique d'allocation de la BCE était redevenue neutre.

<sup>9</sup> Dans l'ancien cadre opérationnel, le niveau de l'allocation de référence n'était pas publié explicitement mais les contreparties pouvaient l'estimer indirectement grâce à la publication du niveau des facteurs autonomes. Cependant, la difficulté du processus d'extraction de l'information et les incertitudes inhérentes à la technique d'estimation faisaient que les estimations de l'allocation de référence pouvaient varier considérablement d'une contrepartie à l'autre.

à une semaine puisque cette prime dépend de la volatilité des taux de refinancement au jour le jour et donc de l'Eonia.

### La hausse du TMP par rapport au taux minimum

Peu d'arguments permettent d'expliquer la hausse du TMP par rapport au taux minimum observée depuis le milieu de l'année 2004 si ce n'est le risque opérationnel résultant de l'absence de chevauchement des opérations de refinancement dans le nouveau cadre opérationnel. En effet, dans l'ancien cadre opérationnel, l'opération hebdomadaire de refinancement avait une maturité de deux semaines. Par conséquent, une banque qui ne réussissait pas à obtenir un refinancement auprès de l'Eurosystème en raison d'un TMP des soumissions trop faible, conservait le bénéfice du refinancement obtenu lors de l'appel d'offres précédent. Dans le nouveau cadre

opérationnel, la situation est très différente puisqu'en cas d'échec à l'appel d'offres, une banque doit trouver 100% de son besoin de refinancement sur le marché monétaire. Or, les banques cherchent à éviter cette situation car elles sont soumises à des contraintes qui peuvent rendre cette opération particulièrement délicate. Ces contraintes sont liées, entre autres, aux limites par contrepartie que s'imposent les banques et qui plafonnent les capacités d'emprunt sur le marché monétaire et aux délais techniques parfois nécessaires pour réorienter vers le marché du repo le collatéral pré-déposé dans les banques centrales.

Pour se protéger contre ce risque de ne pas obtenir de liquidité, les banques ont donc pu être amenées à progressivement présenter des soumissions plus « agressives » de manière à augmenter leur probabilité d'être servies, creusant ainsi l'écart entre le TMP et le taux minimum.

## Bibliographie

**Bindseil (U.), Nyborg (K.) et Strebulaeu (I.) (2002)**

*"Bidding performance in repo auctions: Evidence from ECB open market operation"*, Banque centrale européenne, *Working Papers series 157*

**Gouteron (S.) (2002)**

« Les comportements individuels de soumission aux appels d'offres à taux variables », *Bulletin de la Banque de France*, août

**Scalia (A.), Bruno (G.) et Ordine (M.) (2005)**

*"Banks' participation in the eurosystem auctions and money market integration"* Mimeo, disponible sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/events/conferences/html/mpimp.en.html>).





# Le coût du crédit aux entreprises

---

**Frédérique EDMOND**

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

## **Éléments méthodologiques**

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

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

*On entend par crédits nouveaux, outre l'ensemble des contrats financiers, termes ou conditions qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt d'un crédit, toutes les renégociations des crédits existants. Lorsqu'un établissement bancaire ne finance qu'une partie d'un crédit, son concours est reclassé dans la tranche de montant correspondant au total du financement reçu par l'entreprise ou l'entrepreneur individuel.*

*Pour chaque catégorie de crédits et pour chaque tranche de montant, est calculé un taux effectif moyen qui correspond à la moyenne simple des taux effectifs des crédits recensés dans cette tranche. Pour chaque catégorie de crédits prise dans son ensemble, le taux effectif moyen calculé est la moyenne des taux des différentes tranches pondérés par les montants de crédits correspondants.*

*La présente enquête exploite 21 146 déclarations relatives aux crédits consentis au mois d'octobre 2005.*

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

Entre juillet et octobre 2005, le coût du crédit aux entreprises a diminué pour toutes les catégories de concours.

Le coût moyen des découverts a enregistré la plus forte baisse (- 21 points de base), sous l'effet du repli des taux des tranches de montant les plus faibles et les plus élevées. Le taux moyen des découverts calculé pour octobre 2005 est inférieur de 57 points de base à son niveau d'octobre 2004.

Le taux moyen de l'escompte a diminué de 6 points de base, retrouvant ainsi son niveau d'octobre 2004. Cette évolution résulte essentiellement du repli du coût des tranches de montants les plus faibles, en partie contrebalancé par la hausse du taux de la tranche la plus élevée (+ 26 points de base).

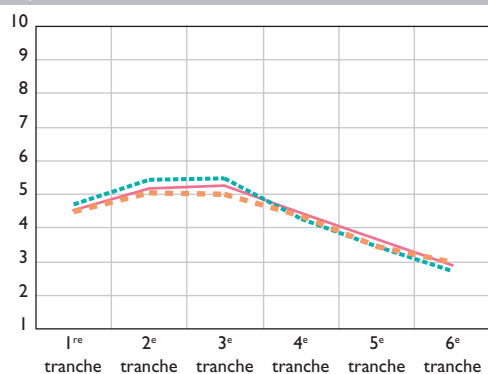
Le coût moyen des autres crédits à court terme a fléchi de 17 points de base. Toutes les tranches sont concernées par ce mouvement baissier, la tranche des montants compris entre 76 225 et 304 898 euros enregistrant la plus forte diminution. Par rapport à octobre 2004, le taux moyen de cette catégorie de crédits à court terme a baissé de 6 points de base.

Enfin, les conditions débitrices pratiquées sur les crédits à moyen et long termes ont peu varié par rapport à juillet 2005. Les taux de toutes les tranches ont diminué à des degrés divers (de 2 points de base à 15 points de base). Sur un an, le coût moyen des crédits à moyen et long termes a baissé de 43 points de base.

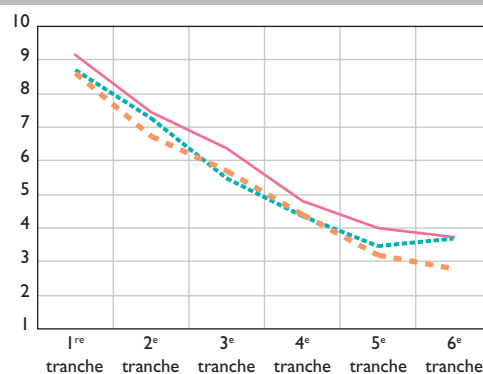
### Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)

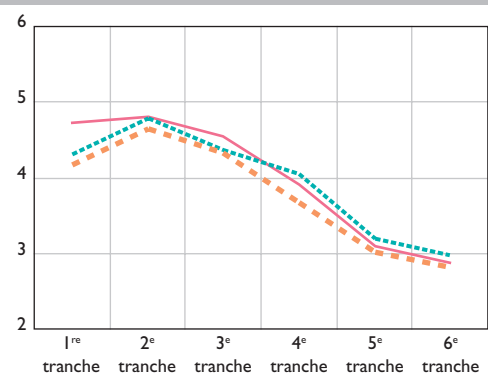
#### Escompte



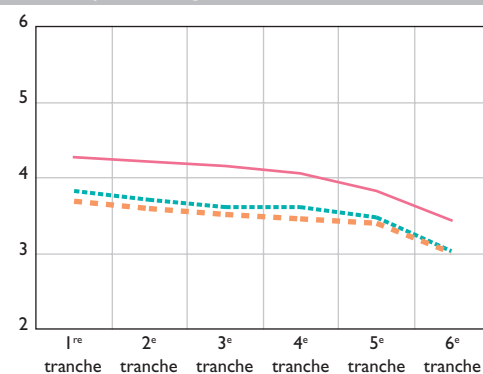
#### Découvert



#### Autres crédits à court terme



#### Crédits à moyen et long termes



— 4<sup>e</sup> trimestre 2004    - - - 3<sup>e</sup> trimestre 2005    - - - 4<sup>e</sup> trimestre 2005

1<sup>re</sup> tranche : ≤ 15 245 euros

3<sup>e</sup> tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros

5<sup>e</sup> tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros

2<sup>e</sup> tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros

4<sup>e</sup> tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros

6<sup>e</sup> tranche : > 1 524 490 euros

## Taux moyens débiteurs en fonction de la nature des crédits et des tranches de montant

(montants en euros, taux en %)

	Montant du crédit						
Catégories de crédit	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	Taux moyen
Escompte							
4 <sup>e</sup> trimestre 2004	4,51	5,19	5,26	4,43	3,68	(2,90)	3,79
1 <sup>er</sup> trimestre 2005	4,66	5,31	5,09	4,57	3,59	(2,69)	3,98
2 <sup>e</sup> trimestre 2005	4,72	5,33	5,43	4,49	3,91	(4,13)	4,37
3 <sup>e</sup> trimestre 2005	4,72	5,44	5,48	4,26	3,44	(2,72)	3,85
<b>4<sup>e</sup> trimestre 2005</b>	<b>4,47</b>	<b>5,03</b>	<b>5,00</b>	<b>4,36</b>	<b>3,43</b>	<b>(2,98)</b>	<b>3,79</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,25	- 0,41	- 0,48	0,10	- 0,01	0,26	- 0,06
Écart- type	1,53	2,08	2,09	1,78	0,93	0,69	—
1 <sup>er</sup> décile	3,09	2,79	2,75	2,69	2,63	2,39	—
9 <sup>e</sup> décile	7,26	8,20	8,19	7,70	4,63	4,32	—
Découvert							
4 <sup>e</sup> trimestre 2004	9,13	7,43	6,38	4,82	3,99	3,74	4,14
1 <sup>er</sup> trimestre 2005	9,21	7,61	6,23	5,16	3,15	2,85	3,42
2 <sup>e</sup> trimestre 2005	9,24	7,43	6,60	5,01	3,94	4,08	4,16
3 <sup>e</sup> trimestre 2005	8,68	7,26	5,47	4,38	3,47	(3,69)	3,78
<b>4<sup>e</sup> trimestre 2005</b>	<b>8,62</b>	<b>6,73</b>	<b>5,69</b>	<b>4,39</b>	<b>3,20</b>	<b>2,81</b>	<b>3,57</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,06	- 0,53	0,22	0,01	- 0,27	- 0,88	- 0,21
Écart- type	2,23	2,28	2,14	1,64	1,29	1,22	—
1 <sup>er</sup> décile	5,55	3,71	3,59	2,91	0,75	0,75	—
9 <sup>e</sup> décile	11,55	9,60	9,10	6,60	4,57	4,09	—
Autres crédits à court terme							
4 <sup>e</sup> trimestre 2004	4,73	4,80	4,54	3,92	3,10	2,88	2,91
1 <sup>er</sup> trimestre 2005	4,53	4,54	4,41	3,79	3,11	2,94	2,96
2 <sup>e</sup> trimestre 2005	4,26	4,45	4,15	3,74	3,18	3,01	3,03
3 <sup>e</sup> trimestre 2005	4,31	4,79	4,37	4,05	3,19	2,98	3,02
<b>4<sup>e</sup> trimestre 2005</b>	<b>4,17</b>	<b>4,64</b>	<b>4,32</b>	<b>3,67</b>	<b>3,02</b>	<b>2,81</b>	<b>2,85</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,14	- 0,15	- 0,05	- 0,38	- 0,17	- 0,17	- 0,17
Écart- type	1,21	1,68	1,45	1,09	0,70	0,67	—
1 <sup>er</sup> décile	3,03	3,04	2,98	2,73	2,21	2,13	—
9 <sup>e</sup> décile	5,33	7,60	6,06	4,77	4,12	3,95	—
Crédits à moyen et long termes							
4 <sup>e</sup> trimestre 2004	4,27	4,21	4,15	4,06	3,82	3,43	3,46
1 <sup>er</sup> trimestre 2005	4,14	4,04	4,00	3,92	3,72	3,36	3,39
2 <sup>e</sup> trimestre 2005	3,99	3,89	3,80	3,78	3,58	3,29	3,31
3 <sup>e</sup> trimestre 2005	3,83	3,71	3,61	3,61	3,47	3,02	3,05
<b>4<sup>e</sup> trimestre 2005</b>	<b>3,68</b>	<b>3,60</b>	<b>3,52</b>	<b>3,47</b>	<b>3,40</b>	<b>3,00</b>	<b>3,03</b>
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,15	- 0,11	- 0,09	- 0,14	- 0,07	- 0,02	- 0,02
Écart- type	0,53	0,54	0,47	0,43	0,49	0,66	—
1 <sup>er</sup> décile	3,04	2,94	2,90	2,90	2,76	2,25	—
9 <sup>e</sup> décile	4,49	4,40	4,15	4,00	4,11	3,99	—

NB : les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.



# Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004

**Bernard BARDES**

*Secrétariat général*

*Observatoire des entreprises*

*La Banque de France suit, depuis 1990, l'évolution des délais de paiement des entreprises en termes de délais clients, de crédit fournisseurs et de solde du crédit interentreprises.*

*Les données pour 2004 mettent en évidence une diminution généralisée de ces délais. Ainsi, par rapport à 2003, les délais clients ont baissé de 1,2 jour pour s'établir à 55,7 jours de chiffre d'affaires sur l'ensemble de l'économie. Les délais fournisseurs ont suivi la même évolution, avec un recul de 1,2 jour pour l'ensemble de l'économie, mais seulement de 0,5 jour d'achats dans l'industrie.*

*Le solde du crédit interentreprises — qui exprime, en jours de chiffre d'affaires, la différence entre les créances clients de l'entreprise et ses dettes fournisseurs — a également diminué, mais de façon plus modérée : il s'établit, en 2004, à 15 jours de chiffre d'affaires, contre 15,4 jours en 2003 pour l'ensemble de l'économie.*

*Les comparaisons internationales, limitées à l'industrie, montrent une grande stabilité des positionnements relatifs des principaux partenaires commerciaux de la France en termes de délais de paiement sur l'ensemble de la période 1990-2003. Ainsi, la France reste plus proche des pays qui effectuent des règlements tardifs, tels l'Espagne et l'Italie, que de ceux dont les pratiques commerciales privilégient les règlements rapides, comme l'Allemagne ou les États-Unis.*

*Cependant, même si les évolutions relevées sont de faible ampleur, la tendance longue mise en évidence confirme la baisse générale du poids relatif des créances clients, alors que celui des dettes fournisseurs ne diminue que dans les pays à faibles délais de règlement. Les soldes des crédits interentreprises tendent ainsi à se rapprocher, traduisant une homogénéisation de la contrainte financière sur les entreprises induite par les délais de paiement, malgré des pratiques commerciales différentes.*

Mots clés : délais de paiement, délais clients, crédit fournisseurs,  
crédit interentreprises  
Codes JEL : L14, L29

Des délais de paiement importants accordés aux clients peuvent peser sur la trésorerie d'une entreprise lorsqu'ils ne sont pas compensés par les délais qu'elle obtient auprès de ses fournisseurs. Le crédit interentreprises — qui correspond au solde de ses créances clients et de ses dettes fournisseurs exprimé en jours de chiffre d'affaires — fournit un indicateur de l'influence des pratiques en matière de règlements commerciaux sur la structure financière des entreprises.

L'Observatoire des entreprises analyse chaque année l'évolution des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises à partir de la base FIBEN<sup>1</sup>. Les données comptables utilisées permettent de mesurer les délais apparents de paiement en fin d'exercice, mais non l'existence d'éventuels retards par rapport aux règlements décidés contractuellement lors des transactions commerciales.

Le commentaire ci-après s'appuie sur les données en moyennes de ratios<sup>2</sup> calculées sur la période 1995-2004. Les statistiques détaillées ont fait l'objet d'une publication de l'Observatoire des entreprises en décembre 2005<sup>3</sup>.

## I | Nouveau recul des délais clients en 2004

### I | I La diminution des délais clients concerne toutes les tailles d'entreprises

Les résultats de 2004 s'inscrivent dans la tendance de longue période, observée depuis 1990, de diminution des délais clients. La baisse a été de 1,2 jour sur l'ensemble de l'économie par rapport à 2003 ; la diminution a été plus modérée pour les entreprises de l'industrie (0,7 jour seulement).

Ces chiffres sont exprimés en moyennes de ratios. Chaque entreprise représente le même poids. Le calcul en ratio moyen, qui accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille, fait ressortir un repli du même ordre (– 1,2 jour) sur l'ensemble de l'économie, mais plus sensible (– 1,4 jour) pour l'industrie.

Le recul de 2004 amène les délais clients à un bas niveau historique et ce pour toutes les tranches de taille d'entreprises.

En 2003, les délais clients s'étaient réduits sensiblement dans les grandes unités, un peu moins rapidement dans les autres. Les diminutions constatées s'établissaient, respectivement, à 1,1 jour pour les firmes de plus de 2 000 salariés, 0,6 jour pour les sociétés dont l'effectif était compris entre 500 et 2 000 personnes, 0,5 jour pour les PME et enfin 0,4 jour pour les TPE.

En 2004, la diminution est globalement plus marquée et plus contrastée. L'écart entre la baisse des délais de paiement consentis par les très grandes firmes et les autres entités s'est accentué ; les chiffres s'établissent, respectivement, à – 3,7 jours pour les firmes de plus de 2 000 personnes, – 2,7 jours pour celles entre 500 personnes et 2 000 personnes – 1,3 jour pour les PME et – 1,1 jour pour les plus petites entreprises.

Pour la seule industrie, les réductions observées sont assez similaires pour les grandes entreprises, mais plus limitées pour les unités de taille inférieure ; les délais clients reculent de 2,7 jours dans les grandes firmes, de 0,7 jour dans les PME et de 0,6 jour pour les entreprises de moins de 20 personnes.

Sur longue période, la nouvelle baisse des délais clients intervenue en 2004 accentue le repli enregistré depuis 1990. Sur la période 1990-2004, il atteint 8,5 jours de chiffre d'affaires pour l'ensemble de l'économie. La baisse est un peu plus faible sur le seul champ de l'industrie, pour lequel les délais clients sont revenus de 77,9 jours en 1990 à 71,8 jours en 2004.

Par tranches de taille, le tassement à long terme des délais clients est général, mais s'avère plus important pour les grandes firmes (– 13,1 jours) que pour les PME (– 8,1 jours) et les très petites entreprises (– 5,9 jours).

Pour les seules sociétés de l'industrie, le repli selon les tailles est encore plus différencié, avec une baisse de 15,8 jours dans les grandes firmes, de 7,7 jours pour les PME et de 1,9 jour seulement pour les plus petites entreprises.

<sup>1</sup> FIBEN (Fichier bancaire des entreprises) est une base de données créée et gérée par la Banque de France. Elle recense des informations sur 3,5 millions d'entreprises et compte environ 220 000 bilans annuels.

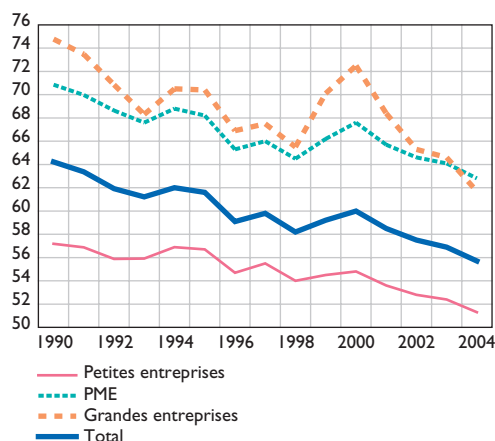
<sup>2</sup> Cf. l'encadré méthodologique en fin d'article

<sup>3</sup> Bardes (B.) et Nivelais (M.) (2005)

## Délais clients

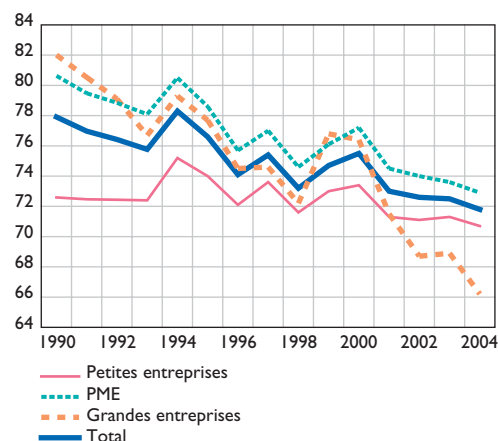
## Ensemble de l'économie

(moyennes de ratios exprimés en jours de chiffre d'affaires)



## Industrie

(moyennes de ratios exprimés en jours de chiffre d'affaires)



Cette hiérarchie est significative : les grandes sociétés améliorent davantage la gestion de leurs créances clients, en partie grâce à l'existence de services spécialisés dans le suivi des factures et à un plus grand souci d'optimiser leurs besoins en fonds de roulement.

Sur l'ensemble de l'économie et quelle que soit l'année, les délais clients étaient toujours, jusqu'ici, supérieurs dans les grandes entreprises à ceux des PME, tout en s'en rapprochant fortement depuis 2002. En 2004, pour la première fois, ils leur sont devenus inférieurs (1,1 jour d'écart). Ils restent très nettement inférieurs pour les très petites entreprises (plus de 10 jours de chiffre d'affaires de différence avec ceux des PME et des grandes entreprises en 2004). Il faut toutefois noter que les résultats pour cette tranche de taille sont fortement influencés par le grand nombre d'entreprises dans les secteurs à faibles délais clients, comme les services aux particuliers (13,5 jours en 2004), le commerce et réparation automobile (25,4 jours) et le commerce de détail (11,8 jours).

Le même phénomène se retrouve sur le seul champ de l'industrie. Le niveau des délais clients dans les très petites entreprises est systématiquement inférieur à celui constaté dans les PME, même si les différences d'évolution à long terme tendent à réduire l'écart. Le comportement des grandes sociétés est plus remarquable : partis du niveau le plus élevé en 1990, les délais clients diminuent suffisamment pour arriver à un niveau inférieur à celui des PME et des TPE depuis 2002, alors que les délais consentis

par leurs fournisseurs n'ont pas suivi une évolution parallèle (cf. point 2|1).

## I | 2 Mais les disparités intersectorielles demeurent

Comme les années antérieures, les délais clients observés en 2004 sont à des niveaux très différents selon les secteurs, du fait des habitudes de règlement spécifiques à chacun d'eux. Ainsi, la dispersion des délais clients selon le secteur d'activité demeure bien plus importante que celle selon la taille des entreprises.

Si les délais clients se sont établis l'an dernier à 55,7 jours, tous secteurs confondus, leur niveau a varié de 13,5 jours pour les entreprises de services aux particuliers, à 81,8 jours pour les industries de biens d'équipement et 80,7 jours pour les services aux entreprises.

Au regard de l'équilibre financier des firmes, il faut toutefois rappeler que, pour certaines activités à cycle long comme la construction ou la fabrication de biens d'équipement, il existe d'importants montants d'avances clients non pris en compte ici. Ceux-ci contribuent à financer les créances clients particulièrement importantes dans ces secteurs.

