

BULLETIN

**DE LA BANQUE
DE FRANCE**

MAI 2006

149

SOMMAIRE

ÉDITORIAL	■	Lettre au Président de la République, introductive au Rapport annuel	
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	13
ÉTUDES	■	Sommaire	19
		La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne	21
		Olivier LOISEL, Banque de France	
		<i>Le cadre de référence, dit « néo-keynésien », met en relief le rôle des anticipations dans la transmission de la politique monétaire. L'article présente les principaux problèmes de crédibilité susceptibles de se poser, illustrés par l'expérience de diverses banques centrales.</i>	
		Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises	33
		Jean-Charles BRICONGNE, Banque de France	
		<i>Les ménages continuent de s'endetter, tout en accumulant des actifs financiers, et portent leur taux d'endettement à un niveau historique. Les sociétés non financières augmentent nettement leur recours aux crédits bancaires.</i>	
		La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005	39
		Jean-Guillaume POULAIN, Banque de France	
		<i>En 2005, la détention par les non-résidents du capital des principales sociétés cotées françaises a progressé de 2 points à 46,4 %, notamment sous l'effet des fusions et acquisitions transfrontalières initiées par des groupes français et financées en partie par échanges de titres.</i>	
		Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004	43
		Bruno TERRIEN, Joëlle TINGUELY, Banque de France	
		<i>La position extérieure de la France en investissements directs à fin 2004 confirme le caractère résolument international de son économie, avec des stocks français à l'étranger et étrangers en France qui, évalués en valeur comptable, représentent respectivement 37,2 % et 27,8 % de son PIB.</i>	
STATISTIQUES	■	Sommaire	47
DIVERS	■	Abréviations	I
		Documents publiés	III
		Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 89 de mai 2006	XI
		Coupon-abonnement	XIII

Achévé de rédiger le 23 mai 2006

Site internet : www.banque-france.fr

Lettre au Président de la République, introductive au Rapport annuel

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives. Comme il est d'usage je vous prie de bien vouloir trouver, ci-dessous, les réflexions qu'inspire au Conseil de la politique monétaire l'année écoulée.

En dépit des importants déséquilibres économiques ou financiers accumulés lors des années précédentes, des dévastations occasionnées par divers cataclysmes naturels et de la vive progression des cours pétroliers et des matières premières, l'activité économique mondiale est demeurée dynamique en 2005 et l'inflation relativement contenue.

Dans ce contexte, le Conseil de la politique monétaire a souhaité vous faire part de ses analyses sur l'environnement de la croissance et les politiques monétaires, sur la situation de l'économie française ainsi que sur les principaux défis que cette dernière doit relever pour améliorer la croissance et l'emploi.

L'environnement de la croissance et les politiques monétaires

L'année 2005 a été marquée par plusieurs évolutions.

- Une croissance mondiale soutenue, mais inégale selon les régions : après une hausse de 5 % en 2004, l'activité économique mondiale est restée dynamique avec une progression d'environ 4,3 % en 2005. Aux États-Unis, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté de 3,5 % grâce à la forte contribution de la demande intérieure. L'activité s'est également redressée en cours d'année au Royaume-Uni ainsi qu'au Japon, qui semble sortir d'une décennie de déflation. Dans la zone euro, le PIB s'est accru au rythme plus modéré de 1,3 %, contre 2,1 % précédemment, avec un

ralentissement au quatrième trimestre que tous les observateurs s'accordent, néanmoins, à juger temporaire.

- La persistance, voire l'aggravation, des déséquilibres mondiaux : le solde des paiements courants des États-Unis a poursuivi sa dégradation, le déficit atteignant plus de 800 milliards de dollars, soit 6,5 % du PIB. Les opinions divergent sur les causes profondes de ce déséquilibre. Plusieurs analystes l'attribuent au creusement du déficit budgétaire et à l'insuffisance de l'épargne des ménages américains. D'autres observateurs avancent l'hypothèse d'un excès d'épargne dans les pays émergents d'Asie et les producteurs de pétrole. Quoiqu'il en soit, les entrées de capitaux « officiels » de ces pays assurent une part croissante du financement du déficit courant américain, comme le reflète l'augmentation des réserves de change de certains d'entre eux. Cet équilibre est-il soutenable ? Là encore, les jugements diffèrent. Mais le simple fait que la question se pose entretient une incertitude : un ajustement brutal, sous forme d'une dépréciation du dollar, causerait de grandes perturbations et pourrait remettre en cause les perspectives de croissance — actuellement favorables — de l'économie mondiale.

- Un niveau élevé des prix du pétrole : depuis la fin de 2003, les cours du *Brent* ont augmenté de plus de 25 dollars américains, s'établissant à un niveau proche de 55 dollars en moyenne sur l'année 2005. Ce niveau apparaît désormais comme durable, démentant les anticipations qui prévalaient en début d'année d'un retour rapide aux niveaux antérieurs. Au moins jusqu'au milieu de l'année, et contrairement aux chocs pétroliers précédents, la hausse des prix paraît avoir été guidée par la vigueur de la demande (et non par un rationnement de l'offre). Il s'agirait donc d'un ajustement normal de l'équilibre de marché ; ce serait pourquoi

son effet négatif sur la croissance mondiale est resté, jusqu'ici, limité.

- Une inflation contenue, mais des tensions persistantes : malgré le renchérissement des prix pétroliers et une dépréciation effective de l'euro, de près de 14 % en glissement annuel, l'inflation dans la zone euro est restée globalement stable, à un niveau, néanmoins, constamment supérieur à l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE). Toutefois, les anticipations à moyen et long termes, telles que mesurées par les enquêtes ou déduites de la courbe des taux, ont enregistré à plusieurs reprises des poussées de hausse.

- L'expansion des liquidités et le maintien de bas taux d'intérêt à long terme : dans la zone euro, le taux de croissance annuel de la monnaie (mesurée par l'agrégat monétaire M3) s'est établi à 7,3 % à fin 2005, après 6,6 % à fin 2004. La progression des crédits au secteur privé a été vive (9,2 % en rythme annuel en 2005, après 7,2 % à fin 2004) et a été facilitée par le maintien de taux d'intérêt à court terme historiquement bas et la persistance de faibles taux à long terme. Par exemple, les taux des emprunts d'État à 10 ans dans la zone euro se sont établis, en moyenne, à 3,44 % en 2005 (4,14 % en 2004) en dessous de ceux des États-Unis (4,34 %) et du Royaume-Uni (4,46 %). Les agents économiques ont ainsi bénéficié de conditions monétaires et financières très favorables au financement de leur activité.

- Enfin, la poursuite, à un rythme soutenu, de la hausse des prix immobiliers : ce phénomène est présent dans la quasi-totalité des pays développés. En France, les prix auraient progressé de 15 % en 2005, soit une augmentation totale de 120 % depuis 1997. Cette phase de hausse des prix est tout à fait atypique par son ampleur et sa durée. Le mouvement a été soutenu par une progression parallèle (15 %) des crédits à l'habitat, soit un rythme de croissance double de celui des crédits à l'investissement des entreprises. Par rapport à leur revenu disponible brut,

l'endettement des ménages est passé de 49 % en 1995 à 57 % en 2003 et 64 % en 2005. Ce rythme d'endettement est un élément de fragilité en cas de retournement du marché immobilier dans un contexte de remontée des taux longs.

Ces évolutions imposaient une inflexion des politiques monétaires très accommodantes menées depuis trois ans

Dans tous les pays développés, à des degrés, des dates et selon des modalités divers, les banques centrales ont entrepris de réduire le caractère stimulant de leur politique monétaire. La stratégie suivie dans la zone euro se distingue par la méthode : en effet, la BCE n'entend pas procéder par hausse régulière et pré-annoncée des taux ; elle ne s'est pas engagée dans un cheminement précis. Elle continue à surveiller étroitement les développements sur le front des prix et son action est fondée sur l'observation constante de l'évolution de l'économie. Les marchés ont bien compris et assimilé cette approche qui a conduit à deux hausses de taux de 25 points de base, fin 2005 et début 2006, le taux de refinancement passant de 2 % à 2,5 %.

Ce resserrement monétaire est resté modéré. Il ne s'est pas accompagné de mouvements prononcés des taux à long terme, qui sont restés très bas sur l'année 2005, conduisant à un aplatissement de la courbe des taux.

Cet environnement monétaire justifie de porter une attention particulière à la stabilité financière

Avec des taux d'intérêt faibles et une liquidité abondante, la recherche du rendement pousse naturellement les banques et institutions financières, soumises à une concurrence forte, vers une plus grande exposition au risque. On constate ainsi, pour les institutions françaises, le maintien ou l'accroissement de positions risquées, en particulier dans le financement de l'immobilier, dont le volume s'est fortement accru, ou sur des produits financiers complexes.

Dans cet environnement, la préservation d'une forte solvabilité du système bancaire doit reposer sur la capacité des banques à dégager des profits en limitant la prise de risque excessive. Les principales banques françaises ont dégagé en 2005 des résultats en forte hausse. Cette progression des résultats s'est accompagnée d'une baisse de leur provisionnement, d'une nouvelle compression des marges et d'une stagnation, voire d'une légère réduction, des ratios de solvabilité. Ces évolutions, si elles devaient se poursuivre, iraient à l'encontre du renforcement de l'assise financière des acteurs bancaires, qui est indispensable à l'absorption des aléas conjoncturels et constitue un élément essentiel d'une croissance économique saine.

Croissance et compétitivité de l'économie française

La France a enregistré, en 2005, une croissance de 1,4 %, contre 2,1 % en 2004.

À l'origine de ce moindre dynamisme, on trouve la relative modération de la consommation des ménages (2,1 %, après 2,3 % en 2004) et la baisse de la contribution des stocks (0,2 point, contre 0,8). Ces évolutions l'ont emporté sur l'accélération de l'investissement total (3,3 %, après 2,1 %).

Les échanges extérieurs nets ont contribué négativement à la croissance de l'activité (1 point), prolongeant ainsi une tendance observée depuis plusieurs années. La progression du volume des importations de biens et services s'est légèrement accélérée, à près de 6,6 %, contre 6,1 % en 2004. Mais surtout, les exportations ont augmenté à un rythme (3,2 %) très inférieur à celui de la demande mondiale adressée à la France (5,3 %), ce qui signale des pertes de parts de marché pour les entreprises françaises. La détérioration en valeur du solde des transactions courantes s'est accentuée et le déficit a atteint,

en 2005, près de 34 milliards d'euros, soit 2 % du PIB, après 7 milliards en 2004.

Il reste difficile d'expliquer pleinement une dégradation aussi rapide et importante. Notre commerce extérieur a, certes, pâti de son orientation vers une zone euro dont l'activité a été moins dynamique que celle du reste du monde. Mais les études réalisées à la Banque de France montrent que ce facteur « géographique » n'explique qu'une petite partie de l'évolution du solde français.

La compétitivité-prix s'est également détériorée. Les coûts unitaires du travail ont progressé de 1,8 % en France, mais de 0,7 % dans la zone euro et ont baissé de 1,3 % outre-Rhin entre les troisièmes trimestres de 2004 et de 2005 (dernier chiffre disponible pour l'ensemble des zones sous revue). Dans un monde plus globalisé et compétitif, la modération reste donc de mise, d'autant que la proportion des salariés payés au SMIC et aux *minima* salariaux est historiquement élevée (16,8 %) suite aux revalorisations accentuées et rapprochées depuis 2003, ce qui crée un risque de pression sur les coûts salariaux.

Mais d'autres facteurs, plus difficiles à mesurer, de compétitivité hors-prix semblent avoir joué un grand rôle.

L'évolution de nos échanges extérieurs témoigne ainsi de certaines faiblesses structurelles de l'économie française. L'offre productive est insuffisamment adaptée à la demande qui lui est adressée ; elle semble également réagir trop lentement aux évolutions du commerce mondial.