Les secteurs dont la clientèle est majoritairement constituée de particuliers, tels que le commerce de

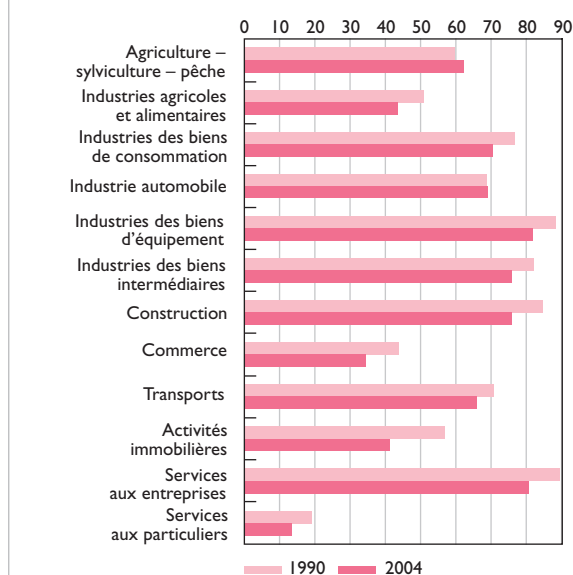
détail ou les services aux particuliers, bénéficient du paiement immédiat de la plupart de leurs prestations, d'où des délais de paiement particulièrement faibles : 13,5 jours pour les services aux particuliers et 34,5 jours pour le commerce, avec notamment 11,8 jours dans le commerce de détail.

C'est pourquoi, si l'on ne tient pas compte des délais observés dans ces secteurs travaillant directement avec la clientèle de particuliers, l'écart maximal entre secteurs revient de 68,3 jours à 40,6 jours et se rapproche des écarts intersectoriels relevés pour les délais fournisseurs, ce qui donne une image sans doute plus fidèle des habitudes de paiement interentreprises.

Depuis 1990, le mouvement de baisse des délais clients a concerné l'ensemble des secteurs, à l'exception des entreprises de l'agriculture (+ 2,7 jours) et de l'industrie automobile (+ 0,2 jour). Important dans les activités immobilières (- 15,6 jours) et dans le commerce (- 9,5 jours), il a été plus faible dans certains secteurs tels que les transports (- 4,8 jours) et les services aux particuliers (- 5,6 jours).

### Disparités intersectorielles des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises

(délais clients en jours de chiffre d'affaires)



## 2| Les délais fournisseurs

### 2|1 Les grandes entreprises maintiennent des délais élevés

Les variations des délais fournisseurs sont généralement de même sens que celles des délais clients dont elles sont, en quelque sorte, le reflet pour tout ce qui concerne les échanges entre les secteurs étudiés. Elles ne peuvent toutefois pas être identiques en valeur absolue car clients et fournisseurs ne travaillent pas seulement en circuit fermé avec des entreprises du même secteur.

Ainsi, en 2004 comme en 2003, les délais fournisseurs ont reculé de 1,2 jour d'achats sur l'ensemble de l'économie. Pour les seules entreprises industrielles, ils se sont tassés de 0,5 jour (- 1,1 jour en 2003). Pour l'ensemble de l'économie, le recul se vérifie dans toutes les tranches de taille, avec un repli de 0,8 jour dans les grandes firmes, de 0,9 jour dans les PME et de 1,3 jour pour les plus petites entreprises. Pour la seule industrie, les délais fournisseurs ont également reculé avec une baisse de 1,1 jour pour les grandes firmes, de 0,2 jour pour les PME et de 0,6 jour pour les entreprises de moins de 20 personnes.

Comme pour les délais clients, l'évolution des délais fournisseurs confirme le retour à la tendance à la baisse. De 1990 à 2004, le recul atteint 9,8 jours d'achats pour l'ensemble de l'économie et 7,8 jours dans l'industrie. La taille apparaît ici un critère essentiel. Pour l'ensemble de l'économie, la baisse des délais fournisseurs ressort, en effet, à 10 jours pour les très petites entreprises et à 8,6 jours pour les PME, contre seulement 1,2 jour pour les grandes firmes. Pour les seules entreprises de l'industrie, la différenciation est également forte. De 1990 à 2004, les délais fournisseurs y ont reculé de 8,2 jours pour les entreprises de moins de 20 personnes, de 7,5 jours pour les PME, mais seulement de 1 jour dans les grandes sociétés.

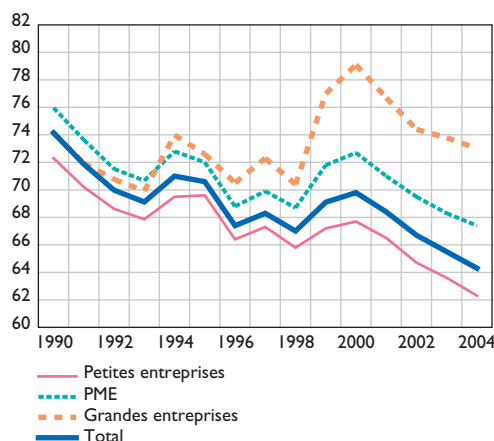
En niveau, les TPE ont des délais plus faibles que les PME, eux-mêmes en net retrait sur ceux des grandes sociétés. Sur la seule industrie, les grandes entreprises ont, cependant, des délais fournisseurs intermédiaires.



**Délais fournisseurs**

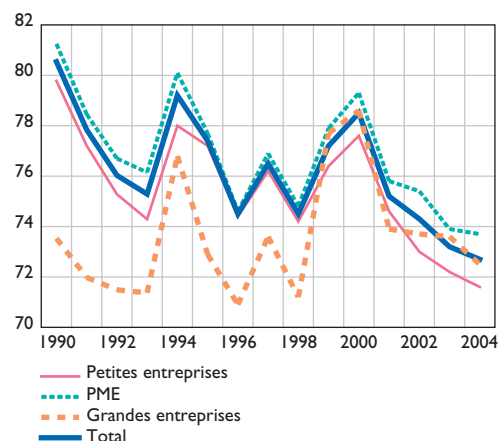
Ensemble de l'économie

(moyennes de ratios exprimés en jours d'achats)



Industrie

(moyennes de ratios exprimés en jours d'achats)

**2 | 2 Les différences entre secteurs s'amenuisent**

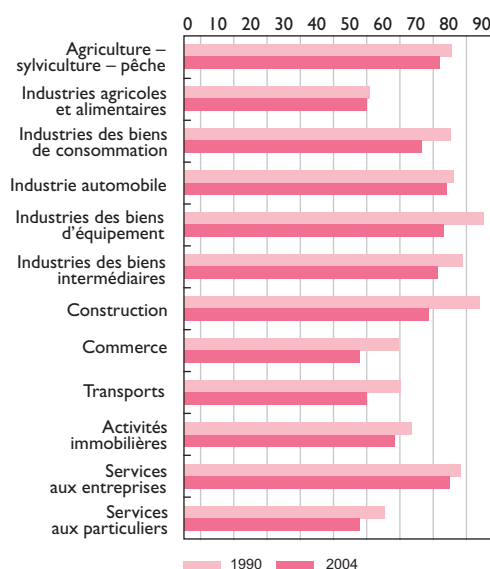
Le repli des délais fournisseurs est plus différencié selon les secteurs que celui des délais clients, bien que tous aient enregistré une baisse, sauf l'industrie automobile (+ 0,8 jour) et les biens intermédiaires (+ 0,2 jour). Par ailleurs, leur dispersion est moindre (de 52,7 jours pour le commerce à 79,8 jours pour les services aux entreprises). Cet écart de 27,1 jours est véritablement représentatif des relations entre entreprises puisque, côté fournisseurs, il n'y a guère de relation commerciale directe avec des particuliers.

Sur longue période, contrairement aux délais clients, le repli des délais fournisseurs a été général dans tous les secteurs entre 1990 et 2004. Certains ont même connu une forte diminution, comme les industries des biens d'équipement (- 12,1 jours) et la construction (- 15,4 jours). Globalement, les niveaux observés sont nettement sensibles aux cycles conjoncturels, mais finissent par converger en fin de période, sauf dans le secteur de la construction et dans le sous-secteur commerce et réparation automobile, pour lesquels les écarts ont augmenté.

Ces phénomènes de convergence, observables en même temps que les tendances longues à la baisse des délais fournisseurs, semblent montrer que les secteurs d'activité adoptent des comportements similaires en matière de règlements. Le comportement des grandes firmes diffère néanmoins sensiblement dans les secteurs des transports et de la construction où elles ont augmenté leurs délais.

**Disparités intersectorielles des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises**

(délais fournisseurs en jours d'achats)



### 3| Le solde du crédit interentreprises

#### 3|1 Les grandes entreprises réduisent significativement leur solde de crédit interentreprises

D'une année sur l'autre, la baisse concomitante des délais clients et des délais fournisseurs n'a occasionné qu'un repli modéré du crédit interentreprises, puisqu'il s'établit à 15 jours de chiffre d'affaires en 2004, contre 15,4 jours en 2003.

L'évolution du solde du crédit interentreprises est divergente selon les tailles : en stagnation pour les très petites entreprises, il a, en revanche, diminué de 2,3 jours pour les grandes firmes, revenant de 19,5 jours en 2003 à 17,2 jours en 2004. Pour les PME, le recul a été de 0,7 jour. L'analyse diffère dans le cas de l'industrie : le solde du crédit interentreprises s'est replié de 25,9 jours en 2003 à 25,2 jours en 2004 et la baisse selon les tailles est générale : de 0,2 jour pour les entreprises de moins de 20 personnes, 1,1 jour pour les PME et 2,4 jours dans les grandes sociétés.

Sur longue période, le solde du crédit interentreprises n'a que faiblement évolué sur la période étudiée (de 14,4 jours en 1990 à 15 jours en 2004) du moins en ce qui concerne l'ensemble de l'économie, mais les évolutions sont assez différentes selon la taille des entreprises.

Ainsi, de 1990 à 2004, il y a eu accroissement pour les très petites entreprises (de 4,9 jours à 11,2 jours), tassement pour les PME (de 23,3 jours à 21,3 jours) et net repli pour les grandes entreprises (de 28,5 jours à 17,2 jours). Ces dernières se situent ainsi, pour la quatrième année consécutive, à un niveau inférieur à celui des PME. Cette amélioration de la situation des grandes entreprises provient essentiellement de la réduction des délais clients (- 13,1 jours), les délais fournisseurs n'ayant reculé que de 1,2 jour.

Dans la seule industrie, les différences par taille sont également importantes et suivent la même tendance. Le solde du crédit interentreprises est passé de 18,8 jours en 1990 à 24,9 jours en 2004 pour les très petites entreprises, mais il est revenu de 31,3 jours à 25,8 jours pour les PME et de 33,3 jours à 15,2 jours (soit une baisse de 18,1 jours) pour les grandes firmes.

Au final, le besoin de financement lié au crédit interentreprises observé pour les TPE reste inférieur à celui des PME (surtout grâce aux délais clients, plus courts), que ce soit dans l'industrie ou sur l'ensemble de l'économie, mais ces niveaux tendent à converger au cours de la période sous revue.

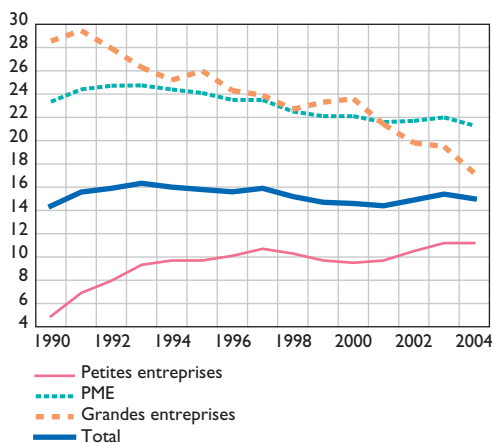
#### 3|2 Les écarts structurels entre secteurs sont importants

Le solde du crédit interentreprises est sensiblement différent selon les secteurs. Certains sont fortement

##### Solde du crédit interentreprises

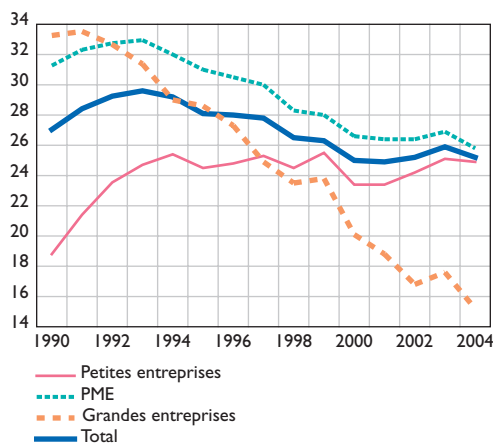
###### Ensemble de l'économie

(moyennes de ratios exprimés en jours de chiffre d'affaires)



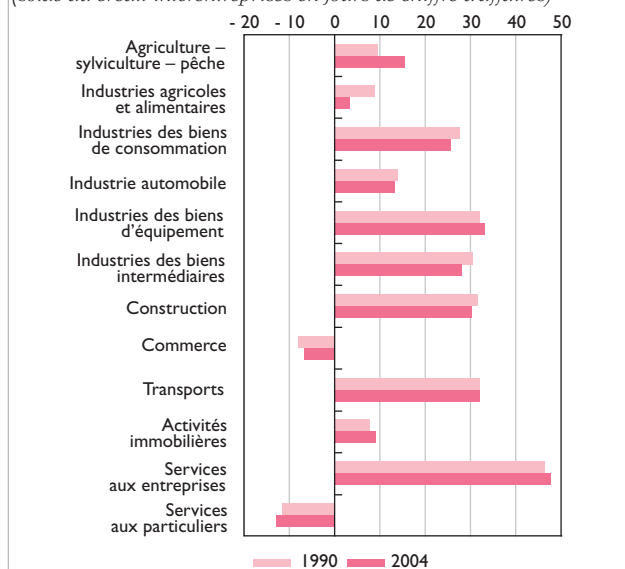
###### Industrie

(moyennes de ratios exprimés en jours de chiffre d'affaires)



### Disparités intersectorielles des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises

(solde du crédit interentreprises en jours de chiffre d'affaires)



## 4| La France figure parmi les pays ayant des délais de paiement élevés

### 4| I La tendance à la baisse des créances clients est assez générale

Une approche pour étudier la question des délais de paiement consiste à comparer le poids des créances clients au sein des différents pays grâce à la base BACH<sup>4</sup>, base de comptes harmonisés sur les entreprises, et permet d'apporter ainsi un éclairage sur cet aspect des relations commerciales très lié aux habitudes de facturation. La comparaison porte sur six pays (la France et ses principaux partenaires commerciaux) et concerne les entreprises de la seule industrie, sur la période 1990-2003.

prêteurs, comme les services aux entreprises (47,8 jours), les industries de biens d'équipement (33,1 jours) et les transports (32 jours).

D'autres activités, au contraire, ont un solde négatif du crédit interentreprises de manière structurelle, c'est-à-dire qu'elles bénéficient à ce titre d'une ressource de financement. C'est le cas, notamment, des entreprises de services aux particuliers (- 12,9 jours), du sous-secteur commerce et réparation automobile (- 10,4 jours) et surtout du commerce de détail (- 23,6 jours) qui comprend les firmes de la grande distribution. Ces activités, en relation directe avec une clientèle de particuliers, ont des délais clients faibles, alors qu'elles bénéficient de délais fournisseurs significatifs bien qu'inférieurs à la moyenne.

L'approche méthodologique retenue dans la base BACH privilégie l'analyse en structure de bilans ; pour cette comparaison internationale, les créances clients sont donc rapportées au total du bilan et non mesurées comme précédemment en jours de chiffre d'affaires. Plutôt que d'estimer un délai réel comme précédemment, il s'agit ici de mesurer l'importance relative des délais entre les différents pays et son évolution.

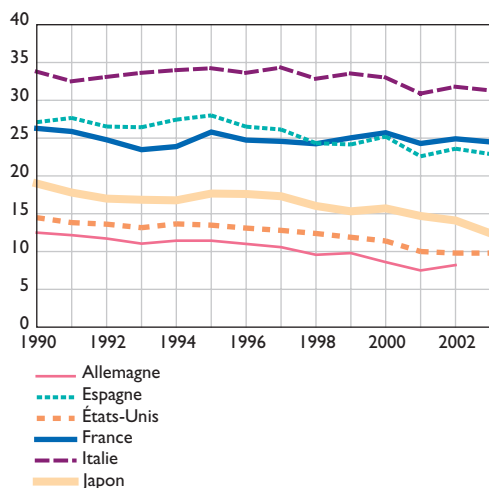
L'élément notable pour les six pays est la tendance générale à une baisse limitée des créances clients en proportion du total des bilans sur l'ensemble de la période. Une légère remontée avait été observée en 2002 pour les trois pays (Italie, France et Espagne) où la part des créances clients était déjà la plus élevée. En 2003, la tendance longue à la baisse a repris.

<sup>4</sup> BACH (Bank for the accounts of companies harmonised) est une base de données alimentée, sous l'égide du Comité européen des Centrales de bilans, par les principaux pays européens, le Japon et les États-Unis et gérée par la direction générale des Affaires économiques et financières de la Commission européenne.

**Poids des créances clients**

Industrie

(en % du total du bilan)



Le poids des dettes fournisseurs dans le total des bilans évolue lentement, mais, sur l'ensemble de la période, il remonte dans le groupe de pays (Italie, Espagne et France) pour lesquels les niveaux des créances clients et des dettes fournisseurs sont les plus élevés. À l'inverse, la tendance longue est à la baisse pour les autres pays (États-Unis, Allemagne et Japon) qui ont les niveaux les plus faibles, tant pour les créances clients que pour les dettes fournisseurs.

### 4|3 Une certaine homogénéisation du solde du crédit interentreprises peut ainsi être observée

Le solde du crédit interentreprises (créances clients – dettes fournisseurs) rapporté au total des bilans tend à diminuer entre 1990 et 2003 pour tous les pays étudiés, y compris pour le Japon qui retrouve, comme en début de période, une situation atypique avec un solde négatif du crédit interentreprises.

Si le solde reste nettement plus élevé pour l'Italie et plus bas pour le Japon, il tend à converger pour les autres pays dans une fourchette assez étroite, traduisant ainsi une certaine homogénéisation des besoins de financement nets. Il est remarquable que des niveaux de soldes somme toute assez proches soient obtenus avec des délais de règlement très différents, faibles ou élevés selon les pays, mais se compensant.

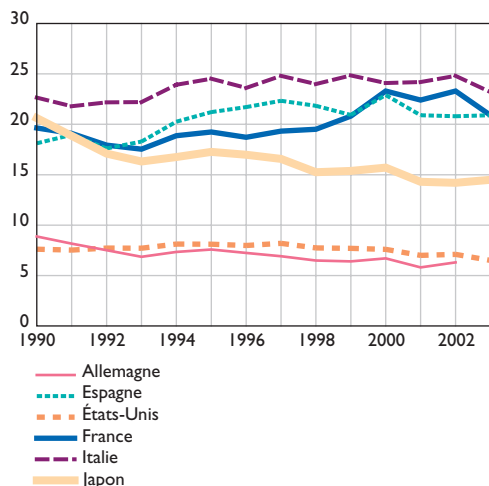
### 4|2 Les évolutions sont plus différenciées en ce qui concerne le poids des dettes fournisseurs

La base BACH permet également de comparer le niveau et l'évolution des dettes fournisseurs dans l'industrie pour ces mêmes pays. Les dettes fournisseurs sont rapportées, de même, au total des bilans.

**Poids des dettes fournisseurs**

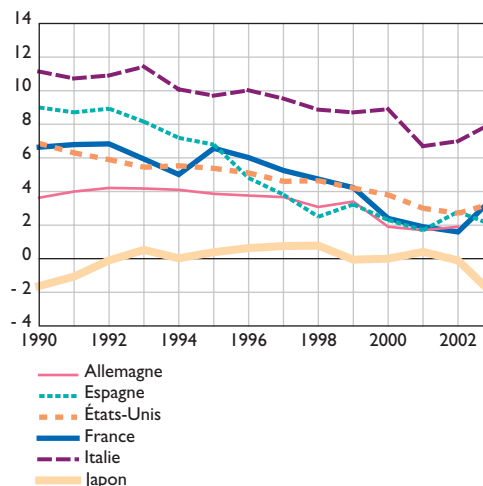
Industrie

(en % du total du bilan)

**Solde du crédit interentreprises**

Industrie

(en % du total du bilan)



## ENCADRÉ

**Précisions méthodologiques**

Les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial brut, peuvent être appréhendés de deux façons.

**L'approche par moyenne de ratios individuels**

- le ratio « délais clients » rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires ;
- le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours d'achats ;
- le solde du crédit interentreprises correspond au solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs. On peut le définir de façon équivalente comme la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires. Il reflète la situation prêteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise.

On calcule ensuite des moyennes de ratios individuels, aussi appelées moyennes non pondérées. Cette approche microéconomique où chaque entreprise, quelle que soit sa taille, exerce le même poids dans le calcul de la moyenne, permet de prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles.

**L'approche selon les ratios moyens**

- pour les délais de paiement, on calcule le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, ces totaux étant respectivement rapportés au total cumulé des chiffres d'affaires et au total cumulé des achats, et toujours multipliés par 360 pour être exprimés en jours (de chiffre d'affaires ou d'achats) ;
- le solde du crédit interentreprises est égal à la différence entre le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, cette différence étant rapportée au total cumulé des chiffres d'affaires et multipliée par 360.

Cette approche accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète donc plus particulièrement le comportement des grandes entreprises. Elle repose sur le calcul d'un ratio moyen, qui peut être interprété comme une moyenne des ratios individuels, pondérés par le dénominateur de chaque ratio.

Les travaux de l'Observatoire des entreprises à partir de la base Fiben ont jusqu'à présent privilégié l'approche en moyenne de ratios individuels pour analyser le comportement de l'entreprise-type. En effet, l'approche en termes de ratios moyens nécessite une information sur l'ensemble des entreprises car l'absence éventuelle d'informations sur certaines catégories, ou la sous-représentation de certaines catégories par rapport à d'autres, peut conduire à une mauvaise interprétation des niveaux ou/et des tendances macroéconomiques. Néanmoins, la constitution de séries chronologiques sur la période 1990-2004 et la confrontation des évolutions macroéconomiques issues de la base Fiben avec celles de la base Suse de l'INSEE suggèrent que, si les niveaux doivent être interprétés avec précaution, les tendances macroéconomiques calculées à partir de la base Fiben sont représentatives.

Il faut enfin souligner que les grandeurs analysées dans cette étude ne couvrent pas entièrement la totalité des créances clients ou des dettes fournisseurs des entreprises. Ceci est dû à plusieurs facteurs :

- d'une part, les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients ne sont pas inclus dans les créances clients et les dettes fournisseurs. Or, si ces postes sont de faibles montants dans la plupart des secteurs, ils jouent, pour les avances clients, un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment ;
- d'autre part, les créances et les dettes commerciales des entreprises comprennent comme clients et fournisseurs, non seulement des entreprises, mais également l'État, les collectivités locales, les ménages et les non-résidents.