On ne peut rester indifférent à de telles évolutions. L'enjeu du commerce extérieur est important, même pour une économie appartenant à la zone euro. À court terme, le solde commercial traduit la contribution de l'extérieur à la croissance. Ainsi, la dégradation observée sur les trois dernières années équivaut à une « perte » de croissance de l'ordre de 3 points de PIB.

À moyen et long termes, une détérioration continue des échanges extérieurs, qui résulterait d'une perte de compétitivité, induirait inévitablement une baisse de notre niveau de vie relatif.

Quelle stratégie pour la croissance et l'emploi ?

Depuis quelques années, et plus spécialement depuis la création de l'euro, on observe une plus grande synchronisation des cycles économiques entre pays de la zone. Cette évolution coïncide avec le rattrapage — normal — des économies les plus prospères par des pays moins avancés (et, notamment, les nouveaux adhérents à l'Union). Mais, pour l'ensemble des pays, il reste possible — et nécessaire — d'accroître le taux de croissance potentiel à long terme.

À cet égard, l'observation des économies européennes les plus performantes est riche d'enseignements. Ces économies n'enregistrent pas, en moyenne, une croissance plus rapide de la productivité. Au contraire, les pays dont le revenu par tête progresse le plus rapidement ont accru et mobilisé leur force de travail à travers l'augmentation des taux de participation et d'emploi. Ce constat est encourageant pour la France qui dispose, notamment grâce à sa démographie, d'importantes réserves de croissance. Si celles-ci peuvent être « activées » par des politiques appropriées, notre pays devrait, en quelques années, accroître substantiellement le niveau du revenu par tête et rejoindre, voire dépasser, le groupe des européens les plus performants.

Les réformes déjà entreprises vont dans cette direction et de nombreux signes montrent que la nature des défis est de mieux en mieux comprise.

C'est, d'abord, la maîtrise des dépenses et de la dette publiques, sans laquelle une partie des ressources dégagées par l'économie est utilisée pour le financement

des dépenses courantes de l'État, qui s'avèrent généralement difficilement réversibles et ne contribuent que rarement à l'accroissement durable de notre potentiel de croissance. Ceci est d'autant plus souhaitable qu'à fin 2005 les dépenses publiques et les prélèvements obligatoires sont remontés, respectivement, à 54 % et 44,1 % du PIB. Le déficit public est, certes, passé en dessous de 3 % du PIB grâce à des mesures exceptionnelles, mais la dette publique rapportée au PIB a progressé pour atteindre 66,8 %.

Un consensus se manifeste aujourd'hui sur l'impérieuse nécessité de mettre un terme à l'augmentation de la dette publique. Tel est le grand acquis de la Commission présidée par Michel Pébereau, qui rassemblait des responsables et experts de toutes les origines professionnelles et de tous les horizons. Ses recommandations sont connues : un effort important et partagé de réduction de la dépense — tout en maintenant, globalement, les prélèvements obligatoires — et un accroissement de l'efficacité de la dépense publique. Elles ont été, d'emblée, adoptées par le Gouvernement et ont trouvé leur traduction dans un programme de stabilité ambitieux qui prévoit, entre 2009 et 2010, le retour à l'équilibre des finances publiques. Il est important que ces orientations se concrétisent effectivement chaque année dans les lois de Finance soumises au Parlement et votées par lui.

C'est, ensuite, la poursuite des efforts de réformes structurelles dans les domaines de l'emploi, de la protection sociale et de la santé, de l'éducation et de la formation, afin de multiplier les opportunités d'emploi et de lutter efficacement contre le chômage en développant notre potentiel de production.

Pour convaincre les entreprises d'investir et d'embaucher, il paraît indispensable de les rassurer sur leur capacité d'adapter, sans délai ni coût excessif, leurs effectifs aux variations de leurs carnets de commandes.

L'effort de solidarité nécessaire à la cohésion sociale doit donc garantir un soutien financier et une aide à la réinsertion aux travailleurs momentanément privés d'emploi, mais ne pas faire reposer sur les entreprises un risque excessif, sauf à les dissuader de développer en France leurs capacités de production et leurs offres d'emploi.

Parallèlement, il paraît nécessaire de mieux orienter notre action d'éducation et de formation vers la production des connaissances directement utiles à l'activité économique.

Il convient aussi de promouvoir l'activité par la mise en œuvre de réformes du marché du travail favorisant le taux d'emploi des plus jeunes et des plus âgés de nos concitoyens. Certaines de ces mesures ont déjà contribué à la poursuite du mouvement de baisse du taux de chômage entamé en 2004. L'allongement rapide de la durée de vie est une conquête et une chance : elle appelle et justifie un meilleur équilibre entre activité et non-activité dans la seconde phase de la vie. Des réformes ont été introduites en 2004 au sein du régime général des retraites. Les concertations engagées entre partenaires sociaux sur l'emploi des « seniors » devraient conforter cette évolution.

S'agissant du SMIC, sa hausse a été rapide ces dernières années du fait de l'unification des régimes. Il serait souhaitable à l'avenir, pour éviter de pénaliser l'emploi des moins qualifiés, de s'en tenir aux dispositions prévues par la loi, à l'exclusion de toute mesure discrétionnaire supplémentaire.

Ceci est d'autant plus vrai que, dans le secteur des services, la France enregistre un taux de création d'emplois relativement faible en comparaison avec les autres grandes économies industrialisées. Le rattrapage en ce domaine implique que les réformes se fassent sur la base de dispositifs prévisibles et pérennes. Les efforts visant au développement des services à

la personne (comme le Chèque emploi service universel – CESU), dans notre société caractérisée par le vieillissement de la population et le taux important d'activité des femmes, participent de cette action et peuvent contribuer à mieux exploiter les gisements d'emplois disponibles.

Enfin, notre économie doit aussi devenir encore plus productive et s'orienter vers les activités à fort contenu technologique et scientifique. Cela suppose de stimuler l'effort de recherche et développement, en particulier celui fourni par le secteur privé qui reste largement inférieur à celui constaté en Allemagne, aux États-Unis ou au Japon. La création de pôles de compétitivité, tout comme les incitations introduites en 2005 pour favoriser le financement par le secteur privé des actions de recherche et développement, répondent à cet objectif stratégique.