## Bibliographie

**AFDCC et Eurofactor (2004)**

« Deuxième baromètre de la gestion du poste clients des entreprises européennes »

**Asfour (J.C.) (2004)**

« Vendre et encaisser en Europe », *Revue financière et comptable*, juin, p. 39-65

**Bardès (B.) (2004)**

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 132, décembre, p. 69-82

**Bardès (B.) et Nivelais (M.) (2005)**

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1995 à 2004 en nomenclature NAF », *Banque de France, collection Entreprises, Observatoire des entreprises*, 832-0404

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



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

(données cvs)

	2005						
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>5</b>	<b>-7</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>-11</b>	<b>25</b>	<b>5</b>
Biens intermédiaires	8	-11	6	23	-13	18	3
Biens d'équipement	1	9	15	22	-3	18	20
Industrie automobile	5	-33	6	44	-37	56	-17
Biens de consommation	1	-2	9	21	-10	23	15
Industries agricoles et alimentaires	1	0	9	17	-12	25	3
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>5</b>	<b>-17</b>	<b>0</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>15</b>
Biens intermédiaires	3	-17	0	17	14	10	13
Biens d'équipement	13	-14	2	17	16	21	23
Industrie automobile	-14	-41	-12	16	17	-24	15
Biens de consommation	6	-16	2	19	24	18	17
Industries agricoles et alimentaires	8	-5	3	11	14	4	2
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>-11</b>	<b>19</b>	<b>4</b>
Étrangères	10	-3	8	19	-5	20	4
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Biens intermédiaires	-3	-5	0	5	1	9	6
Biens d'équipement	25	28	31	34	33	38	45
Biens de consommation	12	9	9	10	12	13	10
Industries agricoles et alimentaires	-2	4	0	-4	-7	-3	-4
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
Biens intermédiaires	10	12	7	2	5	2	2
Biens d'équipement	5	3	4	5	9	5	7
Industrie automobile	16	9	12	14	6	5	3
Biens de consommation	2	0	1	3	2	2	0
Industries agricoles et alimentaires	5	5	5	6	6	5	9
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>83,7</b>	<b>82,4</b>	<b>82,9</b>	<b>83,5</b>	<b>83,3</b>	<b>83,8</b>	<b>82,6</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	-3	-3	-1	1	-4	0	-1
Au cours des prochains mois	-9	-9	-7	-6	-5	-6	-5
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>101</b>	<b>96</b>	<b>99</b>	<b>101</b>	<b>102</b>	<b>106</b>	<b>101</b>

(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.

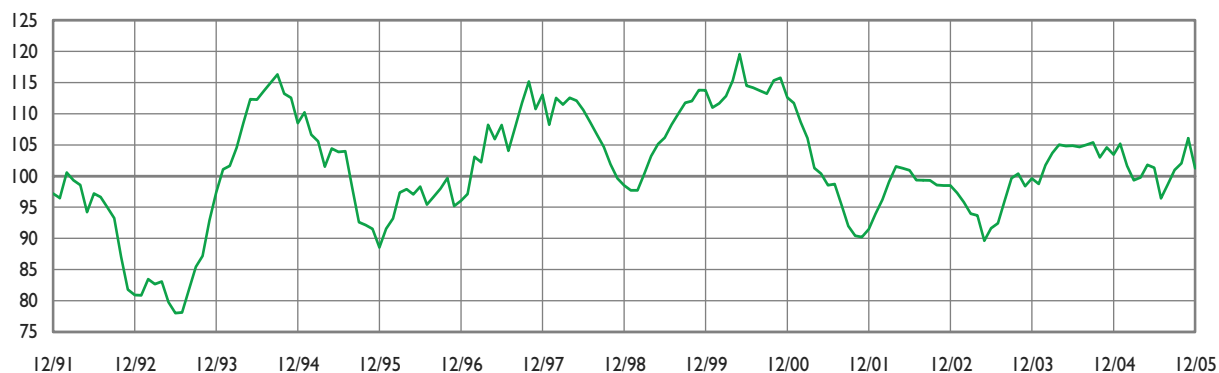
Source : Banque de France

Réalisé le 13 janvier 2006

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

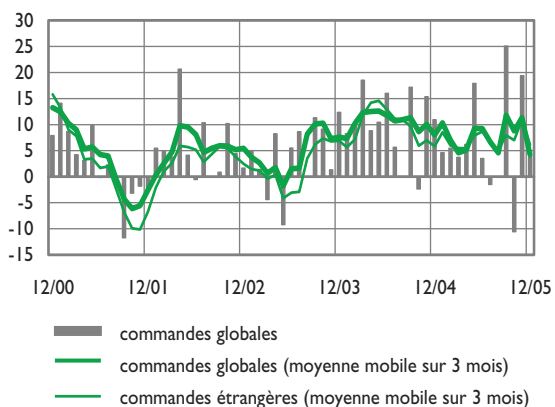
### Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



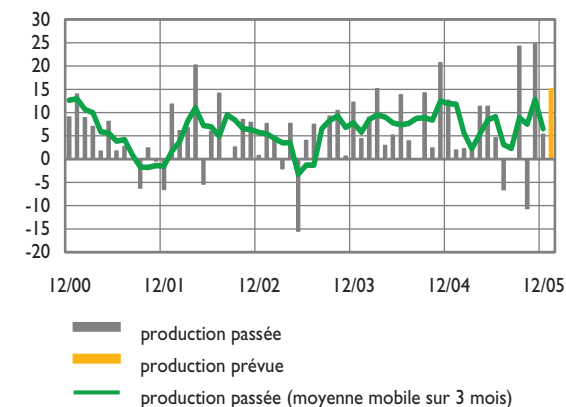
### Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



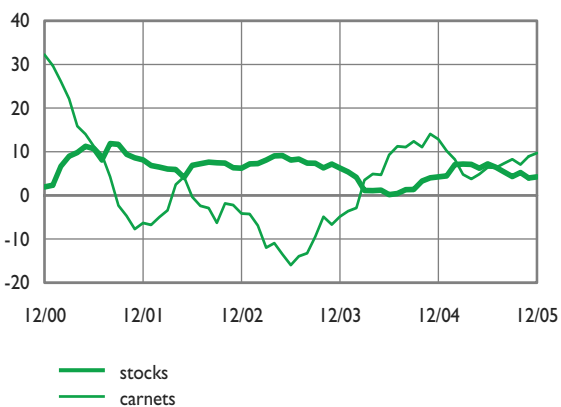
### Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



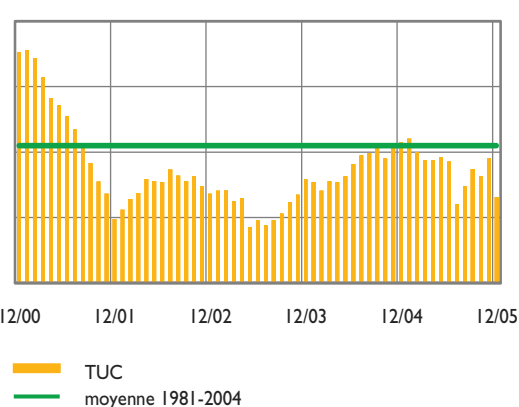
### Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



### TUC dans l'industrie

(en pourcentage)

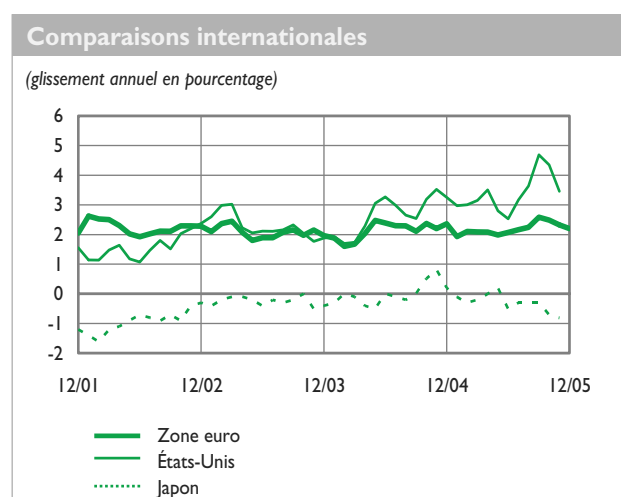
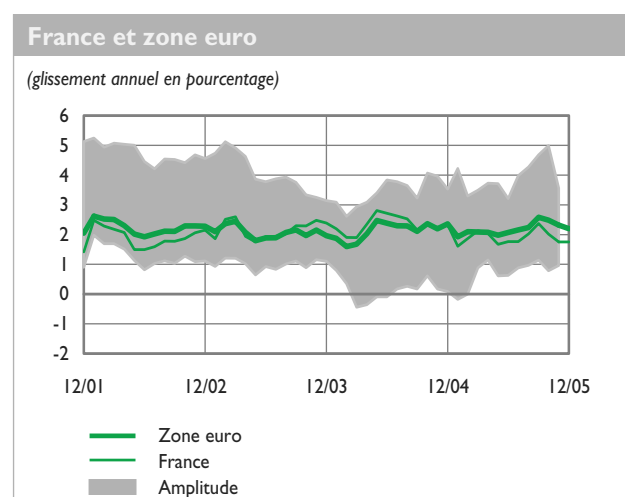


**Figure 3**  
**Indices des prix à la consommation**

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

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



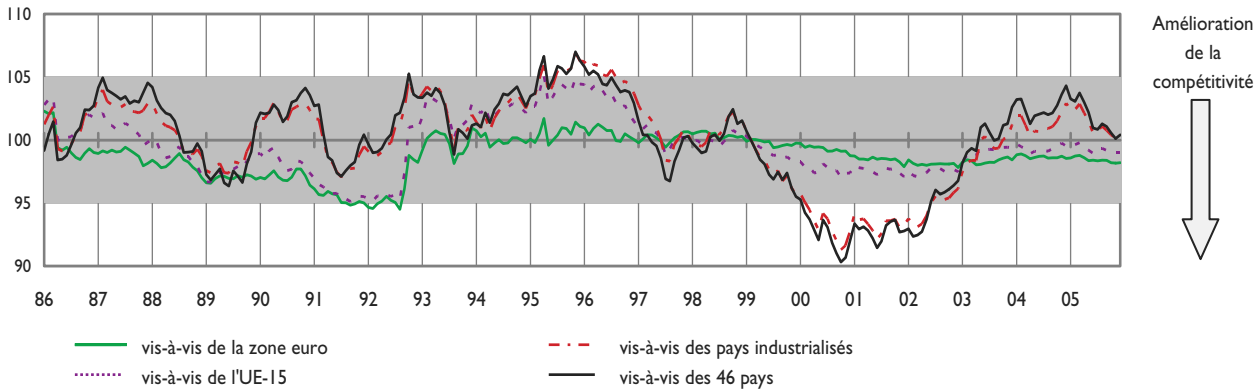
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

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

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

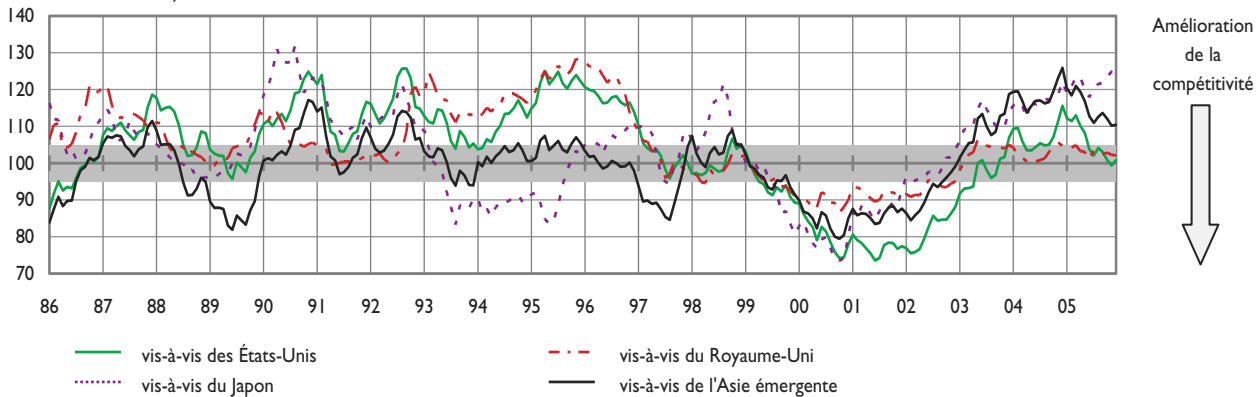
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



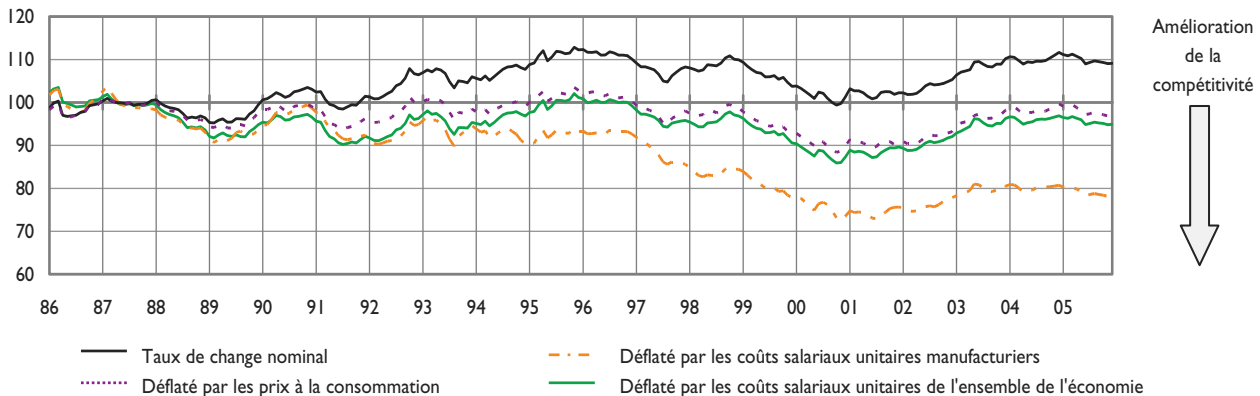
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



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

Indices base 100 = 1987



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

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

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 13 janvier 2006

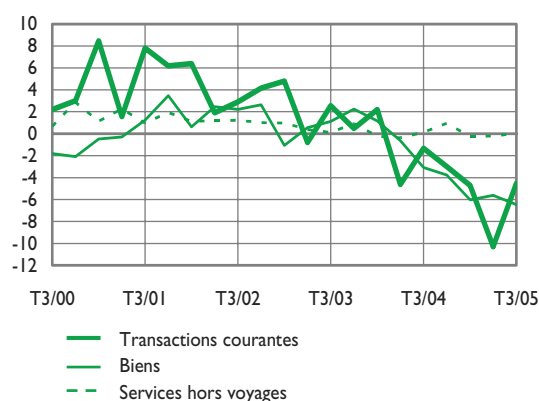
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2003	2004	2004		2005		
			T3 (b)	T4 (b)	T1 (b)	T2 (b)	T3 (b)
	(a)	(b)					
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>7 019</b>	<b>-6 753</b>	<b>-1 330</b>	<b>-2 985</b>	<b>-4 709</b>	<b>-10 285</b>	<b>-4 525</b>
Biens	2 865	-6 315	-3 074	-3 767	-6 034	-5 623	-6 457
Services hors voyages	2 366	456	123	936	-243	-211	52
Voyages	11 636	9 813	2 934	2 717	989	2 698	2 666
Revenus	7 080	6 858	4 406	1 764	3 785	-1 631	5 534
Transferts courants	-16 928	-17 565	-5 719	-4 635	-3 206	-5 518	-6 320
<b>Compte de capital</b>	<b>-7 666</b>	<b>1 741</b>	<b>644</b>	<b>403</b>	<b>135</b>	<b>386</b>	<b>377</b>
<b>Compte financier</b>	<b>9 710</b>	<b>323</b>	<b>-2 635</b>	<b>-911</b>	<b>-1 589</b>	<b>5 340</b>	<b>15 046</b>
Investissements directs	-9 435	-18 913	-7 712	-2 824	-7 411	3 385	-6 629
Français à l'étranger	-47 090	-38 498	-6 909	-8 330	-18 166	-5 838	-16 203
Étrangers en France	37 655	19 585	-803	5 506	10 755	9 223	9 574
Investissements de portefeuille	5 770	-46 322	637	-16 049	-12 599	-808	21 449
Avoirs	-170 628	-179 964	-21 122	-48 899	-52 424	-45 088	-25 794
Engagements	176 398	133 642	21 759	32 850	39 825	44 280	47 243
Produits financiers dérivés	-6 058	5 100	2 924	-207	-4 109	9 589	242
Autres investissements	21 604	63 967	3 039	19 384	21 365	-7 882	-1 823
Avoirs de réserve	-2 171	-3 509	-1 523	-1 215	1 165	1 056	1 807
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-9 063</b>	<b>4 689</b>	<b>3 321</b>	<b>3 493</b>	<b>6 163</b>	<b>4 559</b>	<b>-10 898</b>

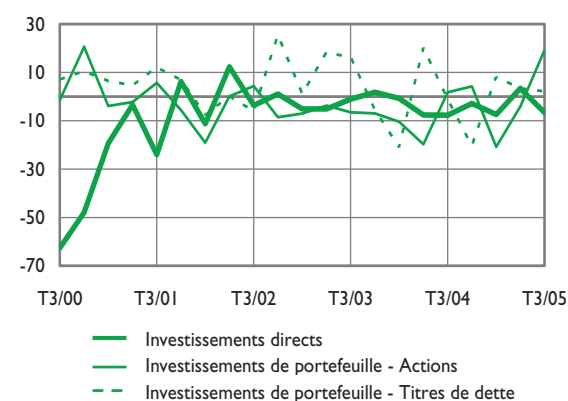
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

(c) chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	2003	2004	2004		2005		
	(a)	(b)	T3 (b)	T4 (b)	T1 (b)	T2 (b)	T3 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>7 019</b>	<b>-6 753</b>	<b>-1 330</b>	<b>-2 985</b>	<b>-4 709</b>	<b>-10 285</b>	<b>-4 525</b>
<b>Biens</b>	<b>2 865</b>	<b>-6 315</b>	<b>-3 074</b>	<b>-3 767</b>	<b>-6 034</b>	<b>-5 623</b>	<b>-6 457</b>
Exportations	319 995	338 689	80 054	89 099	86 034	90 326	84 230
Importations	317 130	345 004	83 128	92 866	92 068	95 949	90 687
Marchandises générales	3 463	-5 761	-2 750	-3 407	-5 749	-5 231	-5 961
Avitaillement	-765	-470	-112	-166	-134	-227	-265
Travail à façon et réparations	167	-84	-212	-194	-151	-165	-231
<b>Services hors voyages</b>	<b>2 366</b>	<b>456</b>	<b>123</b>	<b>936</b>	<b>-243</b>	<b>-211</b>	<b>52</b>
Exportations	54 992	55 985	14 286	14 975	13 739	14 471	14 792
Importations	52 626	55 529	14 163	14 039	13 982	14 682	14 740
Transports	237	-504	-112	-131	-178	-221	-61
Services de communication	449	925	240	250	258	249	341
Services de construction	1 285	1 196	276	338	439	312	397
Services d'assurances	-248	-544	-127	-158	-347	-213	-298
Services financiers	-751	-846	-140	-156	-102	-168	-240
Services d'informatique et d'information	14	34	8	-21	-19	-28	-32
Redevances et droits de licence	1 443	1 539	488	755	536	371	691
Autres services aux entreprises	608	-881	-320	221	-767	-353	-605
Services personnels, culturels et récréatifs	-416	-253	-110	-95	-38	-152	-115
Services des administrations publiques	-255	-210	-80	-67	-25	-8	-26
<b>Voyages</b>	<b>11 636</b>	<b>9 813</b>	<b>2 934</b>	<b>2 717</b>	<b>989</b>	<b>2 698</b>	<b>2 666</b>
Recettes	32 349	32 834	10 010	7 662	6 343	9 306	10 578
Dépenses	20 713	23 021	7 076	4 945	5 354	6 608	7 912
<b>Revenus</b>	<b>7 080</b>	<b>6 858</b>	<b>4 406</b>	<b>1 764</b>	<b>3 785</b>	<b>-1 631</b>	<b>5 534</b>
Rémunérations des salariés	8 240	8 409	2 121	2 111	2 115	2 123	2 129
Revenus des investissements	-1 160	-1 551	2 285	-347	1 670	-3 754	3 405
Directs	10 110	12 573	2 592	4 519	2 267	2 620	2 024
De portefeuille	-10 871	-11 658	386	-4 142	509	-4 910	2 245
Autres	-399	-2 466	-693	-724	-1 106	-1 464	-864
<b>Transferts courants</b>	<b>-16 928</b>	<b>-17 565</b>	<b>-5 719</b>	<b>-4 635</b>	<b>-3 206</b>	<b>-5 518</b>	<b>-6 320</b>
Transferts courants du secteur des APU	-11 099	-10 947	-4 119	-2 955	-1 185	-3 839	-4 299
Transferts courants des autres secteurs	-5 829	-6 618	-1 600	-1 680	-2 021	-1 679	-2 021
dont envoi de fonds des travailleurs	-2 113	-2 135	-609	-506	-476	-510	-606
<b>Compte de capital</b>	<b>-7 666</b>	<b>1 741</b>	<b>644</b>	<b>403</b>	<b>135</b>	<b>386</b>	<b>377</b>

(a) chiffres définitifs

(b) chiffres semi-définitifs

(c) chiffres provisoires

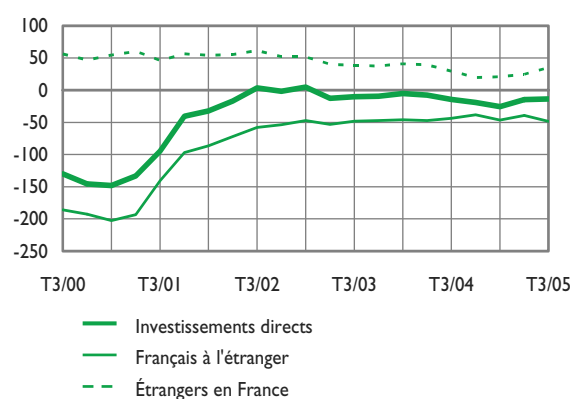
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2003	2004	2004		2005		
			T3 (b)	T4 (b)	T1 (b)	T2 (b)	T3 (b)
	(a)	(b)					
<b>Compte financier</b>	<b>9 710</b>	<b>323</b>	<b>-2 635</b>	<b>-911</b>	<b>-1 589</b>	<b>5 340</b>	<b>15 046</b>
Investissements directs	-9 435	-18 913	-7 712	-2 824	-7 411	3 385	-6 629
Français à l'étranger	-47 090	-38 498	-6 909	-8 330	-18 166	-5 838	-16 203
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-13 517	-26 664	-3 805	-7 393	-8 643	2 140	-8 159
Étrangers en France	37 655	19 585	-803	5 506	10 755	9 223	9 574
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	13 143	5 551	-4 013	1 925	5 817	2 438	3 171
Investissements de portefeuille	5 770	-46 322	637	-16 049	-12 599	-808	21 449
Avoirs	-170 628	-179 964	-21 122	-48 899	-52 424	-45 088	-25 794
Actions	-42 340	-49 120	-94	-12 151	-26 525	-821	42
Obligations	-101 254	-119 388	-22 066	-24 775	-34 971	-42 145	-17 703
Instruments du marché monétaire	-27 034	-11 456	1 038	-11 973	9 072	-2 122	-8 133
Engagements	176 398	133 642	21 759	32 850	39 825	44 280	47 243
Actions	18 121	25 016	1 900	16 375	5 754	-3 345	19 261
Obligations	144 158	94 450	11 587	31 634	23 110	35 227	19 492
Instruments du marché monétaire	14 119	14 176	8 272	-15 159	10 961	12 398	8 490
Produits financiers dérivés	-6 058	5 100	2 924	-207	-4 109	9 589	242
Autres investissements	21 604	63 967	3 039	19 384	21 365	-7 882	-1 823
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	31 109	40 659	-4 319	15 067	8 940	-8 415	6 355
Avoirs de réserve	-2 171	-3 509	-1 523	-1 215	1 165	1 056	1 807
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-9 063</b>	<b>4 689</b>	<b>3 321</b>	<b>3 493</b>	<b>6 163</b>	<b>4 559</b>	<b>-10 898</b>