Ainsi, il paraît important que le processus de réformes soit poursuivi avec pour but de renforcer l'attractivité de notre pays pour la localisation des investissements et la création d'emplois.

•

En 2005 le projet de Traité établissant une Constitution européenne a été soumis à ratification. Dans deux des nations fondatrices de l'Union, la France et les Pays-Bas, la réponse a été négative.

Leuro échappe aux doutes et interrogations que suscite cette évolution. Dans un environnement plus incertain, il se présente comme un pilier garantissant la solidité de l'édifice européen. Nos compatriotes disposent aujourd'hui d'une des deux premières monnaies mondiales, dont la légitimité repose sur la stabilité qu'elle procure à leur épargne et à leur pouvoir d'achat.

La stabilité monétaire est désormais un bien commun des peuples européens. Il leur faut dorénavant en conquérir un autre : une croissance durable et forte.

Pour cela, il faut permettre à notre économie d'exploiter tout son potentiel. Si la mondialisation offre des opportunités, elle crée en même temps de nombreuses insécurités dont l'accumulation peut conduire à freiner ou empêcher les adaptations nécessaires. Mais, parce que l'économie mondiale se transforme rapidement, le refus d'adaptation conduirait inévitablement à moins de croissance pour la France et à plus d'insécurité pour chacun des Français, notamment les moins protégés.

Ce dilemme n'est pas spécifique à la France. Tous les autres pays européens connaissent cette tension entre le désir — naturel — d'une plus grande sécurité et la nécessité — incontournable — de l'adaptation. Il importe à chacun de trouver,

selon sa tradition et sa culture, les moyens de relever ce défi.

Or, la France dispose d'atouts nombreux et décisifs : la démographie la plus dynamique d'Europe, un degré élevé d'indépendance énergétique — avantage inappréciable en cette période d'incertitude économique et géopolitique sur les approvisionnements —, des entreprises actives et dynamiques qui ont su largement tirer parti des opportunités de la mondialisation et, enfin, une main d'œuvre très qualifiée qui explique, au moins en partie, le niveau élevé de notre productivité horaire. Ces atouts doivent nous permettre d'obtenir une croissance forte, créatrice d'emplois, dans un environnement monétaire stable. Il est important que cette opportunité soit saisie.

Christian NOYER

Faits saillants	2
1 La situation économique de la France	3
1 1 La croissance et les prix	3
1 2 La balance des paiements	7
2 La monnaie, les placements et les financements	9
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	9
2 2 L'endettement intérieur total — France	10
2 3 L'endettement sur les marchés	10
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	10
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	11
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	11
3 Les marchés de capitaux	13
3 1 Les marchés de change et de matières premières	13
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	14
3 3 Les marchés boursiers	15

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 avril 2006	12
4 Opérations du marché monétaire traitées sur la Place de Paris (sélection d'indicateurs)	17

Faits saillants

La situation économique de la France

- Après une croissance moyenne en 2005 révisée à la baisse, à 1,2 %, le PIB a augmenté de 0,5 % au premier trimestre 2006.
- En avril, l'indicateur de climat des affaires s'est établi à 106, après 108 en mars.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,6% au deuxième trimestre.
- Le taux de chômage a baissé en mars, à 9,5 % de la population active.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté en avril de 0,4 % en variation mensuelle et de 2,0 % en glissement annuel.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est sensiblement accentuée en mars (8,6 %, après 7,9 % en février) du fait de l'accélération de l'ensemble de ses composantes.
- Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée (11,5 %, après 10,7 %), du fait principalement de l'accélération des crédits (10,8 %, après 10,4 %).
- En France, la progression annuelle des crédits au secteur privé a décéléré quelque peu (11,6 %, après 12,1 %), du seul fait des crédits au secteur financier. La progression des crédits aux sociétés non financières s'est en revanche accentuée (10,6 %, après 10,1 %) tandis que celle des crédits aux ménages est restée inchangée à 11,8 %, malgré un léger ralentissement des crédits à l'habitat (15,2 %, après 15,5 %) et des crédits de trésorerie (7,5 %, après 7,7 %).

Les marchés de capitaux

- Hausse des taux à long terme aux États-Unis, en zone euro et au Japon, dans un mouvement de pentification des courbes de taux.
- Dépréciation marquée du dollar contre la plupart des devises.
- Accélération de la hausse des cours des matières premières, de l'or et du pétrole, soutenus par la faiblesse du dollar et par les tensions géopolitiques.

I | La situation économique de la France

I | I La croissance et les prix

La croissance du PIB en variation trimestrielle, à 0,5 %, a été légèrement plus faible qu'attendu au premier trimestre 2006. La croissance moyenne de 2005 a été révisée à la baisse de 0,2 point, à 1,2 %. Au premier trimestre de 2006, la consommation des ménages (0,9 %) et les exportations (3,0 %) ont progressé, mais l'investissement des entreprises a fléchi (- 0,1 %).

L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté en mars de 1,6 % en variation mensuelle, après une baisse de 1,2 % en février, suite essentiellement à la forte hausse de la composante « industrie automobile » (+ 2,1 % en mars, après - 4,1 % en février) et « biens d'équipement » (+ 2,8 % en mars, après - 1,6 % en février). Sur les trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents, la production industrielle a augmenté de 0,6 %.

Selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est replié en avril à 106, après 108 en mars.

Par ailleurs, l'indicateur synthétique du climat des affaires dans le secteur des services de l'INSEE reste stable en avril à un niveau élevé (110, comme en mars).

Cependant, l'indicateur résumé de l'opinion des ménages se dégrade légèrement à - 27 en avril, après - 26 en mars.

Les immatriculations de voitures particulières neuves ont progressé de 10,4 % en avril 2006 par rapport à mars 2006.

D'après l'enquête sur les investissements dans l'industrie de l'INSEE, les industriels anticipent pour 2006 une hausse de leurs investissements en valeur de 5 %, tant dans l'industrie manufacturière que dans l'ensemble de l'industrie.

Accélération de la construction de logements neufs en mars

Le rythme de progression des mises en chantier de logements neufs sur les trois derniers mois par rapport aux trois mêmes mois de l'année précédente a accéléré en mars, à 10,9 %, après 10,3 % en février, continuant ainsi à évoluer à un rythme soutenu.

Baisse du taux de chômage en mars

Les effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels progressent de 0,1 % sur le premier trimestre 2006 et de 0,4 % sur un an.

Après s'être stabilisé en février à 9,6 % de la population active, le taux de chômage au sens du BIT a baissé en mars à 9,5 %.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au deuxième trimestre 2006 ; l'acquis de croissance pour 2006 à la fin du deuxième trimestre serait de 1,5 %.

Maintien des tensions inflationnistes dans un contexte de croissance élevée du prix du Brent

En avril, l'indice du prix des matières premières importées par la France a augmenté de 5,4 % sur le mois, après une baisse de - 1,0 % en mars, portant ainsi la croissance en glissement annuel à 45,5 %, après 38,3 % en mars.

L'indice du salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés progresse de 0,8 % au premier trimestre 2006, après 0,5 % au quatrième trimestre 2005, ce qui porte sa croissance en glissement annuel à 2,9 %.

La croissance des prix à la production dans l'industrie a ralenti à 3,3 % en glissement annuel en mars, après 3,6 % en février.

En avril, l'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 0,4 % en variation mensuelle, comme en mars, portant la croissance en glissement annuel à 2,0 %.

ENCADRÉ I

Zone euro et évolution récente de l'environnement international

États-Unis

- Augmentation de la croissance du **PIB** au premier trimestre 2006 : 4,7 % en variation trimestrielle annualisée après 1,7 % au quatrième trimestre 2005.
- Hausse de la **consommation des ménages** : 1,3 % en variation trimestrielle au premier trimestre 2006 contre 0,2 % au dernier trimestre 2005. En glissement annuel : 3,4 % au premier trimestre 2006 après 3,3 % au trimestre précédent.
- Croissance du **revenu disponible des ménages** en mars : 0,5 % en variation mensuelle après 0,2 % en février. En glissement annuel : 2,6 % en mars après 2,1 % en février.
- Rebond marqué de l'**investissement des entreprises** : 9,0 % sur un an au premier trimestre 2006, contre 6,8 % au trimestre précédent. Confirme les commandes de biens d'équipement depuis 6 mois.
- Hausse des **indices PMI** : 57,3 en avril, contre 55,2 en mars pour le secteur manufacturier ; 63,0, contre 60,5 pour le secteur non manufacturier.
- Hausse de la **productivité horaire du travail** en variation trimestrielle annualisée : + 3,2 % au premier trimestre 2006 contre - 0,3 % pour le dernier trimestre 2005. Augmentation de 2,4 % sur un an de la productivité horaire, après 2,5 % au dernier trimestre 2005.
- Stabilité du **taux de chômage** au mois d'avril : + 4,7 %, comme en mars, et après 4,8 % en février
- Accélération de l'**inflation** mesurée par le déflateur des dépenses de consommation en mars : 0,4 % sur un mois après 0,1 % en février. Stabilité de l'inflation sous-jacente mesurée par l'indice des prix à la consommation (hors alimentation et énergie) : 2,1 % sur un an en mars, comme en février et en janvier.

Japon

- Bonne orientation de la **production industrielle** : + 0,2 % sur un mois en mars, après - 1,2 % en février. L'indice avait atteint son plus haut niveau en janvier depuis sa création en 1998. En glissement annuel, données brutes : augmentation de 3,1 % en mars après 3,9 % en février.
- Indice du **climat des affaires Tankan** pour le premier trimestre 2006 positif : + 5, comme au dernier trimestre 2005.
- Maintien du **taux de chômage** à un bas niveau : 4,1 % en mars (plus bas niveau depuis juillet 1998).
- Poursuite de l'augmentation sur un an de l'**indice des prix à la consommation** (IPC) (0,3 % en glissement annuel brut en mars après 0,4 % en février). Hausse continue de l'IPC sous-jacent (hors produits alimentaires frais) depuis 6 mois : 0,5 % sur un an en données brutes en mars, comme en février.

Royaume-Uni

- Croissance trimestrielle du **PIB** au premier trimestre 2006 : 0,6 %, comme au quatrième trimestre 2005, et conforme aux attentes.
- Hausse de l'**indice PMI manufacturier** en février (54,1 contre 51,3 attendu), après une baisse en mars (50,8). Augmentation de l'indice PMI dans le secteur des **services** (59,4 contre 57,4 au mois de mars).
- Décélération de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisée, données brutes : 0,2 % en variation mensuelle en mars, après 0,3 % en février. En glissement annuel : 1,8 % en mars (contre 2,0 % en février), progression la plus faible depuis février 2005.
- Hausse du **déficit commercial** (hors pétrole) : 6,3 milliards de livres en février contre 5,7 milliards en janvier.

Zone euro

- Croissance trimestrielle du **PIB** en estimation rapide : 0,6 % au premier trimestre, après 0,3 % au quatrième trimestre 2005.
- La **production industrielle hors construction** est restée stable en février, après une hausse de 0,2 % en janvier.
- Baisse du volume des **ventes au détail** de 0,8 % en mars sur un mois après - 0,1 % en février.
- Hausse en avril de l'**indice PMI manufacturier** (56,7 après 56,1 en mars), ainsi que de l'indice PMI dans le secteur des services (58,3 après 58,2 en mars).
- **Prix à la consommation** (estimation rapide) : hausse de 2,4 % sur un an en avril après 2,2 % en mars.
- **Taux de chômage** en baisse à 8,1 % en mars, contre 8,2 % en février.
- Déficit de 3,1 milliards d'euros du **commerce extérieur** en février 2006 en données brutes contre un excédent de 3,4 milliards d'euros en février 2005.