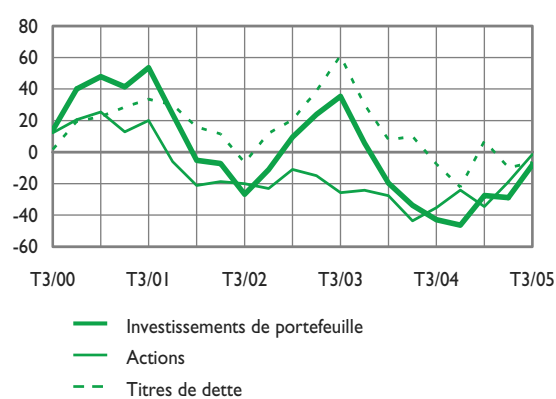
#### Investissements directs - soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille - soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



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

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

(données brutes en millions d'euros)

	3ème trimestre 2005					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-9 255</b>	<b>1 031</b>	<b>658</b>	<b>3 573</b>	<b>432</b>	<b>582</b>
Recettes	63 379	19 076	3 727	12 715	2 286	4 995
Dépenses	72 634	18 045	3 069	9 142	1 854	4 413
Biens	-10 234	2 230	716	2 227	46	338
Recettes	40 852	9 461	3 171	6 479	1 386	2 360
Dépenses	51 086	7 231	2 455	4 252	1 340	2 022
Services	-772	1 546	-14	1 114	459	84
Recettes	8 071	4 102	493	3 355	719	1 205
Dépenses	8 843	2 556	507	2 241	260	1 121
Revenus	3 314	-181	-17	331	-76	499
Recettes	13 509	3 459	50	2 678	166	1 201
Dépenses	10 195	3 640	67	2 347	242	702
Transferts courants	-1 563	-2 564	-28	-100	3	-338
<b>Compte financier</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>	<b>ND</b>
Investissements directs	-6 698	-2 152	-315	1 195	-201	1 612
Français à l'étranger	-11 909	-4 422	-254	-505	151	1 496
Étrangers en France	5 211	2 270	-61	1 700	-352	116
Investissements de portefeuille (c)	ND	ND	ND	ND	ND	ND
Avoirs	-7 611	-2 842	-522	-11 841	1 728	835
Actions	-5 419	7 217	-29	-3 272	1 184	1 355
Obligations	-2 271	-3 454	-404	-3 783	-153	37
Instruments du marché monétaire	79	-6 605	-89	-4 787	697	-557
Autres investissements	-19 922	-2 804	1 261	2 756	5 203	-1 959
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-15 547	394	827	6 525	4 691	-3 801

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

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

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



**Figure 9**  
**Balance des paiements (données mensuelles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005			Cumul 12 mois	
		sept.	oct.	nov.	2004	2005
	nov.				nov.	nov.
	(a)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-525</b>	<b>-490</b>	<b>-6 584</b>	<b>-4 372</b>	<b>-5 407</b>	<b>-29 718</b>
Biens	-1 408	-1 410	-2 167	-3 604	-3 534	-25 581
Services hors voyages	-30	-243	229	-278	289	259
Voyages	661	905	1 025	655	9 937	8 938
Revenus	1 662	2 560	-3 708	913	6 288	7 180
Transferts courants	-1 410	-2 302	-1 963	-2 058	-18 387	-20 514
<b>Compte de capital</b>	<b>264</b>	<b>225</b>	<b>-210</b>	<b>61</b>	<b>1 635</b>	<b>855</b>
<b>Compte financier</b>	<b>10 540</b>	<b>39 069</b>	<b>-5 759</b>	<b>5 205</b>	<b>800</b>	<b>14 786</b>
Investissements directs	-507	-1 088	-5 648	-12 167	-22 009	-26 966
Français à l'étranger	-1 241	-4 925	-6 175	-15 904	-45 197	-62 826
Capital social	-884	-125	2 486	-7 779	-26 330	-18 330
Bénéfices réinvestis	-322	-404	-404	-404	-3 693	-4 766
Autres opérations	-35	-4 396	-8 257	-7 721	-15 174	-39 730
Étrangers en France	734	3 837	527	3 737	23 188	35 860
Capital social	513	581	1 589	1 741	9 505	14 468
Bénéfices réinvestis	89	153	153	153	819	1 772
Autres opérations	132	3 103	-1 215	1 843	12 864	19 620
Investissements de portefeuille	-38 981	19 323	5 479	-23 369	-92 146	28 545
Avoirs	-43 868	1 108	-10 270	-34 786	-220 177	-139 395
Actions	-10 185	162	5 429	-16 098	-66 914	-26 524
Obligations	-12 217	-5 105	-12 573	-7 119	-132 459	-108 455
Instruments du marché monétaire	-21 466	6 051	-3 126	-11 569	-20 804	-4 416
Engagements	4 887	18 215	15 749	11 417	128 031	167 940
Actions	-4 914	4 543	-1 038	1 964	9 521	37 581
Obligations	11 787	8 902	10 590	10 734	90 837	108 347
Instruments du marché monétaire	-1 986	4 770	6 197	-1 281	27 673	22 012
Produits financiers dérivés	1 504	132	1 218	1 177	4 392	7 275
Autres investissements	48 967	19 632	-7 914	39 701	114 245	530
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	33 890	21 303	-8 756	14 628	89 245	-18 963
Avoirs de réserve	-443	1 070	1 106	-137	-3 682	5 402
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-10 279</b>	<b>-38 804</b>	<b>12 553</b>	<b>-894</b>	<b>2 972</b>	<b>14 077</b>

(a) chiffres semi-définitifs

(b) chiffres provisoires

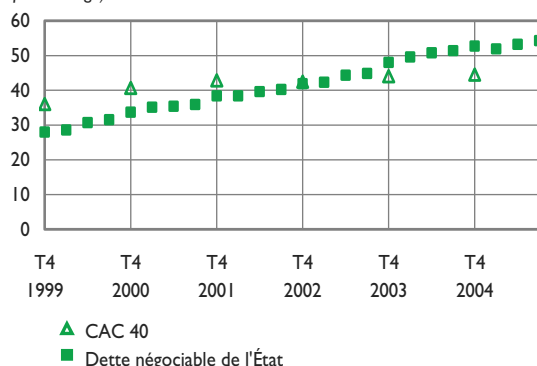
**Figure 10**  
**Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)**

(en milliards d'euros)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T3
<b>Créances</b>	<b>2 011,3</b>	<b>2 327,6</b>	<b>2 347,0</b>	<b>2 518,1</b>	<b>2 831,2</b>	<b>3 291,0</b>
Investissements directs français à l'étranger	478,3	577,4	559,1	570,2	599,7	659,3
<i>Capitaux propres</i>	353,1	409,6	390,2	376,7	396,7	426,0
<i>Autres opérations</i>	125,2	167,8	168,9	193,5	203,0	233,2
Investissements de portefeuille	713,3	826,6	888,6	1 084,4	1 290,9	1 487,2
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	274,4	301,8	390,5	480,3	575,2	652,7
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	438,9	524,8	498,1	604,1	715,7	834,5
Produits financiers dérivés	102,1	124,6	103,1	100,8	102,0	170,6
Autres investissements	649,2	732,3	737,4	706,7	781,8	912,1
<i>IFM</i>	461,8	514,2	516,4	492,0	577,3	699,6
<i>Non IFM</i>	187,4	218,1	221,0	214,7	204,6	212,5
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8	61,9
<b>Engagements</b>	<b>-2 120,7</b>	<b>-2 356,9</b>	<b>-2 315,0</b>	<b>-2 582,9</b>	<b>-2 904,4</b>	<b>-3 412,7</b>
Investissements directs étrangers en France	-279,2	-335,1	-367,3	-411,9	-430,4	-462,9
<i>Capitaux propres</i>	-195,3	-212,2	-232,3	-261,6	-267,1	-278,6
<i>Autres opérations</i>	-83,9	-122,9	-135,1	-150,3	-163,2	-184,4
Investissements de portefeuille	-1 020,1	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 466,9	-1 712,7
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-182,9	-251,1	-242,9	-287,6	-320,1	-379,2
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-837,3	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 146,8	-1 333,5
Produits financiers dérivés	-105,6	-118,9	-107,1	-109,9	-109,9	-185,6
Autres investissements	-715,8	-784,8	-786,1	-773,2	-897,2	-1 051,4
<i>IFM</i>	-569,9	-622,1	-632,1	-624,2	-741,0	-878,8
<i>Non IFM</i>	-145,9	-162,7	-154,0	-149,1	-156,1	-172,6
<b>Position nette</b>	<b>-109,4</b>	<b>-29,3</b>	<b>32,1</b>	<b>-64,7</b>	<b>-73,2</b>	<b>-121,6</b>

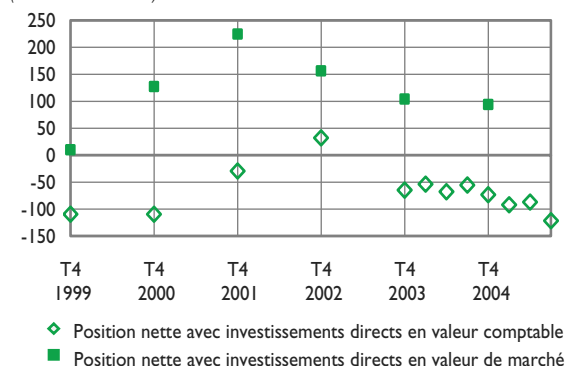
#### Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en pourcentage)



#### Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



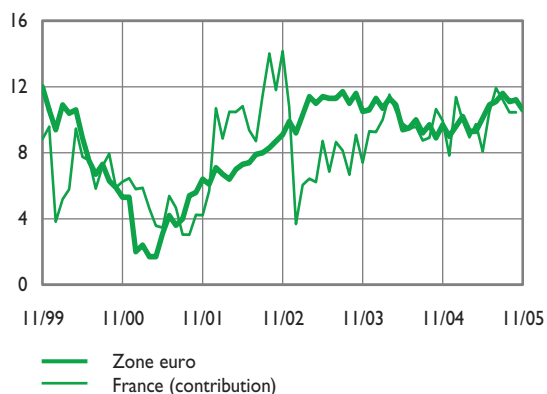
**Figure 11**  
**Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro**

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

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

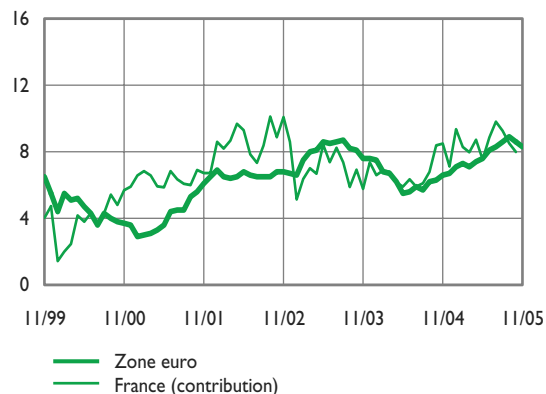
#### M1

(taux de croissance annuel en pourcentage)



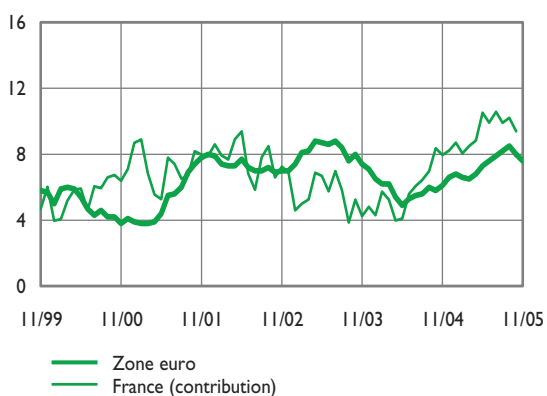
#### M2

(taux de croissance annuel en pourcentage)



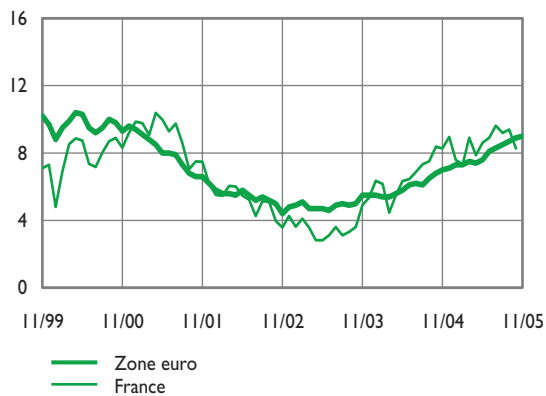
#### M3

(taux de croissance annuel en pourcentage)



#### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en pourcentage)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 13 janvier 2006

**Figure 12**  
**Bilan de la Banque de France**

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Actif</b>								
Territoire national	19,7	16,4	23,3	24,7	34,8	29,8	35,7	41,3
Crédits	17,0	11,5	17,7	19,0	27,7	22,3	27,7	34,1
IFM	16,1	11,1	17,3	18,5	27,4	21,9	27,4	33,8
Administration centrale	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	2,7	4,9	5,5	5,8	7,1	7,5	8,0	7,2
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	5,8	7,1	7,5	8,0	7,2
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	15,5	20,4	19,9	19,1	9,1
Reste du monde	21,0	18,3	22,9	25,3	24,6	23,9	23,5	23,6
Avoirs en or	31,8	32,1	30,9	32,6	32,8	36,5	35,7	38,4
Non ventilés par zones géographiques (a)	48,2	59,6	73,9	68,9	82,6	83,9	84,0	86,3
<b>Total</b>	<b>154,6</b>	<b>158,9</b>	<b>174,9</b>	<b>166,9</b>	<b>195,2</b>	<b>194,0</b>	<b>198,0</b>	<b>198,7</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts - Territoire national	36,2	28,8	29,3	23,9	36,0	30,1	33,6	27,4
IFM	34,6	27,8	28,7	23,3	35,2	29,3	32,6	26,5
Administration centrale	0,8	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,8	0,4	0,5	0,8	0,8	0,7	0,8
Dépôts - Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
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	7,1	8,1	7,5	7,4	8,7
Non ventilés par zone géographique	116,6	126,3	138,2	136,0	151,1	156,4	157,0	161,4
Billets et pièces en circulation (b)	74,2	85,0	97,8	93,0	102,9	104,0	104,8	105,6
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	41,9	41,9	41,9
Autres	4,0	5,8	7,4	6,9	9,2	10,5	10,3	13,9
<b>Total</b>	<b>154,6</b>	<b>158,9</b>	<b>174,9</b>	<b>166,9</b>	<b>195,2</b>	<b>194,0</b>	<b>198,0</b>	<b>198,7</b>

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

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

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

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Actif</b>								
Territoire national	2 875,2	2 999,4	3 200,9	3 126,2	3 311,7	3 324,6	3 342,5	3 391,5
Crédits	2 209,0	2 265,7	2 416,4	2 327,3	2 489,6	2 517,2	2 548,5	2 588,8
IFM	951,7	947,8	1 013,1	941,0	1 028,2	1 038,4	1 069,9	1 093,7
APU	126,8	142,0	139,5	132,3	133,9	140,4	135,8	134,7
Secteur privé	1 130,5	1 175,9	1 263,8	1 254,0	1 327,5	1 338,4	1 342,9	1 360,4
Titres autres que des actions	416,4	431,2	460,8	455,0	472,8	460,4	476,0	480,4
IFM ≤ 2 ans	116,2	129,8	162,6	154,1	157,5	152,1	152,0	147,6
IFM > 2 ans	52,1	49,8	53,3	52,5	54,3	56,3	56,6	56,8
APU	152,4	157,5	155,8	156,2	166,2	160,9	172,0	179,6
Secteur privé	95,7	94,2	89,2	92,2	94,7	91,1	95,4	96,5
Titres d'OPCVM monétaires	58,4	63,7	67,8	73,1	75,3	75,9	78,6	81,1
Actions et autres participations	191,4	238,8	255,9	270,9	274,0	271,2	239,3	241,1
Autres États de la zone euro	408,6	465,9	553,9	567,6	638,0	618,8	674,9	739,2
Reste du monde	513,3	502,8	608,3	628,7	741,3	736,7	775,7	884,9
Non ventilés par zones géographiques	364,6	379,1	417,0	460,5	523,1	546,9	554,2	603,7
<b>Total</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 347,1</b>	<b>4 780,2</b>	<b>4 783,0</b>	<b>5 214,1</b>	<b>5 227,0</b>	<b>5 347,3</b>	<b>5 619,3</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts - Territoire national	1 920,9	2 047,7	2 180,2	2 082,2	2 228,9	2 228,9	2 261,3	2 300,4
IFM	927,0	933,2	1 006,6	950,7	1 046,4	1 035,7	1 068,4	1 116,7
Administration centrale	11,7	39,0	43,9	29,5	16,9	32,8	22,8	28,7
Autres secteurs	982,2	1 075,5	1 129,6	1 102,1	1 165,6	1 160,4	1 170,1	1 155,0
Dépôts à vue	290,9	344,1	357,1	342,4	368,2	371,1	376,9	371,3
Dépôts à terme ≤ 2 ans	60,4	49,6	45,5	49,8	53,0	51,9	53,8	52,4
Dépôts à terme > 2 ans	283,3	299,3	306,4	297,2	304,3	305,2	303,1	303,2
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	319,9	351,8	377,5	369,1	390,3	388,5	388,2	385,8
Pensions	27,7	30,7	43,2	43,6	49,9	43,7	48,1	42,4
Dépôts - Autres États de la zone euro	195,4	201,8	238,6	263,5	258,1	246,1	274,7	285,9
IFM	170,8	173,6	201,5	224,0	214,4	205,8	230,1	242,4
Autres secteurs	24,5	28,2	37,1	39,5	43,7	40,2	44,6	43,5
Dépôts - reste du monde	437,3	429,9	511,7	525,9	617,8	638,8	661,8	792,0
Non ventilés par zones géographiques	1 608,1	1 667,8	1 849,6	1 911,4	2 109,3	2 113,3	2 149,4	2 241,0
Titres de créance émis ≤ 2 ans	206,5	218,3	259,4	254,0	281,9	278,1	282,8	286,7
Titres de créance émis > 2 ans	354,9	375,2	404,8	400,4	434,4	440,3	453,5	456,9
Titres d'OPCVM monétaires	303,8	327,8	354,1	370,1	396,9	393,6	397,2	399,6
Capital et réserves	284,1	294,9	310,2	313,4	312,4	308,8	309,4	306,3
Autres	458,8	451,6	521,1	573,4	683,6	692,4	706,5	791,5
<b>Total</b>	<b>4 161,7</b>	<b>4 347,1</b>	<b>4 780,2</b>	<b>4 783,0</b>	<b>5 214,1</b>	<b>5 227,0</b>	<b>5 347,3</b>	<b>5 619,3</b>

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

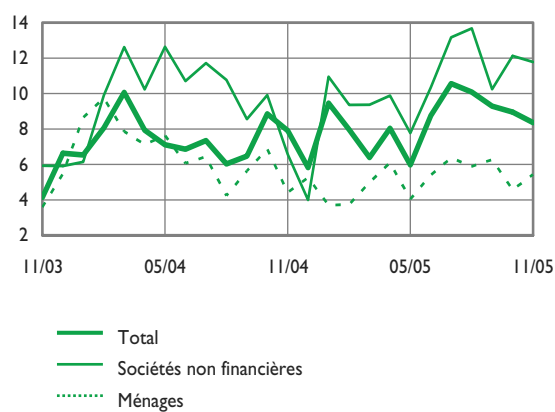
**Figure 14**  
**Dépôts – France**

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	359,6	361,7	384,9	363,7	391,4	392,9	394,6	394,6
Ménages et assimilés	187,1	202,4	212,9	206,0	219,4	219,5	220,6	217,3
Sociétés non financières	116,5	120,0	124,2	116,6	129,8	129,6	129,0	131,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	56,0	39,2	47,8	41,1	42,2	43,8	45,0	45,5
Autres agents	14,4	19,2	17,5	18,3	17,7	20,3	24,6	20,7
<b>Total - Encours</b>	<b>374,0</b>	<b>380,9</b>	<b>402,4</b>	<b>382,0</b>	<b>409,1</b>	<b>413,2</b>	<b>419,2</b>	<b>415,3</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>1,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,1</b>	<b>9,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,4</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	109,8	112,2	113,5	110,6	112,7	111,8	111,1	110,6
Livrets bleus	14,9	15,5	16,3	15,9	16,7	16,7	16,6	16,5
Comptes épargne logement	33,2	36,0	38,5	37,8	39,5	39,1	38,9	38,6
Codevi	41,1	43,2	45,7	44,7	46,9	46,5	46,5	46,1
Livrets d'épargne populaire	49,5	53,8	56,7	55,4	56,2	56,1	56,1	55,9
Livrets jeunes	5,4	5,7	6,1	6,0	6,3	6,3	6,3	6,3
Livrets soumis à l'impôt	65,9	85,3	100,7	98,8	112,1	112,0	112,6	111,9
<b>Total - Encours</b>	<b>319,9</b>	<b>351,8</b>	<b>377,5</b>	<b>369,1</b>	<b>390,3</b>	<b>388,5</b>	<b>388,2</b>	<b>385,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>8,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,3</b>	<b>4,5</b>

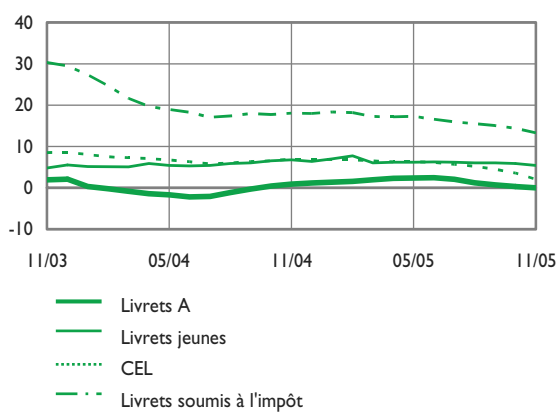
#### Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



#### Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



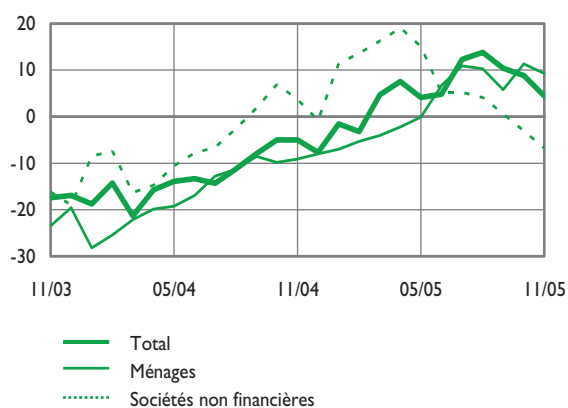
**Figure 15**  
**Dépôts à terme – France**

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

	2002	2003	2004	2004	2005			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	55,1	44,1	41,7	45,6	46,8	46,3	47,5	46,1
Ménages et assimilés	25,5	20,4	18,6	19,1	21,7	20,9	21,6	21,1
Sociétés non financières	29,2	23,3	22,8	26,3	25,0	25,3	25,7	24,7
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2
Autres agents	6,5	5,5	3,8	4,2	6,2	5,6	6,3	6,4
<b>Total - Encours</b>	<b>60,4</b>	<b>49,6</b>	<b>45,5</b>	<b>49,8</b>	<b>53,0</b>	<b>51,9</b>	<b>53,8</b>	<b>52,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-4,2</b>	<b>-16,9</b>	<b>-7,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>13,8</b>	<b>10,4</b>	<b>8,8</b>	<b>4,4</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	276,5	289,0	295,8	286,5	292,7	292,6	291,7	291,0
Ménages et assimilés	273,9	279,1	282,6	275,3	280,2	279,9	278,9	277,7
PEL	205,0	216,7	224,2	216,8	223,3	223,2	222,9	222,1
PEP	48,1	46,0	42,5	41,8	39,6	39,3	39,0	38,6
Autres	20,8	16,4	15,9	16,6	17,3	17,4	17,1	17,0
Sociétés non financières	2,4	9,9	13,1	11,2	12,5	12,6	12,7	13,1
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	10,7	11,6	12,7	11,5	12,2
<b>Total - Encours</b>	<b>283,3</b>	<b>299,3</b>	<b>306,4</b>	<b>297,2</b>	<b>304,3</b>	<b>305,2</b>	<b>303,1</b>	<b>303,2</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>

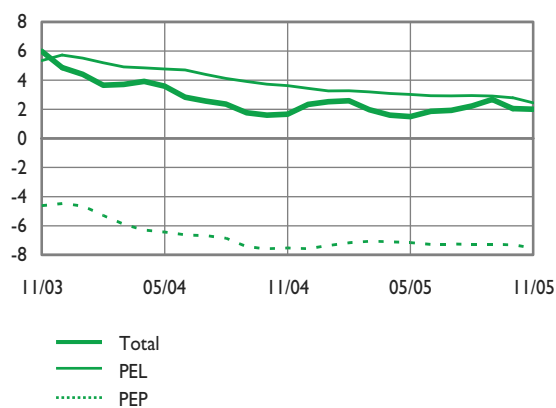
#### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en pourcentage)



#### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en pourcentage)



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

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

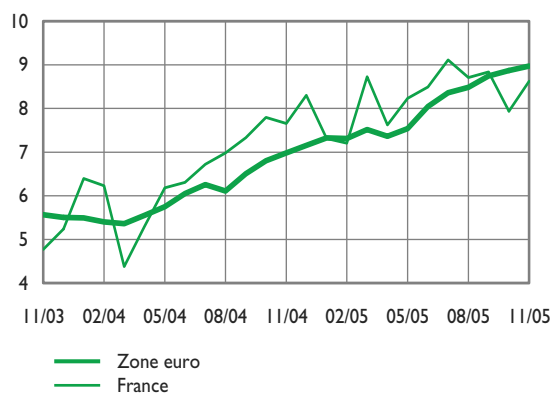
	2002	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	déc.	nov.	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 130,8	1 176,2	1 264,0	1 254,3	1 336,2	1 327,7	1 338,6	1 343,1	1 360,7
Administrations publiques	127,4	142,2	139,7	132,5	130,9	134,0	140,5	135,9	134,8
<b>Total - Encours</b>	<b>1 258,2</b>	<b>1 318,4</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 386,8</b>	<b>1 467,1</b>	<b>1 461,7</b>	<b>1 479,1</b>	<b>1 479,0</b>	<b>1 495,5</b>
Secteur privé	4,0	5,2	8,3	7,7	9,1	8,7	8,8	7,9	8,6
Administrations publiques	7,0	12,5	-0,5	1,7	-8,6	-8,7	-1,1	-0,7	1,7
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>4,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	201,0	207,1	216,3	213,8	222,5	222,8	223,8	224,6	225,1
Trésorerie	162,4	136,6	144,4	141,4	152,1	147,3	146,6	152,4	152,6
Autres objets	165,6	171,2	180,9	178,0	185,6	184,4	186,1	187,5	190,0
<b>Total - Encours</b>	<b>529,0</b>	<b>514,8</b>	<b>541,5</b>	<b>533,2</b>	<b>560,2</b>	<b>554,5</b>	<b>556,5</b>	<b>564,4</b>	<b>567,7</b>
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,8</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	350,7	385,5	438,1	433,3	475,5	480,2	485,9	488,7	494,2
Trésorerie	108,2	113,7	118,7	117,4	122,3	121,8	122,3	123,6	124,2
Autres objets	82,8	81,3	82,8	83,1	84,1	84,1	83,5	84,2	83,2
<b>Total - Encours</b>	<b>541,8</b>	<b>580,5</b>	<b>639,5</b>	<b>633,9</b>	<b>681,9</b>	<b>686,1</b>	<b>691,7</b>	<b>696,5</b>	<b>701,6</b>
<b>Total - Taux de croissance</b>	<b>7,1</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,9</b>	<b>10,9</b>



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

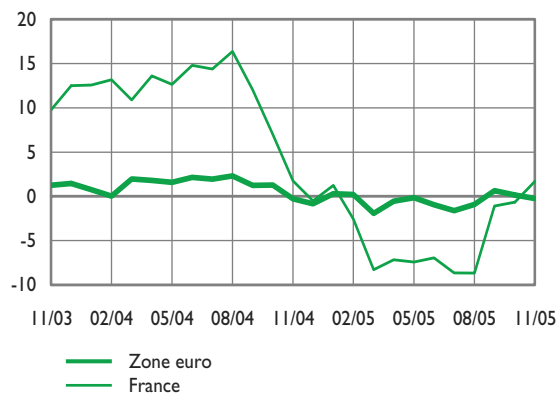
#### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en pourcentage)



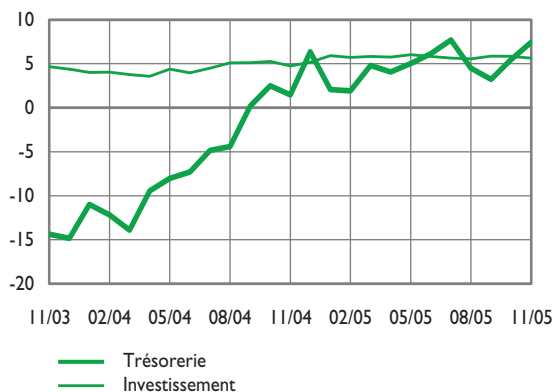
#### Crédits au secteur public

(taux de croissance annuel en pourcentage)



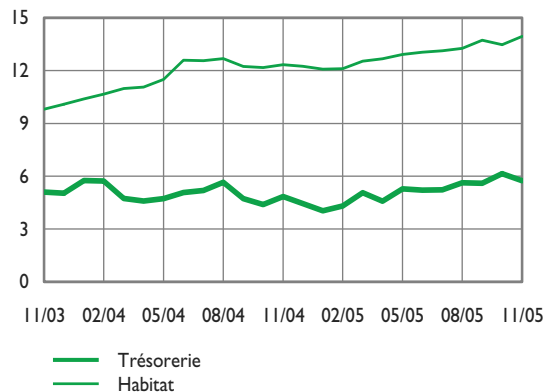
#### Crédits aux sociétés non financières - France

(taux de croissance annuel en pourcentage)



#### Crédits aux ménages - France

(taux de croissance annuel en pourcentage)



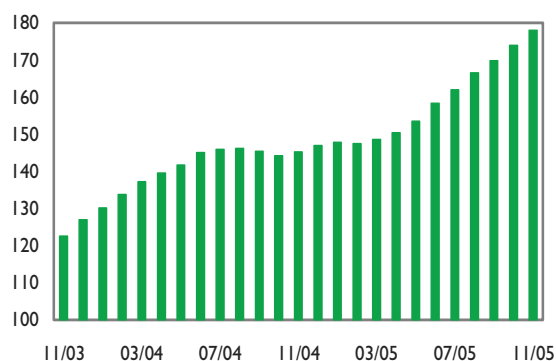
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

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

	2004			2005		
	sept.	oct.	nov.	sept.	oct.	nov.
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>353,8</b>	<b>352,5</b>	<b>354,0</b>	<b>433,6</b>	<b>445,7</b>	<b>460,1</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>145,4</b>	<b>144,2</b>	<b>145,3</b>	<b>169,8</b>	<b>173,9</b>	<b>178,1</b>
Consommation (hors découvert)	46,6	46,6	47,0	49,1	49,1	49,2
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	29,4	30,3	31,4	40,6	41,6	42,1
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	69,5	67,4	66,9	80,2	83,3	86,7
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>208,4</b>	<b>208,3</b>	<b>208,7</b>	<b>263,8</b>	<b>271,7</b>	<b>282,0</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	159,9	160,4	160,6	203,9	209,5	217,5
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	48,5	47,9	48,1	59,8	62,3	64,5

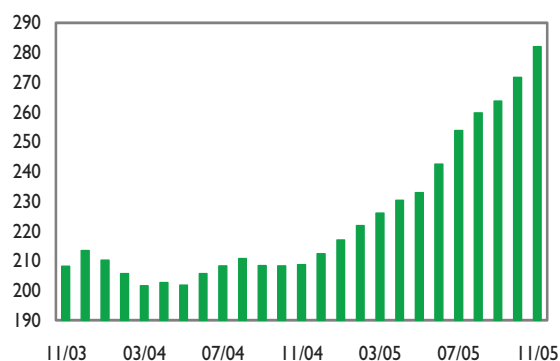
### Ménages

(en milliards d'euros)



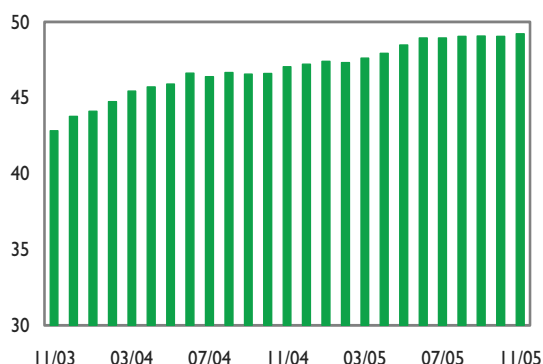
### Sociétés

(en milliards d'euros)



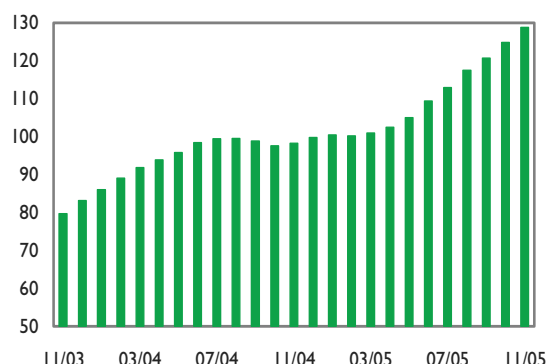
### Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



### Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

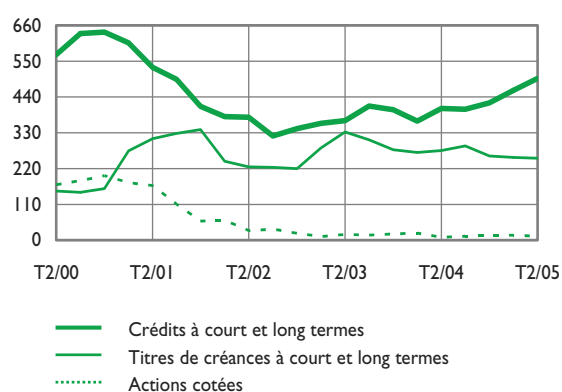
**Figure 19**  
**Financements et placements des agents non financiers – Zone euro**

(en milliards d'euros)

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

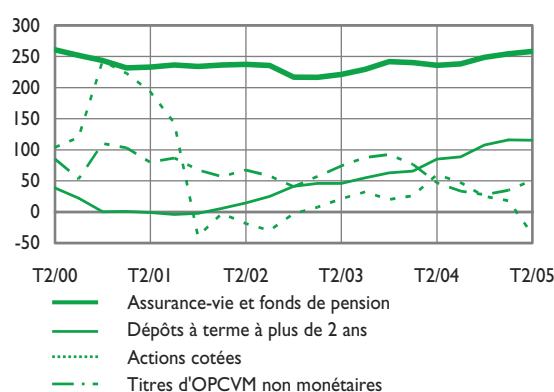
#### Financements

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



#### Placements à moyen et long termes

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



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 13 janvier 2006

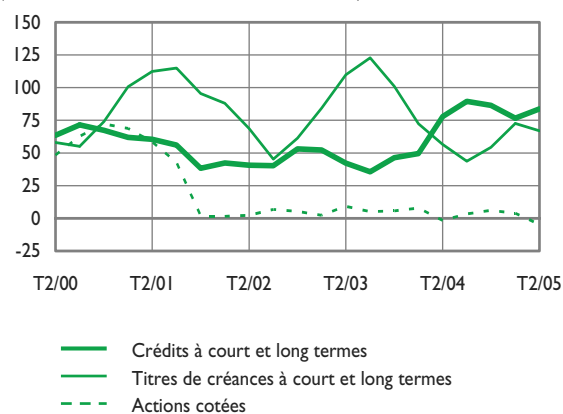
**Figure 20**  
**Financements et placements des agents non financiers – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
<b>Financements (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>145,5</b>	<b>156,8</b>	<b>163,7</b>	<b>175,7</b>	<b>189,0</b>	<b>78,5</b>	<b>3 542,4</b>
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
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>69,6</b>	<b>75,0</b>	<b>79,0</b>	<b>74,6</b>	<b>63,0</b>	<b>5,7</b>	<b>3 404,9</b>
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
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>66,3</b>	<b>80,8</b>	<b>91,1</b>	<b>52,0</b>	<b>76,7</b>	<b>29,3</b>	<b>1 267,2</b>
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
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>125,5</b>	<b>127,4</b>	<b>136,7</b>	<b>136,2</b>	<b>119,7</b>	<b>16,9</b>	<b>4 638,2</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	8,0	6,1	6,9	6,8	5,6	-2,5	293,5
Placements de type obligataire	1,2	2,1	3,1	-0,5	1,4	3,6	188,2
Placements de type actions et autres participations	72,5	76,5	84,7	72,3	68,6	18,7	3 022,3
Assurance-vie et fonds de pension	52,0	53,7	58,0	65,3	61,2	8,3	939,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-8,3	-11,0	-16,0	-7,6	-17,1	-11,1	195,1

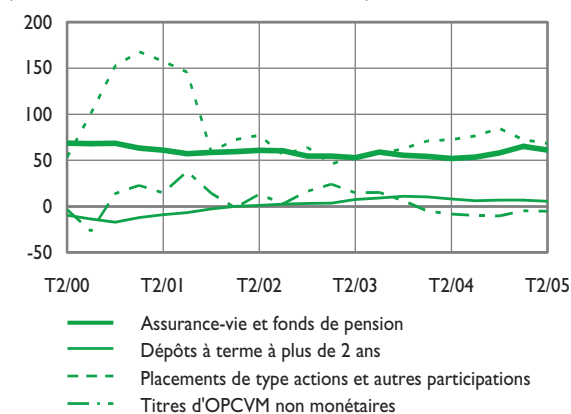
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



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

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

Source : Banque de France

Réalisé le 13 janvier 2006

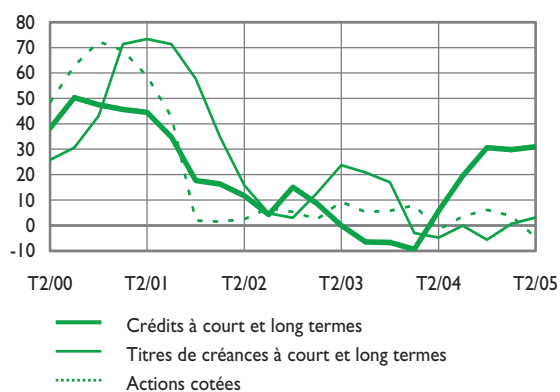
**Figure 21**  
**Financements et placements des sociétés non financières – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
<b>Financements des sociétés non financières</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>11,8</b>	<b>42,8</b>	<b>48,0</b>	<b>56,9</b>	<b>72,3</b>	<b>35,4</b>	<b>1 057,3</b>
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
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>69,6</b>	<b>75,0</b>	<b>79,0</b>	<b>74,6</b>	<b>63,0</b>	<b>5,7</b>	<b>3 404,9</b>
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
<b>Placements des sociétés non financières</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>12,0</b>	<b>20,2</b>	<b>25,1</b>	<b>25,1</b>	<b>28,4</b>	<b>7,7</b>	<b>348,2</b>
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
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>53,6</b>	<b>56,3</b>	<b>65,2</b>	<b>56,5</b>	<b>45,4</b>	<b>9,4</b>	<b>2 326,4</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	2,9	2,0	3,3	2,5	1,4	-1,1	12,5
Placements de type obligataire	6,1	3,7	0,0	0,0	0,5	2,7	69,7
Placements de type actions et autres participations	57,6	60,3	67,1	54,8	47,1	11,8	2 209,5
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-13,0	-9,7	-5,2	-0,9	-3,5	-4,1	34,6

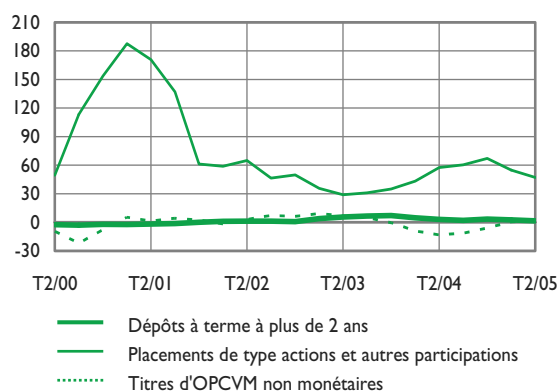
#### Financements

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



#### Placements à moyen et long termes

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



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

Source : Banque de France

Réalisé le 13 janvier 2006

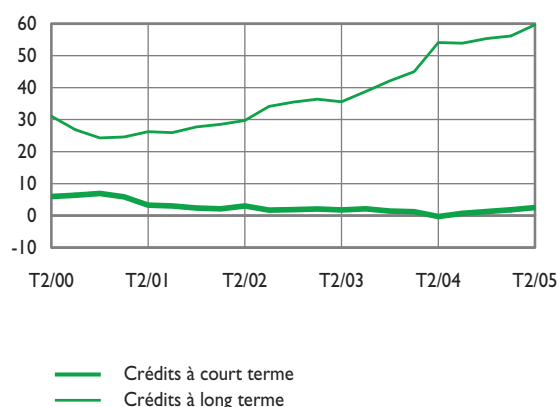
**Figure 22**  
**Financements et placements des ménages – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
<b>Financements des ménages</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>	<b>56,6</b>	<b>58,0</b>	<b>62,2</b>	<b>20,9</b>	<b>685,9</b>
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
<b>Placements des ménages</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>55,3</b>	<b>54,3</b>	<b>50,1</b>	<b>24,1</b>	<b>45,3</b>	<b>21,9</b>	<b>812,6</b>
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
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>68,4</b>	<b>65,7</b>	<b>72,7</b>	<b>79,2</b>	<b>79,5</b>	<b>11,0</b>	<b>2 034,0</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	5,1	4,2	3,5	4,3	4,1	-1,5	281,0
Placements de type obligataire	-5,9	-3,5	-1,4	-3,0	-0,1	0,8	84,5
Placements de type actions et autres participations	13,4	14,2	22,1	20,2	29,2	9,6	583,1
Assurance-vie et fonds de pension	52,0	53,7	58,0	65,3	61,2	8,3	939,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	3,7	-2,8	-9,5	-7,5	-15,0	-6,1	146,5

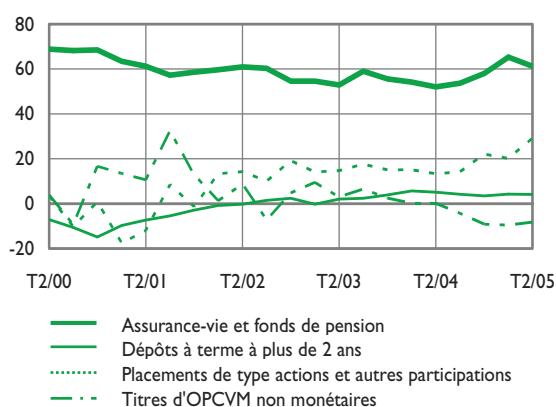
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



(a) Estimation en ce qui concerne l'encours

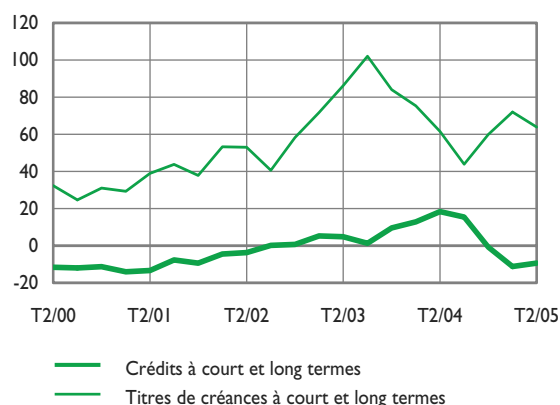
**Figure 23**  
**Financements et placements des administrations publiques – France**

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004			2005		2005	2005
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
<b>Financements des administrations publiques (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>79,9</b>	<b>59,3</b>	<b>59,2</b>	<b>60,8</b>	<b>54,5</b>	<b>22,2</b>	<b>1 799,2</b>
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
<b>Placements des administrations publiques</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>-0,9</b>	<b>6,3</b>	<b>15,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>106,4</b>
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
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>3,5</b>	<b>5,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>277,8</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Placements de type obligataire	1,0	2,0	4,6	2,4	1,0	0,1	34,0
Placements de type actions et autres participations	1,5	2,0	-4,4	-2,7	-7,7	-2,7	229,8
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,1	1,5	-1,3	0,8	1,4	-1,0	14,0