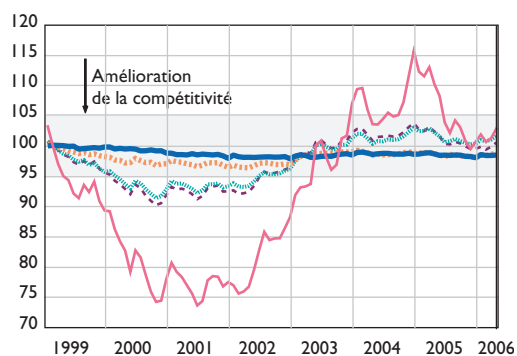
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

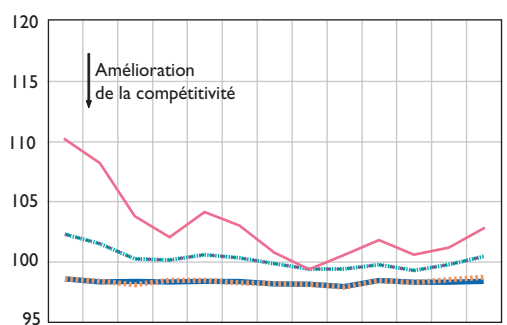
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



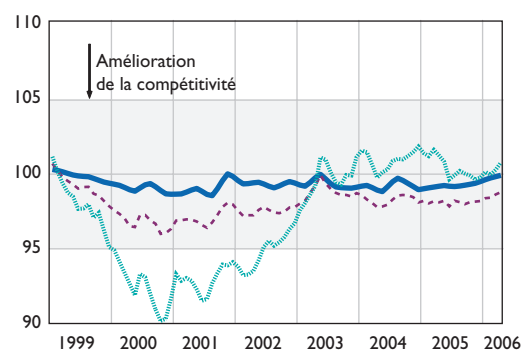
Avril 2005 Mai Juin Juil. Août Sept. Oct. Nov. Déc. Janv. Fév. Mars Avril 2006

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

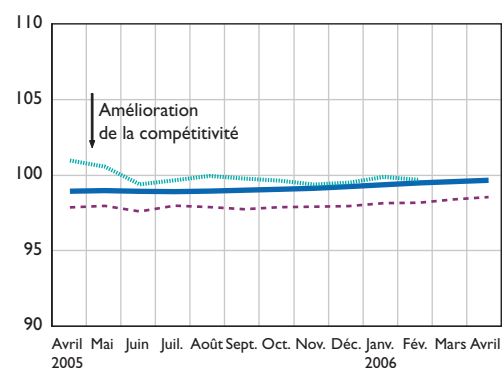
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an



Avril 2005 Mai Juin Juil. Août Sept. Oct. Nov. Déc. Janv. Fév. Mars Avril 2006

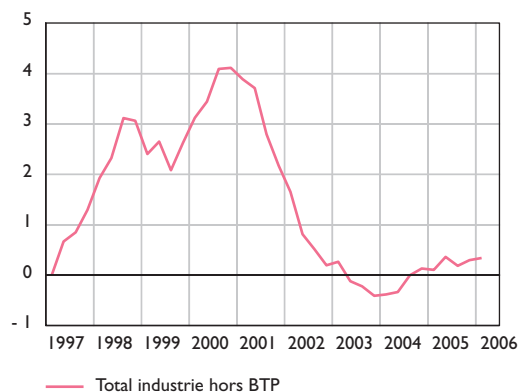
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou - 5 % par rapport au 1^{er} trimestre 1999

NB : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream ; calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

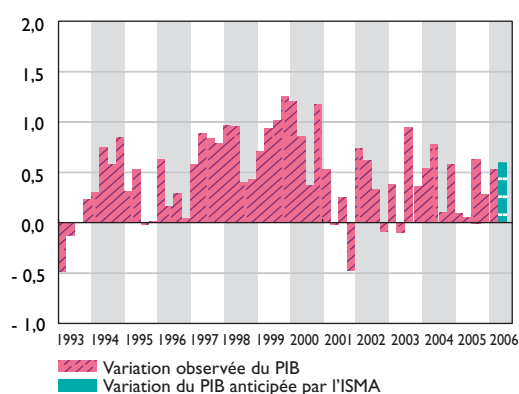
Effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels

(glissement annuel, en %)



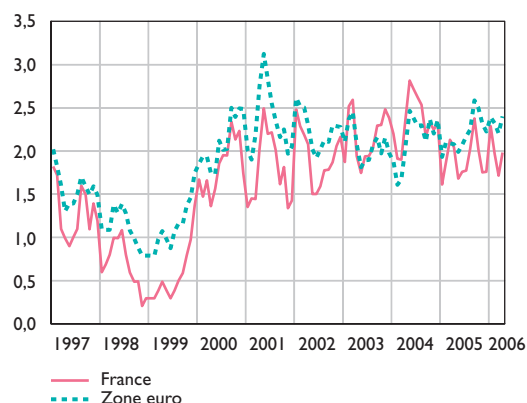
ISMA et PIB

(variations trimestrielles, cjo-cvs)



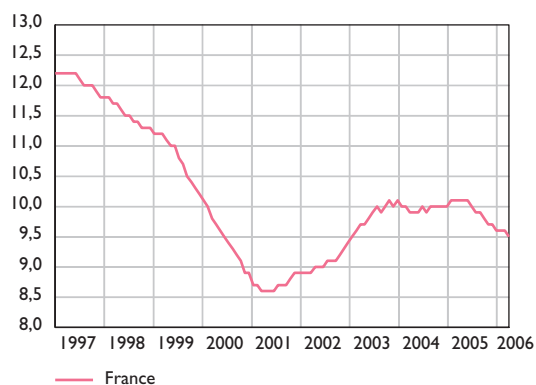
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(en %, données cvs)



Sources : Insee, Banque de France

Le PIB et ses composantes

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

(variations trimestrielles, en %)