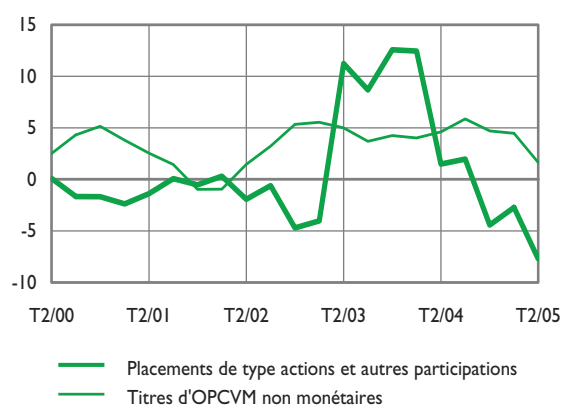
#### Financements

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



#### Placements à moyen et long termes

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



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

(b) Estimation en ce qui concerne l'encours

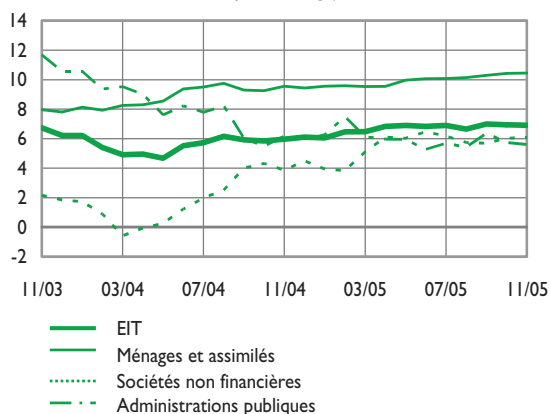
**Figure 24**  
**Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France**

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2002	2003	2004	2005			2005
	déc.	déc.	déc.	sept.	oct.	nov.	nov.
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>	<b>3 016,1</b>
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,4	10,3	10,4	10,5	719,7
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	7,5	9,0	8,0	39,2
> 1 an	7,2	8,1	9,8	10,5	10,5	10,6	680,5
Sociétés non financières	2,8	1,8	4,5	5,7	6,0	6,1	1 202,1
≤ 1 an	-3,3	-1,3	8,1	9,6	10,5	10,6	449,8
> 1 an	6,5	3,6	2,6	3,5	3,5	3,5	752,3
Administrations publiques	7,1	10,6	5,9	6,4	5,7	5,6	1 094,3
≤ 1 an	39,6	25,9	-7,6	-14,7	-11,9	-9,3	130,0
> 1 an	3,5	8,3	8,2	10,0	8,7	8,0	964,3
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>	<b>1 454,4</b>
Ménages et assimilés (a)	7,1	7,8	9,4	10,3	10,4	10,5	719,7
≤ 1 an	5,7	4,2	3,5	7,5	9,0	8,0	39,2
> 1 an	7,2	8,1	9,8	10,5	10,5	10,6	680,5
Sociétés non financières	2,7	-1,2	5,6	5,1	5,7	6,4	598,8
≤ 1 an	-5,0	-3,3	4,3	4,3	5,0	5,0	149,0
> 1 an	5,7	-0,5	6,1	5,4	5,9	6,9	449,7
Administrations publiques (c)	0,5	7,4	-0,5	-1,0	-0,7	1,5	135,9
≤ 1 an	-13,1	50,4	-9,9	-19,5	-8,1	6,6	27,1
> 1 an	3,1	0,3	1,4	4,9	1,4	0,4	108,8
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>9,0</b>	<b>12,2</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>303,1</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>6,3</b>	<b>9,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>1 258,6</b>
Sociétés non financières	1,3	5,7	-1,8	0,3	0,9	0,1	308,3
≤ 1 an	-24,9	-20,2	3,9	3,2	10,5	15,6	46,3
> 1 an	7,5	10,2	-2,5	-0,3	-0,7	-2,2	262,0
Administrations publiques	8,5	11,3	7,2	7,8	7,0	6,5	950,3
≤ 1 an	68,2	23,3	-6,8	-13,2	-12,5	-12,5	94,9
> 1 an	3,6	9,7	9,3	10,7	9,8	9,1	855,5

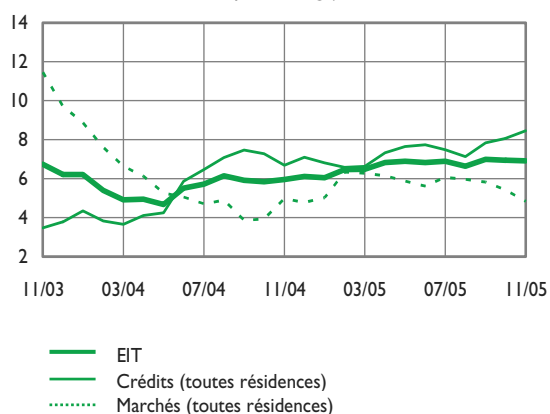
#### EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



#### EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en pourcentage)



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

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

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

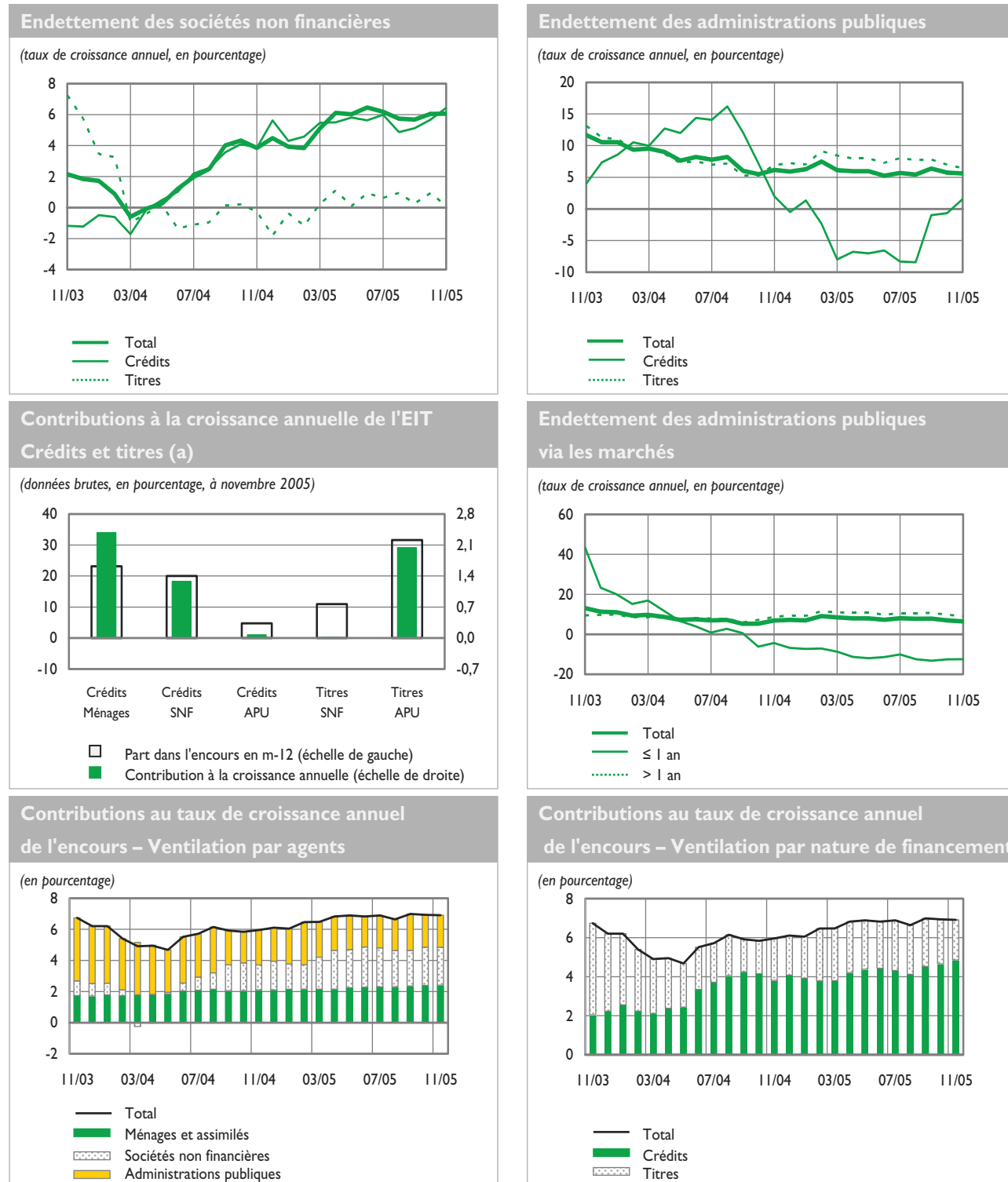
(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public

Source : Banque de France

Réalisé le 16 janvier 2006



Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 16 janvier 2006

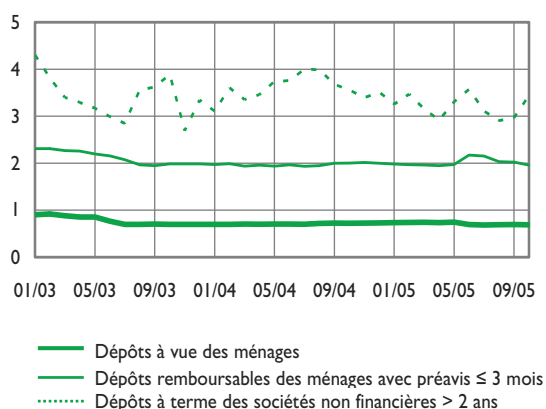
**Figure 26**  
**Rémunération des dépôts – France et zone euro**

(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2003	2004	2004	2005				
	déc.	déc.	nov.	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,70	0,73	0,73	0,68	0,69	0,69	0,69	0,70
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,98	2,00	2,01	2,15	2,03	2,02	1,96	1,99
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,34	3,51	3,39	3,11	2,90	2,97	3,44	3,43
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
Livrets à taux réglementés	2,56	2,35	2,35	2,35	2,10	2,10	2,10	2,10
Livrets à taux de marché	2,37	2,33	2,38	2,31	2,24	2,13	2,16	2,12
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,63	2,40	2,54	2,65	2,61	2,56	2,57	2,49
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,69	3,64	3,67	3,69	3,61	3,70	3,59

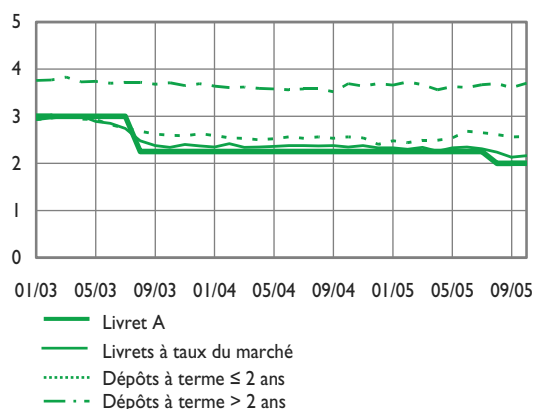
#### Zone euro

(taux mensuels moyens en pourcentage)



#### France

(taux mensuels moyens en pourcentage)



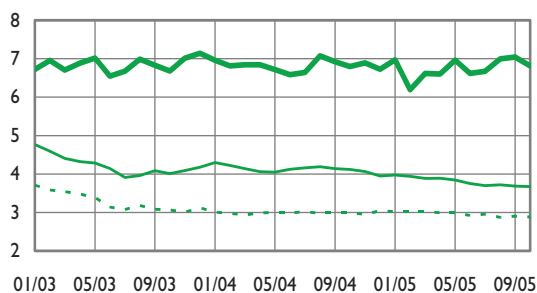
**Figure 27**  
**Coût du crédit – France et zone euro**

(taux mensuels moyens en pourcentage)

	2004	2005										
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,73	6,97	6,20	6,62	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99	7,04	6,82	6,74
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,95	3,97	3,94	3,89	3,89	3,85	3,76	3,70	3,72	3,68	3,67	3,69
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,05	3,02	3,01	3,02	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87	2,90	2,88	3,08
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	6,28	6,35	6,42	6,11	6,12	6,00	6,07	6,17	6,11	5,80	5,68	6,02
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,53	3,45	3,48	3,44	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34	3,35	3,30	3,27
Pfit > 1 an (a)	3,94	4,00	3,98	3,83	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63	3,59	3,52	3,50
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,09	2,85	2,91	3,07	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07	2,97	3,15	3,07
Pfit > 1 an (a)	4,10	4,42	4,28	4,06	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80	3,68	3,81	3,72

#### Zone euro

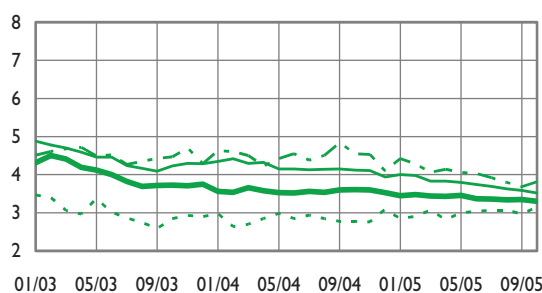
(en points de pourcentage)



— Consommation des ménages Pfit ≤ 1 an  
— Habitat Pfit > 1 an et ≤ 5 ans  
..... SNF Pfit ≤ 1 an

#### France

(en points de pourcentage)



— Habitat Pfit ≤ 1 an  
— Habitat Pfit > 1 an  
..... SNF Pfit ≤ 1 an  
- - - SNF Pfit > 1 an

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

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

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

**Figure 28**  
**Coût du crédit – France**

(en pourcentage)

	2004	2005			
	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,25	12,40	12,58	13,08	13,03
Prêts personnels > 1 524 €	6,64	6,65	6,22	6,25	5,92
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,97	4,72	4,52	4,40	4,29
Prêts à taux variable	4,38	4,27	4,15	4,11	4,02
<b>Seuils applicables à partir du 1<sup>er</sup> jour de la période indiquée</b>	2005				2006
	janv.	avril	juil.	oct.	janv.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,33	16,53	16,77	17,44	17,37
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,85	8,87	8,29	8,33	7,89
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	6,63	6,29	6,03	5,87	5,72
Prêts à taux variable	5,84	5,69	5,53	5,48	5,36
	2004	2005			
	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Crédit aux entreprises</b>					
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	4,51	4,66	4,72	4,72	4,47
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,19	5,31	5,33	5,44	5,03
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,26	5,09	5,43	5,48	5,00
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,43	4,57	4,49	4,26	4,36
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,68	3,59	3,91	3,44	3,43
> 1 524 490 €	2,90	2,69	4,13	2,72	2,98
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	9,13	9,21	9,24	8,68	8,62
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,43	7,61	7,43	7,26	6,73
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,38	6,23	6,60	5,47	5,69
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,82	5,16	5,01	4,38	4,39
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,99	3,15	3,94	3,47	3,20
> 1 524 490 €	3,74	2,85	4,08	3,69	2,81
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	4,73	4,53	4,26	4,31	4,17
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,80	4,54	4,45	4,79	4,64
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,54	4,41	4,15	4,37	4,32
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,92	3,79	3,74	4,05	3,67
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,10	3,11	3,18	3,19	3,02
> 1 524 490 €	2,88	2,94	3,01	2,98	2,81
<b>Crédits à moyen et long terme</b>					
≤ 15 245 €	4,27	4,14	3,99	3,83	3,68
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,21	4,04	3,89	3,71	3,60
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,15	4,00	3,80	3,61	3,52
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,06	3,92	3,78	3,61	3,47
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,82	3,72	3,58	3,47	3,40
> 1 524 490 €	3,43	3,36	3,29	3,02	3,00

Source : Banque de France

Réalisé le 16 janvier 2006

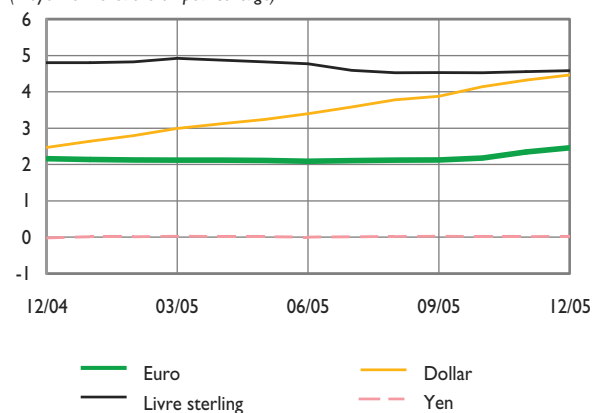
Figure 29  
Taux d'intérêt

(en pourcentage)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 13/01/06
	2005										
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											2,25
Au jour le jour	2,05	2,07	2,06	2,06	2,05	2,06	2,09	2,06	2,07	2,27	
À 3 mois	2,12	2,12	2,11	2,09	2,11	2,12	2,13	2,18	2,35	2,46	
À 1an	2,32	2,24	2,18	2,08	2,14	2,20	2,20	2,40	2,66	2,77	
Livre sterling											4,50
Au jour le jour	4,76	4,84	4,72	4,80	4,75	4,56	4,55	4,43	4,55	4,53	
À 3 mois	4,92	4,87	4,83	4,77	4,60	4,53	4,53	4,53	4,56	4,58	
À 1an	5,12	4,97	4,80	4,64	4,42	4,49	4,47	4,51	4,63	4,62	
Dollar											4,25
Au jour le jour	2,61	2,77	3,00	3,04	3,25	3,45	3,64	3,79	4,00	4,18	
À 3 mois	2,99	3,12	3,24	3,40	3,58	3,78	3,88	4,14	4,32	4,47	
À 1an	3,65	3,69	3,72	3,78	4,02	4,24	4,18	4,55	4,75	4,81	
Yen											0,10
Au jour le jour (b)	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
À 3 mois	0,03	0,02	0,02	0,00	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
À 1an	0,07	0,06	0,07	0,06	0,07	0,08	0,09	0,12	0,12	0,12	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,75	3,54	3,38	3,20	3,27	3,30	3,13	3,29	3,50	3,38	
Allemagne	3,72	3,50	3,34	3,19	3,23	3,25	3,09	3,26	3,47	3,37	
Zone euro	3,76	3,57	3,41	3,25	3,32	3,32	3,16	3,32	3,53	3,41	
Royaume-Uni	4,81	4,63	4,42	4,28	4,29	4,30	4,21	4,34	4,31	4,21	
États-Unis	4,53	4,39	4,18	4,04	4,20	4,31	4,23	4,49	4,59	4,52	
Japon	1,46	1,32	1,26	1,24	1,26	1,43	1,38	1,54	1,52	1,54	

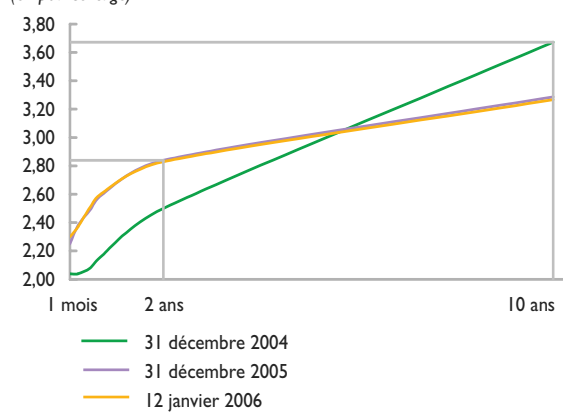
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en pourcentage)



Courbe des rendements des titres d'État - France

(en pourcentage)



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

Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30.

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 janvier 2006

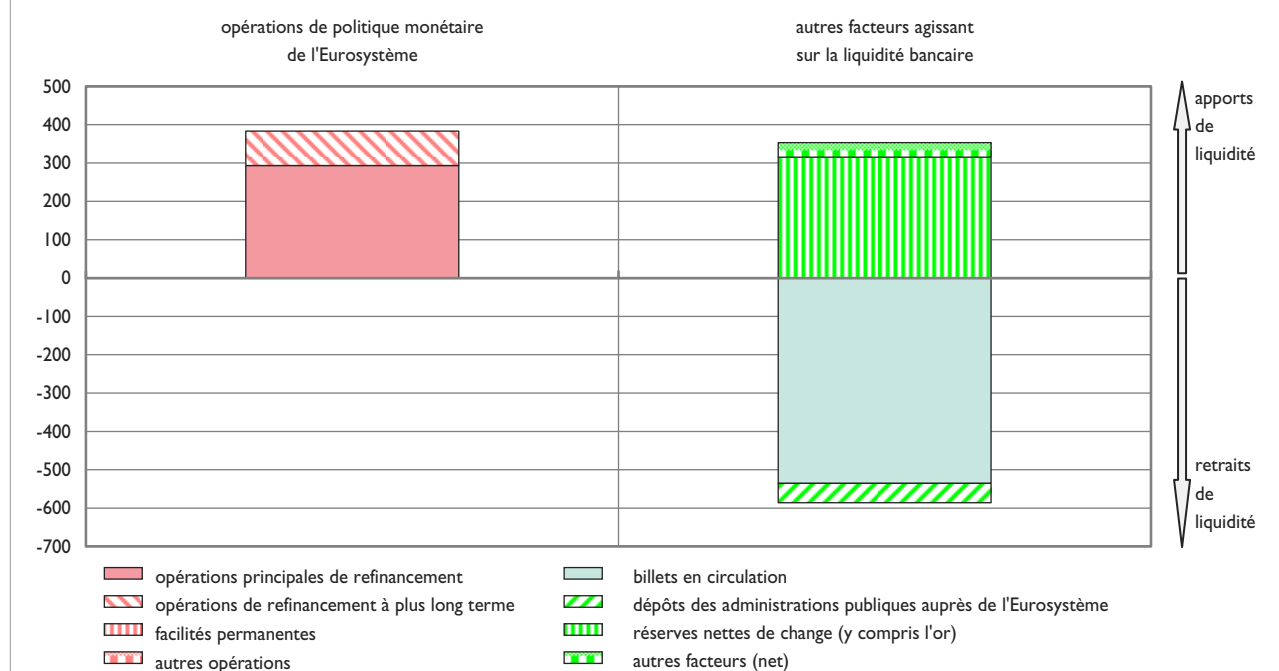
**Figure 30**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/10/2005 au 08/11/2005)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>383,5</b>	<b>0,1</b>	<b>383,4</b>
Opération principale de refinancement	293,4		293,4
Opération de refinancement à plus long terme	90,0		90,0
Facilités permanentes	0,1	0,1	0,0
Autres opérations	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>353,0</b>	<b>586,0</b>	<b>-233,0</b>
Billets en circulation		535,6	-535,6
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		50,4	-50,4
Réserves nettes de change (y compris l'or)	315,1		315,1
Autres facteurs (net)	37,9		37,9
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>150,4</b>
dont réserves obligatoires			149,5

#### Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/10/2005 au 08/11/2005)



**Figure 3 I**  
**Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires**

(en pourcentage)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
06/03/2003	12/03/2003	2,50	06/03/2003	07/03/2003	1,50	3,50
05/06/2003	09/06/2003	2,00	05/06/2003	06/06/2003	1,00	3,00
01/12/2005	06/12/2005	2,25	01/12/2005	06/12/2005	1,25	3,25

(en pourcentage)

(en pourcentage)

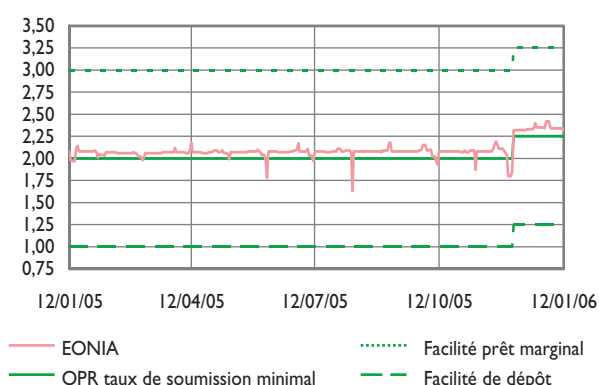
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			
2005	6 décembre	2,29	2,31	2005	1 septembre	2,08
	14 décembre	2,29	2,30		29 septembre	2,09
	21 décembre	2,30	2,31		28 octobre	2,17
	29 décembre	2,25	2,42		1 décembre	2,40
2006	4 janvier	2,30	2,31		22 décembre	2,45
	11 janvier	2,30	2,31		23 décembre	2,44

(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	12 juillet	147,19	27,47	147,88	27,54	0,69	0,07	2,05
	9 août	149,16	27,69	149,79	27,79	0,63	0,10	2,05
	6 septembre	149,68	27,82	150,25	27,91	0,57	0,09	2,05
	11 octobre	150,71	28,40	151,43	28,49	0,72	0,09	2,06
	8 novembre	149,55	27,73	150,24	27,82	0,69	0,09	2,06
	5 décembre	151,97	28,11	153,00	28,21	1,02	0,11	2,07

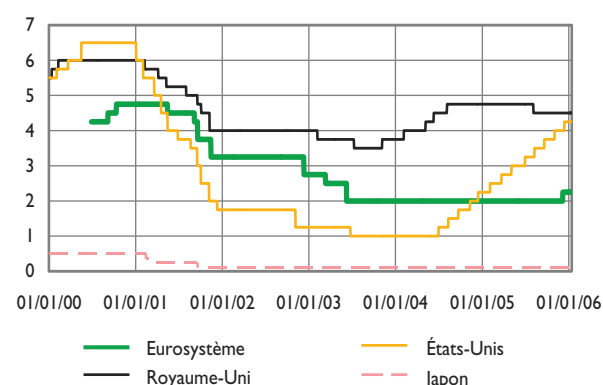
#### Taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA

(en pourcentage)



#### Taux d'intérêt directeurs

(en pourcentage)



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 18 janvier 2006

**Figure 32**  
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
08/10/05 au 14/10/05	101,08	232,65	227
15/10/05 au 21/10/05	112,21	239,41	226
22/10/05 au 28/10/05	117,85	243,19	225
29/10/05 au 04/11/05	100,95	240,50	225
05/11/05 au 11/11/05	96,52	228,91	225
12/11/05 au 18/11/05	116,29	241,40	227
19/11/05 au 25/11/05	116,08	242,15	229
26/11/05 au 02/12/05	122,70	242,54	229
03/12/05 au 09/12/05	141,91	247,65	231
10/12/05 au 16/12/05	126,80	237,24	229
17/12/05 au 23/12/05	118,55	237,85	230
24/12/05 au 30/12/05	106,91	233,01	231
31/12/05 au 06/01/06	112,34	233,98	224

Billets de trésorerie			
	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
08/10/05 au 14/10/05	12,97	72,10	89
15/10/05 au 21/10/05	17,91	72,36	92
22/10/05 au 28/10/05	15,73	74,54	94
29/10/05 au 04/11/05	10,16	74,62	93
05/11/05 au 11/11/05	10,36	74,48	94
12/11/05 au 18/11/05	18,66	74,56	94
19/11/05 au 25/11/05	16,80	72,75	93
26/11/05 au 02/12/05	16,92	69,69	91
03/12/05 au 09/12/05	10,16	68,80	91
10/12/05 au 16/12/05	12,71	67,25	92
17/12/05 au 23/12/05	14,81	65,55	89
24/12/05 au 30/12/05	8,46	61,13	79
31/12/05 au 06/01/06	13,57	64,27	81

Bons à moyen terme négociables			
	en milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
08/10/05 au 14/10/05	0,49	53,03	153
15/10/05 au 21/10/05	0,24	53,05	153
22/10/05 au 28/10/05	0,38	53,28	153
29/10/05 au 04/11/05	0,17	53,30	152
05/11/05 au 11/11/05	0,29	53,52	152
12/11/05 au 18/11/05	0,51	53,81	152
19/11/05 au 25/11/05	0,49	54,00	150
26/11/05 au 02/12/05	2,16	55,28	150
03/12/05 au 09/12/05	0,19	55,23	150
10/12/05 au 16/12/05	0,39	55,18	149
17/12/05 au 23/12/05	0,38	54,47	147
24/12/05 au 30/12/05	0,16	53,53	147
31/12/05 au 06/01/06	0,15	53,55	146

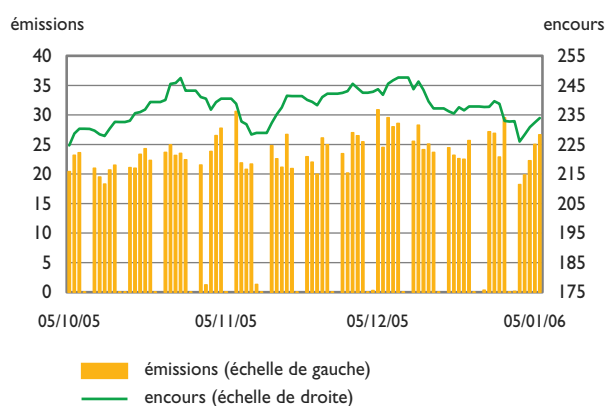
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêt (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France

Réalisé le 17 janvier 2006

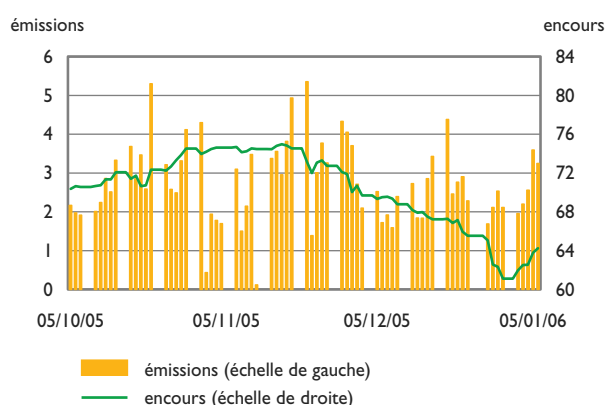
### Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



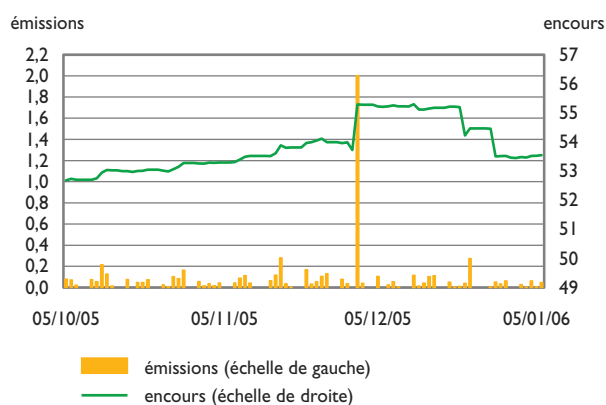
### Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



### Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)

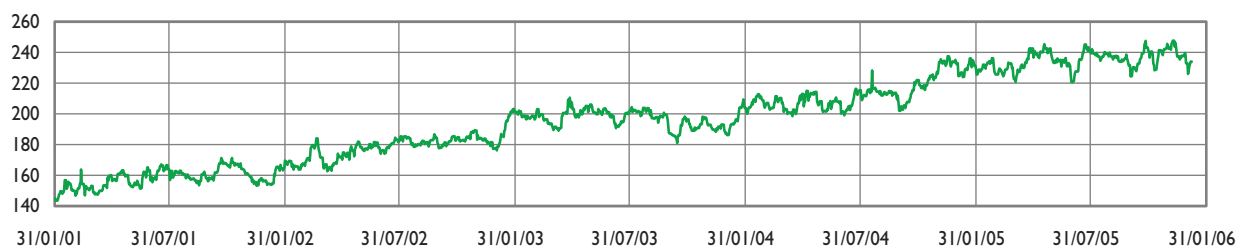




**Figure 33**  
**Titres de créances négociables – France**

### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



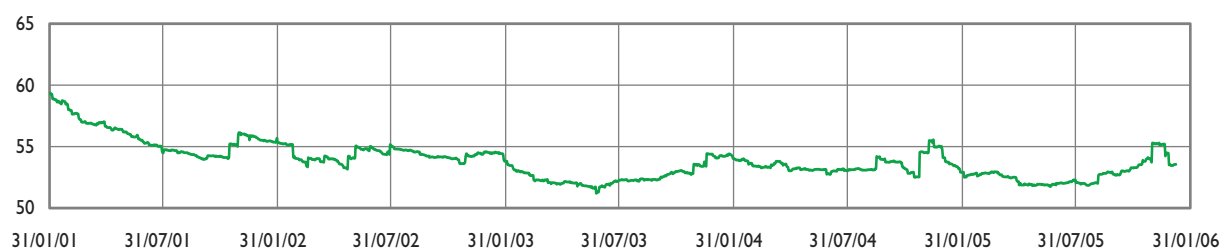
### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 16 janvier 2006

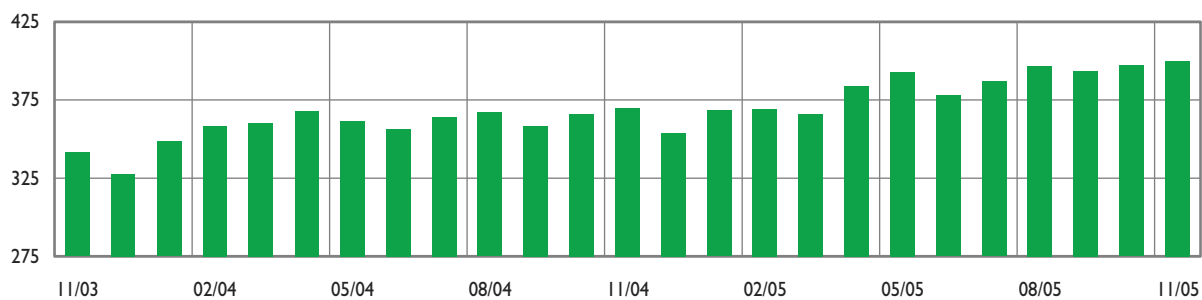
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2005			2005
	mars	juin	sept.	nov.
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	365,99	377,95	393,62	399,80
OPCVM obligations	197,46	204,79	213,89	
OPCVM actions	198,02	214,26	237,93	
OPCVM diversifiés	221,91	232,06	242,40	
OPCVM de fonds alternatifs	11,80	13,08	14,16	
OPCVM garantis	0,36	0,22	0,21	
Fonds à formule	56,65	59,63	60,46	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



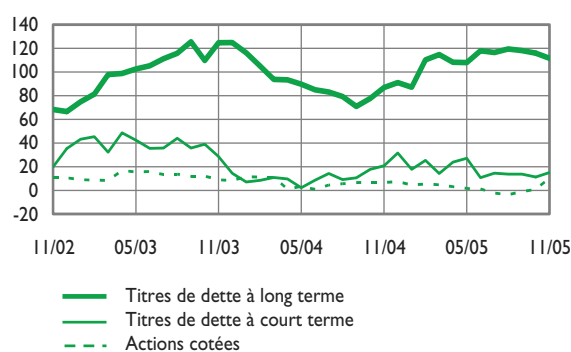
**Figure 35**  
**Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)**

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	2004	2005
	déc.	déc.	nov.	12 mois	nov.	déc.	nov.
<b>Titres de dette émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>1 743,6</b>	<b>1 856,8</b>	<b>1 991,9</b>	<b>126,7</b>	<b>18,5</b>	<b>7,0</b>	<b>6,8</b>
Titres de dette à long terme	1 423,6	1 506,1	1 619,2	111,7	15,9	6,4	7,4
Administrations publiques	720,9	788,0	855,5	71,1	11,6	9,3	9,1
Institutions financières monétaires (IFM)	395,9	422,1	469,9	45,3	7,1	7,9	10,7
Sociétés hors IFM	306,9	296,0	293,8	-4,7	-2,7	-2,4	-1,6
Titres de dette à court terme	320,0	350,7	372,7	15,0	2,6	9,9	4,2
Administrations publiques	108,7	101,3	94,9	-13,5	0,1	-6,8	-12,5
Institutions financières monétaires (IFM)	177,0	213,6	231,5	22,4	4,2	21,1	10,7
Sociétés hors IFM	34,3	35,8	46,3	6,1	-1,7	4,7	15,4
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>992,7</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 328,4</b>	<b>10,1</b>	<b>6,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>

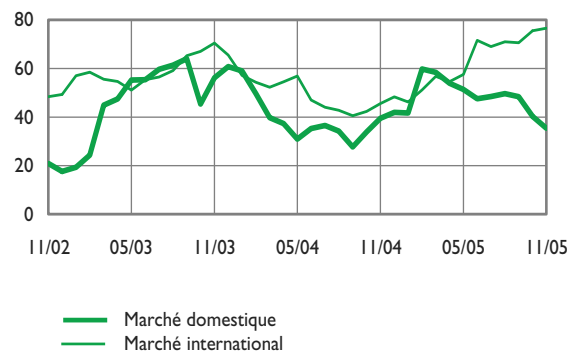
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

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



#### Émissions nettes de titres de dette à long terme par les résidents français

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



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

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

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

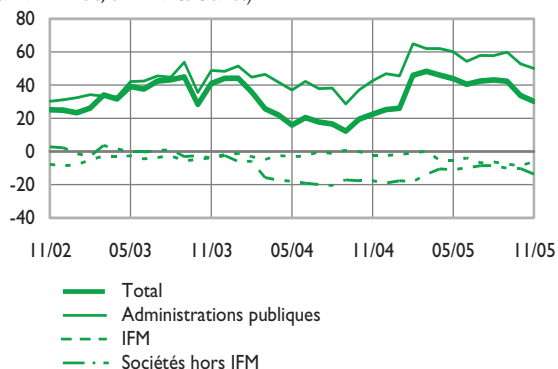
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2003	2004	2005	Cumul	2005	Cumul	2005
	déc.	déc.	nov.	12 mois	nov.	12 mois	nov.
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>868,2</b>	<b>890,7</b>	<b>912,7</b>	<b>30,3</b>	<b>1,0</b>	<b>106,9</b>	<b>6,0</b>
Administrations publiques	549,0	595,7	640,6	50,1	4,7	88,9	5,1
Institutions financières monétaires (IFM)	163,0	159,5	152,5	-6,1	0,4	12,5	0,7
Sociétés hors IFM	156,1	135,5	119,6	-13,8	-4,1	5,4	0,1
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>992,7</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 328,4</b>	<b>10,1</b>	<b>6,6</b>	<b>21,3</b>	<b>8,6</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	122,7	130,1	160,8	-0,3	0,0	1,3	0,0
Sociétés hors IFM	870,0	896,9	1 167,6	10,3	6,5	19,9	8,6

#### Émissions nettes d'obligations

##### Place financière de Paris

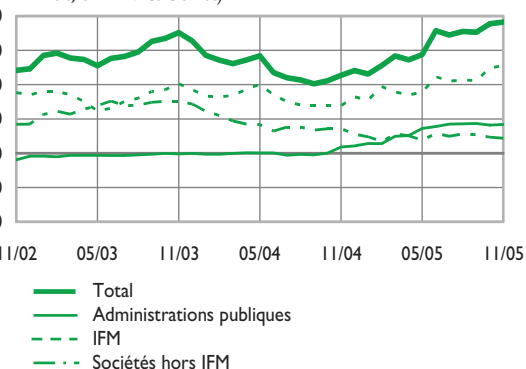
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



#### Émissions nettes d'obligations

##### Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



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

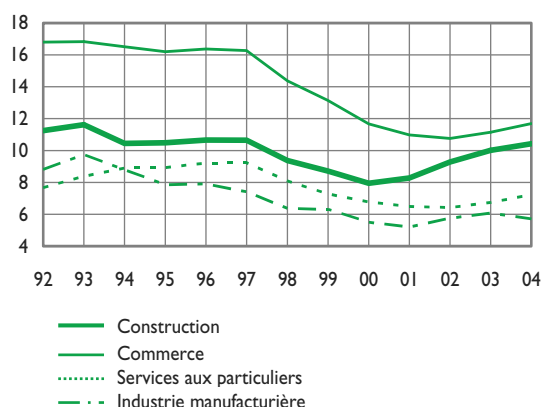
**Figure 37**  
**État des défaillances d'entreprises par secteurs – France**

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005											
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	144	157	141	147	147	138	117	81	134	112	127	112
Industrie	462	441	446	469	539	489	415	429	449	429	435	418
Agriculture et alimentaire	93	107	89	100	98	104	93	97	94	87	84	101
Biens de consommation	143	148	155	151	159	156	143	141	152	132	152	128
Automobile	8	4	2	4	3	7	4	1	6	5	4	5
Biens d'équipement	91	89	89	85	122	80	83	78	78	76	70	64
Biens intermédiaires	127	93	111	129	157	142	92	112	119	129	125	120
Construction	888	964	928	916	944	919	824	920	907	863	924	794
Commerce	1012	1008	987	1039	1067	1051	1007	969	1006	926	1036	928
Transports	158	174	161	172	166	166	182	155	174	156	163	147
Activités immobilières	117	127	123	130	86	141	115	130	112	101	102	110
Services aux entreprises	540	542	587	528	536	545	488	520	517	496	505	452
Services aux particuliers	621	626	611	625	624	648	560	582	637	565	551	525

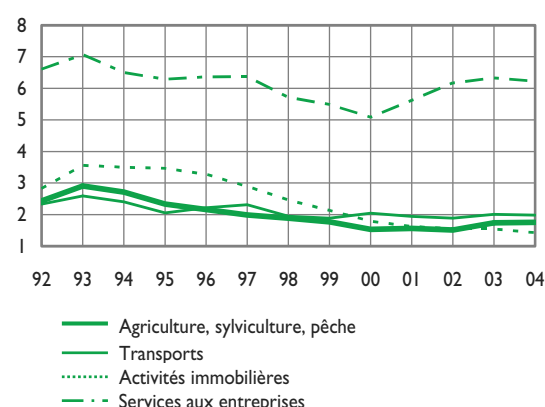
#### Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



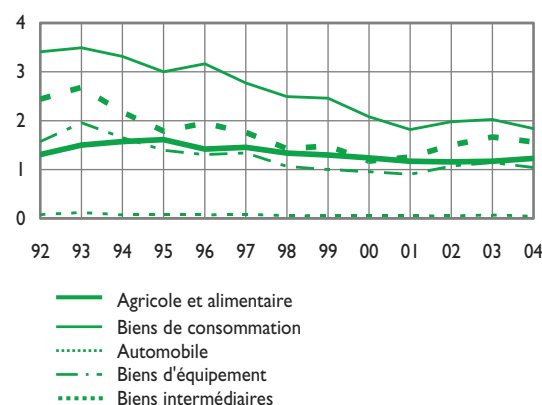
#### Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

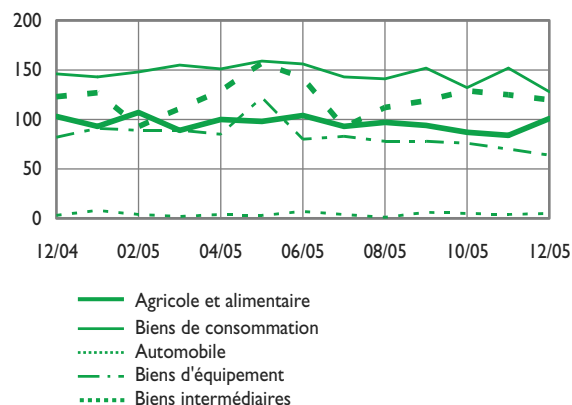


#### Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) données provisoires  
Source : Banque de France

Réalisé le 16 janvier 2006

**Figure 38**  
**Systèmes de paiement de masse – France**

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

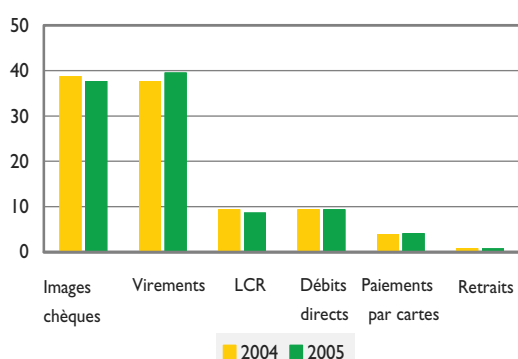
	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					oct.	nov.	déc.	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 001	7 565	6 660	8 523	37,8
Virements	6 169	6 163	6 651	7 336	7 387	7 207	9 306	41,3
Virements	5 756	5 706	6 124	6 674	6 767	6 647	8 196	36,3
Télépaiements	413	457	527	662	620	560	1 110	4,9
LCR	1 710	1 661	1 652	1 601	1 319	1 481	1 735	7,7
Débets directs	1 608	1 619	1 658	1 738	1 970	1 893	1 880	8,3
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 580	1 663	1 652	1 708	7,6
TIP	162	165	164	157	307	241	172	0,8
Paiements par cartes	625	664	705	763	767	757	969	4,3
Retraits	141	137	133	135	133	132	145	0,6
<b>Total</b>	<b>17 422</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 573</b>	<b>19 141</b>	<b>18 130</b>	<b>22 558</b>	<b>100,0</b>

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

	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					oct.	nov.	déc.	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 634	13 042	12 918	14 428	27,7
Virements	6 374	6 600	6 705	6 973	7 163	6 897	8 016	15,4
Virements	6 368	6 593	6 695	6 956	7 135	6 871	7 999	15,3
Télépaiements	6	7	10	17	28	26	17	0,0
LCR	431	419	408	396	330	385	423	0,8
Débets directs	6 493	6 772	7 113	7 599	8 117	7 575	7 286	14,0
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 094	7 390	6 933	6 758	13,0
TIP	558	557	554	505	728	642	528	1,0
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 311	16 476	16 222	19 483	37,4
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 447	2 439	2 439	2 517	4,8
<b>Total</b>	<b>43 308</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 360</b>	<b>47 566</b>	<b>46 437</b>	<b>52 152</b>	<b>100,0</b>

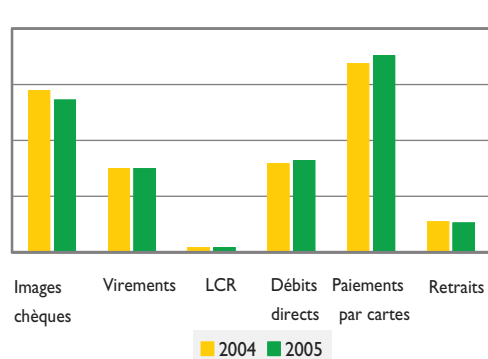
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des volumes échangés)