	2004					2005					2006	
	T1	T2	T3	T4	Moyenne annuelle	T1	T2	T3	T4	Moyenne annuelle	T1	Acquis
Produit intérieur brut	0,5	0,8	0,1	0,6	2,0	0,1	0,0	0,6	0,3	1,2	0,5	1,1
Importations	0,8	3,2	1,6	0,9	6,0	1,2	1,4	2,4	2,2	6,5	1,1	4,3
Dépenses de consommation des ménages	0,7	0,8	0,0	1,2	2,5	0,6	0,0	0,8	0,4	2,2	0,9	1,6
Dépenses de consommation des APU	0,5	0,7	0,3	0,3	2,2	0,2	0,0	0,6	0,1	1,1	0,5	0,9
FBCF totale	- 0,1	1,6	- 0,1	1,1	2,6	0,8	0,8	1,6	0,9	3,7	0,2	1,9
dont SNF et EI	- 0,4	2,5	- 0,1	1,3	4,2	0,5	0,4	2,2	1,1	3,8	- 0,1	1,9
Ménages	0,7	2,1	0,8	1,2	4,0	0,7	1,3	0,6	0,7	4,1	0,5	1,6
Exportations	0,1	1,2	0,2	1,3	3,3	- 0,5	0,7	2,9	1,0	3,2	3,0	5,4
Contributions à la croissance												
Solde extérieur	- 0,2	- 0,6	- 0,4	0,1	- 0,7	- 0,5	- 0,2	0,1	- 0,4	- 1,0	0,5	0,2
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,9	0,1	0,9	2,4	0,5	0,2	0,9	0,4	2,2	0,7	1,5
Variation des stocks	0,2	0,4	0,4	- 0,4	0,3	0,1	0,1	- 0,4	0,2	0,0	- 0,7	- 0,7

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 19 mai 2006

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en mars 2006

En mars 2006, le déficit du *compte de transactions courantes* s'établit à - 1,8 milliard d'euros contre - 3,5 milliards en janvier et février. Cette amélioration provient d'une réduction des transferts courants nets vers l'extérieur (- 1,2 milliard après - 2,7 milliards en février). Le solde des biens est stable, à - 1,9 milliard. Les soldes des services et des revenus enregistrent une très légère remontée de 0,1 milliard, s'élevant respectivement à + 0,6 milliard, voyages compris, et + 0,7 milliard.

Des entrées de 18,6 milliards sont enregistrées au *compte financier* en mars. Les investissements directs français à l'étranger sont en forte hausse, à 6,3 milliards, dont près de 60 % sous forme de prêts et flux de trésorerie à destination de filiales étrangères. Les investissements directs étrangers en France s'accroissent également ce mois-ci, à 7,1 milliards. En cumul sur trois mois glissants, le solde net des investissements directs est positif de 2 milliards, témoignant du regain de vigueur des investissements étrangers en France depuis le début de l'année.

Les *investissements de portefeuille* se soldent par des entrées nettes de 7,7 milliards ce mois-ci, qui contrastent avec les sorties de capitaux observées en début d'année. Sur titres étrangers, les opérations sont quasiment équilibrées, avec des ventes nettes d'actions à hauteur de 10,6 milliards, compensées par des achats nets d'obligations pour 5,6 milliards et de titres du marché monétaire pour 5,9 milliards. Sur titres français, les non-résidents ont acheté pour 4,5 milliards d'actions, émises notamment par les institutions financières monétaires (IFM) résidentes, et pour 5,5 milliards d'obligations. Ils ont cédé en revanche pour 1,4 milliard d'instruments du marché monétaire. Tous instruments confondus, les non-résidents ont acquis 7,4 milliards de titres émis par les administrations publiques, dont 6,4 milliards de valeurs du Trésor.

Les « autres investissements » dégagent des entrées nettes de 10,3 milliards en mars. Les engagements nets des IFM s'accroissent en particulier de 14,7 milliards sur le mois et de près de 60 milliards sur l'ensemble du premier trimestre 2006.

En cumul glissant sur 12 mois, les erreurs et omissions nettes reviennent à - 0,9 milliard à fin mars 2006.

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (1)			Cumuls 3 mois (2)		Montants mensuels (2)		
	Déc. 2004 (a)	Déc. 2005 (a)	Mars 2006 (b)	Mars 2005 (a)	Mars 2006 (b)	Janv. 2006 (b)	Fév. 2006 (b)	Mars 2006 (b)
Compte de transactions courantes	- 6,8	- 33,6	- 33,1	- 5,3	- 8,8	- 3,5	- 3,5	- 1,8
Biens	- 6,3	- 26,0	- 26,9	- 4,9	- 6,5	- 2,7	- 1,9	- 1,9
Services hors voyages	0,5	- 0,6	- 1,6	0,1	- 0,6	- 0,1	- 0,3	- 0,2
Voyages	9,8	8,9	8,7	2,6	2,2	0,7	0,7	0,8
Revenus	6,9	6,2	7,5	3,3	1,8	0,4	0,6	0,7
Transferts courants	- 17,6	- 22,1	- 20,8	- 6,4	- 5,8	- 1,9	- 2,7	- 1,2
Compte de capital	1,7	0,5	0,6	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
Compte financier	0,3	- 1,4	31,0	- 1,6	33,2	5,7	8,9	16,2
Investissements directs	- 18,9	- 39,8	- 30,4	- 7,4	2,0	0,1	1,1	0,8
- Français à l'étranger	- 38,5	- 79,9	- 74,7	- 18,2	- 13,0	- 3,4	- 3,3	- 6,3
- Étrangers en France	19,6	40,0	44,3	10,8	15,0	3,5	4,5	7,1
Investissements de portefeuille	- 46,3	- 9,9	- 25,4	- 12,6	- 28,1	- 29,1	- 6,6	7,7
- Avoirs	- 180,0	- 183,9	- 196,0	- 52,4	- 64,6	- 37,1	- 26,6	- 0,9
- Engagements	133,6	173,9	170,7	39,8	36,5	8,0	20,0	8,6
Produits financiers dérivés	5,1	5,5	10,0	- 4,1	0,4	0,5	0,5	- 0,6
Autres investissements	64,0	35,8	73,7	21,4	59,3	35,0	14,1	10,3
dont IFM	40,7	12,2	62,3	8,9	59,1	33,3	11,1	14,7
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	5,5	1,2	- 0,4	- 0,8	- 0,2	0,6