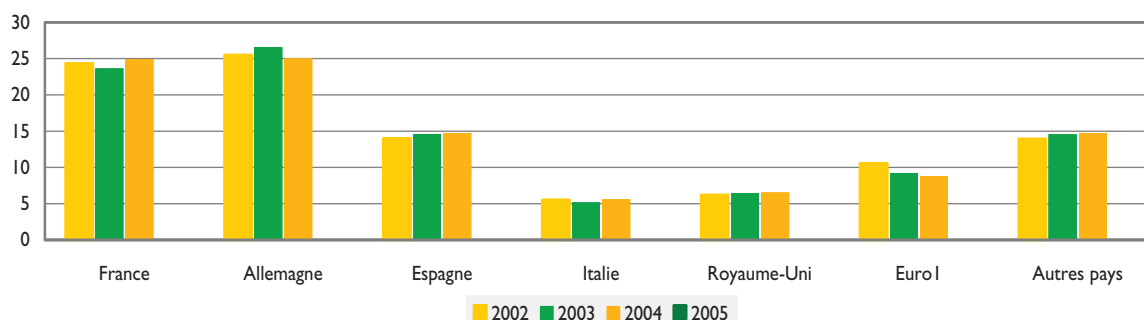
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)**

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

	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					août	sept.	oct.	Part
France	435	448	486	537	489	525	539	25,1
Target transfrontière	69	75	81	94	84	93	99	4,6
Target domestique (TBF)	287	302	338	382	353	368	377	17,6
Système net (PNS)	78	70	67	61	52	64	63	2,9
Allemagne	627	504	488	ND	499	525	556	25,9
Target transfrontière	129	141	143	ND	150	156	169	7,9
Target domestique (ELS puis RTGS+)	360	364	345	ND	349	368	387	18,0
Systèmes net (EAF)	138	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	250	277	288	ND	255	245	273	12,7
Target transfrontière	18	20	23	ND	21	20	22	1,0
Target domestique (SLBE)	231	255	265	ND	234	225	251	11,7
Système net (SEPI) (a)	1	1	1	ND	-	-	-	-
Italie	99	97	108	ND	117	128	132	6,2
Target transfrontière	34	33	32	ND	41	41	43	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	64	76	ND	77	87	89	4,2
Royaume-Uni	111	122	127	ND	137	145	154	7,2
Target transfrontière	85	93	101	ND	105	109	117	5,5
Target domestique (Chaps Euro)	26	29	26	ND	32	36	38	1,8
Euro I (b)	188	175	170	ND	157	167	166	7,7
Autres pays	249	275	287	ND	307	323	323	15,1
<b>Total Union Européenne (à 15)</b>	<b>1 959</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>ND</b>	<b>1 961</b>	<b>2 057</b>	<b>2 142</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	485	537	564	ND	600	630	657	30,7
Target domestique	1 066	1 113	1 150	ND	1 150	1 195	1 255	58,6
Systèmes nets	269	249	240	ND	210	232	230	10,7

#### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



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

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

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

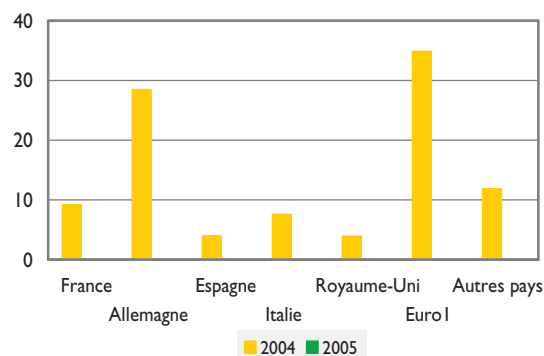
**Figure 40**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union Européenne (à 15)**

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

	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					août	sept.	oct.	Part
France	44 651	43 906	42 510	43 586	37 130	43 500	44 381	8,4
Target transfrontière	6 471	6 804	7 382	8 402	7 217	8 455	8 571	1,6
Target domestique (TBF)	8 490	8 353	8 069	8 488	6 957	8 727	8 619	1,6
Système net (PNS)	29 690	28 749	27 058	26 695	22 957	26 318	27 190	5,2
Allemagne	168 271	128 596	131 502	ND	131 087	141 045	141 000	26,8
Target transfrontière	16 855	18 027	19 232	ND	17 217	19 455	20 000	3,8
Target domestique (ELS puis RTGS+)	108 220	110 569	112 270	ND	113 870	121 591	121 000	23,0
Système net (EAF)	43 196	-	-	-	-	-	-	-
Espagne	19 067	20 094	18 467	ND	26 217	31 091	34 524	6,6
Target transfrontière	1 729	2 333	2 761	ND	2 826	3 409	3 619	0,7
Target domestique (SLBE)	10 373	10 776	11 625	ND	23 391	27 682	30 905	5,9
Système net (SEPI) (a)	6 965	6 984	4 081	ND	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	ND	33 304	38 727	43 143	8,2
Target transfrontière	6 173	6 741	7 274	ND	6 696	7 864	8 190	1,6
Target domestique (BI-REL)	31 525	30 216	27 792	ND	26 609	30 864	34 952	6,6
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	ND	18 000	20 182	20 429	3,9
Target transfrontière	9 549	11 388	12 803	ND	12 696	14 318	14 667	2,8
Target domestique (Chaps Euro)	4 820	5 447	5 320	ND	5 304	5 864	5 762	1,1
Euro I (b)	134 902	152 365	161 085	ND	162 174	181 727	186 476	35,4
Autres pays	51 404	52 941	54 892	ND	51 913	55 500	56 429	10,7
<b>Total Union Européenne (à 15)</b>	<b>470 361</b>	<b>451 694</b>	<b>461 645</b>	<b>ND</b>	<b>459 826</b>	<b>511 773</b>	<b>526 381</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	ND	60 609	69 273	71 143	13,5
Target domestique	199 157	201 392	202 193	ND	211 913	232 227	239 524	45,5
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	ND	187 304	210 227	215 714	41,0

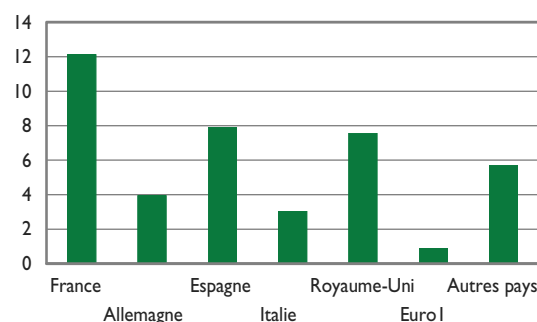
#### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



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

(en millions d'euros)



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

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

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 janvier 2006



**Figure 4 I**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – France**

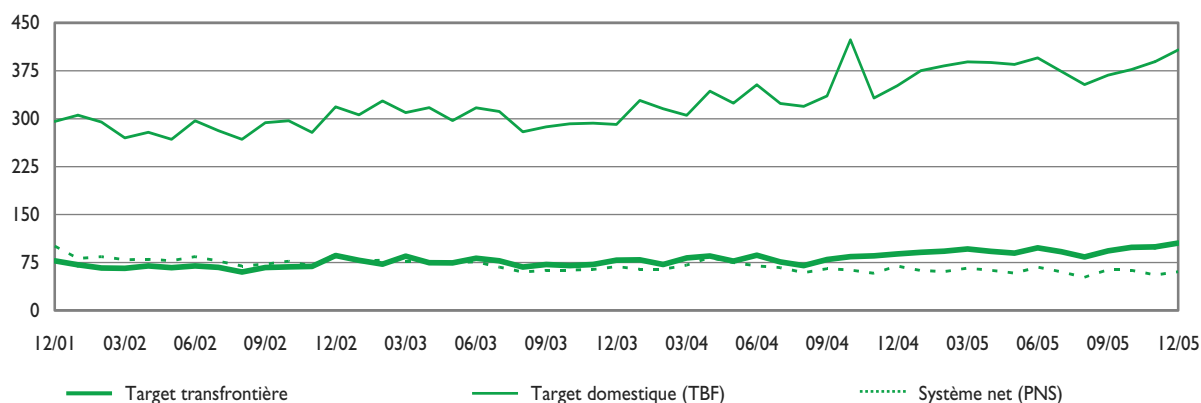
(moyenne quotidienne en milliards d'euros, part en % sur le dernier mois)

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

	2002	2003	2004	2005	2005			2005
					oct.	nov.	déc.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	15,1	15,2	12,4	36,3
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	6,3	5,7	5,4	15,8
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	6,6	7,0	7,3	21,3
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	5,3	5,1	9,1	26,6
<b>Total</b>	<b>24,8</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>33,3</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>100,0</b>

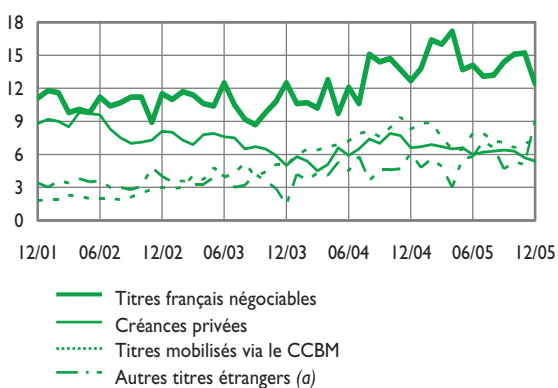
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

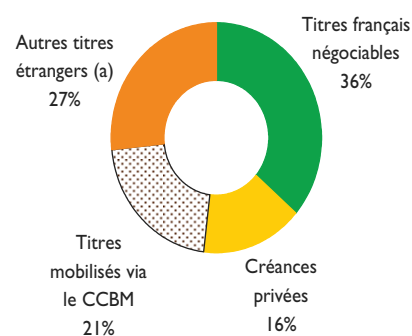


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en décembre 2005



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



## Notice méthodologique

### I | Situation économique générale

#### I | I Compétitivité

Les **indicateurs de compétitivité** sont calculés selon la méthodologie développée par L. Buldorini et *alii*<sup>1</sup>. 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,

<sup>1</sup> Buldorini, Makrydakos et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp2.pdf>)

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

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

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

### Secteurs économiques

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

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

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

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

### Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le 5<sup>e</sup> 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<sup>er</sup> 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<sup>e</sup> 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](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](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](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](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](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](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](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](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](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon.htm)

## Abréviations

### | Organismes et institutions

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

### | Indices

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

### | Pays

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

### | Autres sigles

<b>ANF</b>	Agents non financiers
<b>APU</b>	Administrations publiques
<b>BMTN</b>	Bon à moyen terme négociable
<b>BTAN</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
<b>BTF</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
<b>CAF-FAB</b>	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
<b>CDO</b>	Obligation sur dette collatéralisée
<b>CDN</b>	Certificat de dépôt négociable
<b>CDS</b>	<i>Credit default swaps</i>
<b>CEL</b>	Compte épargne logement

<b>Cjo</b>	Données corrigées des jours ouvrés
<b>CODEVI</b>	Compte pour le développement industriel
<b>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières
<b>EC</b>	Établissement de crédit
<b>EI</b>	Entreprise d'investissement
<b>EIT</b>	Endettement intérieur total
<b>EMTN</b>	<i>Euro medium terms notes</i>
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>
<b>Isma</b>	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
<b>LCR</b>	Lettre de change relevé
<b>NES 16</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor
<b>OPCYM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement
<b>PEL</b>	Plan d'épargne logement
<b>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production
<b>UE 15</b>	Union économique à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
<b>UE 25</b>	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)
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>WTI</b>	<i>West Texas Intermediate</i>

## Documents publiés

### Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

### Études parues dans le *Bulletin de la Banque de France* depuis le 1<sup>er</sup> 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](http://www.banque-france.fr).

- « La balance des paiements de la France en 2003 », n° 126, juin
- « La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger », n° 126, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003 », n° 126, juin
- « Écarts de productivité entre l'Europe et les Etats-Unis », n° 126, juin
  
- « La persistance de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 127, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2003 », n° 127, juillet
- « Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2003 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 127, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 127, juillet
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2004 », n° 127, juillet
  
- « Les mesures budgétaires exceptionnelles », n° 128, août
- « L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », n° 128, août
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2003 », n° 128, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2004 », n° 128, août
- « Les marchés mondiaux de matières premières en juin 2004 », n° 128, août
  
- « L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis », n° 129, septembre
- « Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », n° 129, septembre
- « La situation des entreprises industrielles françaises – Bilan 2003 », n° 129, septembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004 », n° 129, septembre
  
- « Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? », n° 130, octobre
- « Principaux résultats pour la France de l'enquête triennale BRI changes-dérivés de gré à gré d'avril 2004 », n° 130, octobre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2004 », n° 130, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 130, octobre
  
- « L'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2004 », n° 131, novembre
- « Enquête financière – Troisième trimestre 2004 », n° 131, novembre
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2004 », n° 131, novembre
  
- « La délocalisation », n° 132, décembre
- « Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? », n° 132, décembre
- « Les résultats des établissements de crédit en 2003 et au premier semestre 2004 », n° 132, décembre
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », n° 132, décembre
- « Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2004 », n° 132, décembre

## Année 2005

- « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
- « Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
- « Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
- « Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier
  
- « Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février



- « La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
- « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
- « Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
- « Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février
- « Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
- « Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars
- « Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
- « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
- « Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril
- « Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
- « Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
- « Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
- « Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai
- « La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
- « La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
- « Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
- « Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
- « Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin
- « Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
- « Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
- « Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
- « La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet
- « Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
- « L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
- « Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
- « Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août
- « Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
- « La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
- « Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
- « La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
- « Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
- « Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
- « Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
- « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre
  
- « L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
- « Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
- « Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
- « Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre
  
- « L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
- « L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
- « L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
- « Target 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
- « Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
- « Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

## **Études et recherches de l'Observatoire des entreprises**

- « La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
- « Les incidents de paiement sur effet de commerce »
- « Le rôle des durées d'utilisation des facteurs dans l'estimation d'une fonction de production »
- « Risque de crédit et variabilité des taux de défaut : une analyse empirique par simulations »
- « La structure par termes des taux de défauts et ratings – Octobre 2003 »
- « Durée d'utilisation des facteurs et fonction de production : une estimation par la méthode des moments généralisés en système »
- « Comparaison des différents critères de tailles d'entreprises »
- « Détection précoce des défaillances d'entreprises dans le secteur de la construction »
- « Multibancarité »
- « La durée d'utilisation des équipements : principaux résultats 1989-2000 »
- « Développements récents de la méthode des scores Banque de France »
- « Détection précoce du risque de défaillance dans le secteur hôtels-restaurants »
- « Mode de financement des entreprises allemandes et françaises »
- « Les entreprises industrielles françaises et espagnoles »
- « La durée d'utilisation des équipements »

## **Études parues dans la *Revue de la stabilité financière* depuis l'origine**

- « Eurosysteme, zone euro et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Les dérivés de crédit, nouvelle source d'instabilité financière » n° 1, novembre 2002
- « Quel crédit accorder aux spreads de crédit ? », n° 1, novembre 2002
- « Le développement des clauses contingentes : état des lieux et implications pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Infrastructures post-marché et stabilité financière », n° 1, novembre 2002
- « Le système CLS : une réponse au risque de règlement dans les opérations de change », n° 1, novembre 2002
- « Codes et standards internationaux : enjeux et priorités pour la stabilité financière », n° 1, novembre 2002

- « La volatilité boursière : des constats empiriques aux difficultés d'interprétation », n° 2, juin 2003
- « Vers un « continuum de marché » ? Modèles structurels et interactions entre marchés de crédit et d'actions », n° 2, juin 2003
- « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », n° 2, juin 2003
- « Une revue analytique des instruments de transfert du risque de crédit », n° 2, juin 2003
- « Normalisation comptable internationale et stabilisation financière », n° 2, juin 2003
- « Vers un Code de bonne conduite volontaire pour restructurer la dette souveraine », n° 2, juin 2003
- « Stabilité financière et nouvel accord de Bâle », n° 3, novembre 2003
- « Les fluctuations des prix d'actifs font-elles peser un risque sur la croissance dans les grands pays industrialisés ? », n° 3, novembre 2003
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 3, novembre 2003
- « Les défis de la gestion alternative », n° 3, novembre 2003
- « La protection des systèmes nets de paiement et de titres à règlement différé : les exemples du SIT et de Relit », n° 3, novembre 2003
- « Vulnérabilités et surveillance du système financier international », n° 3, novembre 2003
- « L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature », n° 4, juin 2004
- « Résultats de l'enquête de place française sur les instruments de transfert de risque de crédit », n° 4, juin 2004
- « Techniques de marché des dérivés de crédit : les swaps de défaut (credit default swaps) », n° 4, juin 2004
- « Interdépendance des marchés d'actions : analyse de la relation entre les indices boursiers américain et européens », n° 4, juin 2004
- « *Goodwill*, structures de bilan et normes comptables », n° 4, juin 2004
- « Bilan des "stress tests" menés sur le système bancaire français », n° 5, novembre 2004
- « Assurance et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « La surveillance des moyens de paiement scripturaux : objectifs et modalités de mise en œuvre », n° 5, novembre 2004
- « La robustesse des infrastructures post-marché et des systèmes de paiement », n° 5, novembre 2004
- « Gestion du risque de crédit et stabilité financière », n° 5, novembre 2004
- « Le marché des CDO : Modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », n° 6, juin 2005
- « Soutenabilité de la dette publique et crise des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », n° 6, juin 2005
- « Le risque de taux d'intérêt dans le système bancaire français », n° 6, juin 2005
- « La gestion du risque de taux par les sociétés d'assurance-vie et les fonds de pension », n° 6, juin 2005
- « Analyse par simulations de l'impact d'une défaillance technique d'un participant à un système de paiement », n° 6, juin 2005
- « Surveillance prudentielle et évolution des normes comptables : un enjeu de stabilité financière », n° 7, novembre 2005
- « Capital réglementaire et capital économique », n° 7, novembre 2005
- « Portée et limites des VaR publiées par les grandes institutions financières », n° 7, novembre 2005
- « L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 7, novembre 2005
- « (Re)structuration des dettes souveraines. Où en est-on ? », n° 7, novembre 2005

## Les notes d'études et de recherche

- "Evaluating the fit of sticky price models"*, n° 104, 2004  
*"Incorporating labour market frictions into an optimising-based monetary policy model"*, n° 105, 2004  
« MASCOTTE : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », n° 106, 2004  
*"The 'Bank' Bias: segmentation of French fund families"*, n° 107, 2004  
*"Optimal portfolio allocation under higher moments"*, n° 108, 2004  
« Stabilité des prix et stratégie de politique monétaire unique », n° 109, 2004  
« Déterminants de la productivité par employé : une évaluation empirique en données de panel », n° 110, 2004  
*"The breaks in per capita productivity trends in a number of industrial countries"*, n° 111, 2004  
*"ICT diffusion and potential output growth"*, n° 112, 2004  
*"Price rigidity. Evidence from the French CPI macro-data"*, n° 113, 2004  
*"Inflation and the markup in the euro area"*, n° 114, 2004  
*"A time-varying natural rate for the euro area"*, n° 115, 2004  
*"Investment in information and communication technologies: an empirical analysis"*, n° 116, 2004  
« Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro », n° 117, 2004  
*"Partial indexation, trend inflation, and the hybrid Phillips curve"*, n° 118, 2004  
« Régime de retraite et chute de la natalité : évolution des mœurs ou arbitrage micro-économique ? », n° 119, 2004  
*"Price setting in France: new evidence from survey data"*, n° 120, 2004  
*"Interactions between business cycles, stock market cycles and interest rates: the stylised facts"* n° 121, 2005  
*"Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI"*, n° 122, 2005  
*"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the US economy"*, n° 123, 2005  
*"Technology shock and employment: do we really need DSGE models with a fall in hours?"*, n° 124, 2005  
*"Can the Kydland-Prescott model pass the Cogley-Nason test?"*, n° 125, 2005  
*"Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the euro area"*, n° 126, 2005  
*"Central bank reputation in a forward-looking model"*, n° 127, 2005  
« Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005  
« La modélisation macroéconomique dynamique », n° 129, 2005  
*"Opportunity costs of having a child, financial constraints and fertility"*, n° 130, 2005  
« Excès de liquidité monétaire et prix des actifs », n° 131, 2005  
« L'impact des chocs boursiers sur le crédit en France depuis le milieu des années quatre-vingt-dix », n° 132, 2005  
*"A comparison of structural productivity levels in the major industrialised countries"*, n° 133, 2005  
« The Fed and the question of financial stability: an empirical investigation », n° 134, 2005  
« La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005  
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005  
« L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005  
« La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005

## Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 85 (janvier 2006)

*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 <sup>1</sup>) 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

Délégations de signature

DR n° 2163 du 28 octobre 2005

Règlement des concours pour l'emploi de secrétaire comptable

DR n° 2165 du 28 octobre 2005

Règlement du concours spécial de rédacteur pour le recrutement d'informaticiens

DR n° 2170 du 22 novembre 2005

Règlement des concours pour l'emploi de secrétaire comptable

DR n° 2171 du 8 décembre 2005 – Indemnités diverses

DR n° 2172 du 9 décembre 2005

Élection du conseiller général représentant le personnel

#### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit  
– en octobre 2005

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement  
– en octobre 2005

#### Commission bancaire

Décision juridictionnelle publiée par la Commission bancaire au cours du quatrième trimestre

Liste des compagnies financières au 31 décembre 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

Adjudication : rachat de BTAN et d'OAT TEC 10

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



## Coupon – abonnement

☐ Mes coordonnées ont changé, merci de bien vouloir les rectifier ou les compléter :

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Fonction : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_ Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

☐ Je ne souhaite plus recevoir le *Bulletin de la Banque de France* :

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

☐ Je souhaite m'abonner au *Bulletin de la Banque de France* :

Prénom : \_\_\_\_\_

Nom : \_\_\_\_\_

☐ Particulier☐ Professionnel

Adresse : \_\_\_\_\_

Fonction : \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Activité : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Adresse : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_

Code postal : \_\_\_\_\_

Ville : \_\_\_\_\_

Pays : \_\_\_\_\_

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

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





Le Bulletin de la Banque de France est disponible à la fois sous format électronique sur le site web de la Banque de France et sous format papier.

La version imprimée peut donc être obtenue gratuitement sur simple demande au service des Relations avec le public (adresse ci-contre).

La Banque de France produit un nombre d'exemplaires limité. Elle se réserve le droit de suspendre le service de cette diffusion gratuite et de restreindre le nombre de copies attribuées par personne.

#### Éditeur

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

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

#### Comité éditorial

Pierre Jaillet  
Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DAMEP, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, 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

Allocution introductive au colloque  
« Productivité, compétitivité et globalisation » 34 73  
Remarques conclusives au colloque  
« Productivité, compétitivité et globalisation »  
Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème 41 59  
Le coût du crédit aux entreprises 61 77  
Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 41 19

##### Statistiques

DESM (BSME) 38 90

##### Secrétaires de rédaction

Catherine Marzolf / Christine Collomb-Jost

##### Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Angélique Donnet, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, François Lécuyer, Isabelle Pasquier

##### Demandes d'abonnement

Banque de France  
07-1050 Service des Relations avec le public  
75049 Paris Cedex 01  
Tél. : 01 42 92 39 08  
Fax : 01 42 92 39 40

##### Impression

NAVIS Imprimeur Conseil

##### Internet

[www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm)



Rédacteur en chef :

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

Directeur de la publication :

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

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