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

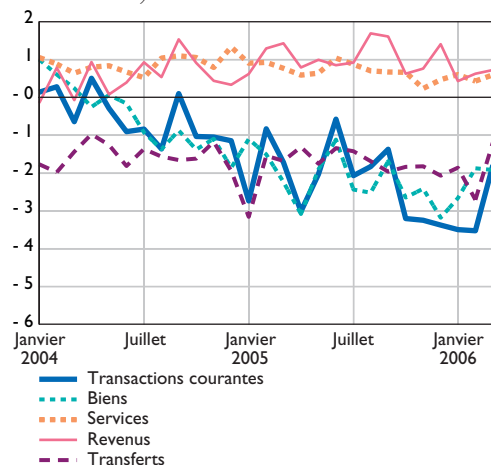
(1) En données brutes

(2) En données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital

Transactions courantes

Soldes (cvs)

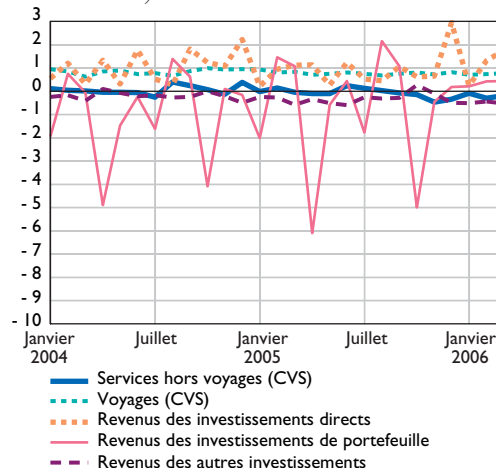
(en milliards d'euros)



Transactions courantes

Soldes

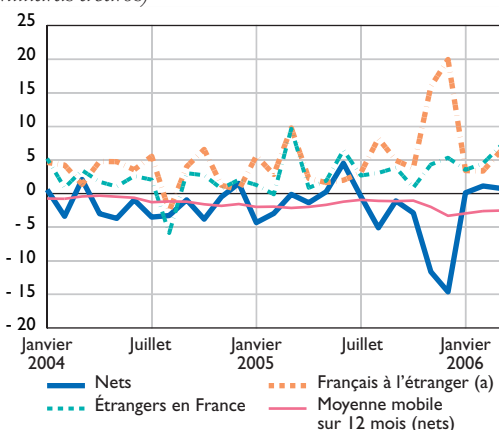
(en milliards d'euros)



Investissements directs

Soldes

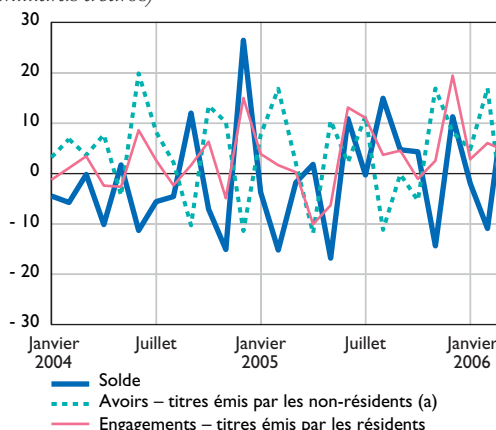
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

Actions

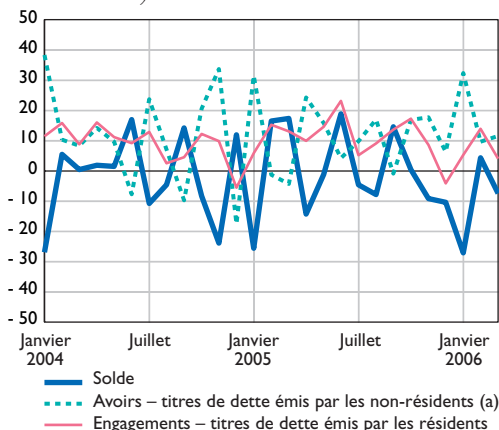
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

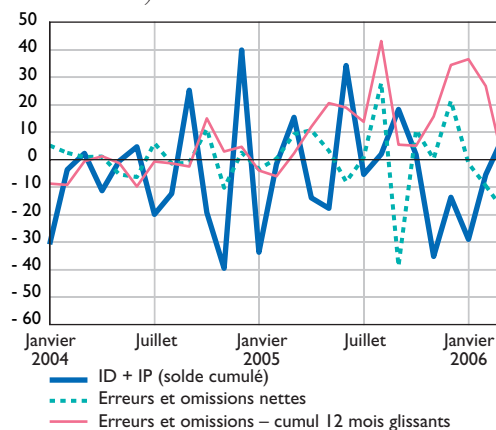
Titres de dette

(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| I Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 a atteint 8,6 % en mars, après 7,9 % en février, soit son plus haut niveau observé depuis juillet 2003. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 8,1 % pour la période allant de janvier à mars, après 7,7 % pour la période de décembre à février. Cette accélération, qui a concerné l'ensemble des composantes de l'agrégat, confirme l'inflexion observée à compter du mois de janvier dans les évolutions monétaires, à rebours de la tendance

à la modération qui avait prévalu au quatrième trimestre 2005.

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est renforcée (11,5 %, après 10,7 % en février), en particulier sous l'effet de l'accélération des crédits (10,8 %, après 10,4 %) mais aussi des actions (14,3 %, après 10,0 %) et des titres autres qu'actions (18,5 % après 16,9 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents s'est atténuée en mars (8,5 %, après 9,3 %). À l'inverse, celle des dépôts à terme à moins de deux ans s'est renforcée (18,4 %, après 16,3 %) et la progression des comptes sur livret très légèrement accentuée (4,4 %, au lieu de 4,3 %). Les titres d'OPCVM monétaires ont également enregistré une sensible accélération (7,1 %, après 6,5 %).

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
	Mars 2006	Février 2006	Mars 2006	Mars 2006
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	535,5	13,6	12,4	
+ Dépôts à vue	2 961,2	9,3	9,8	
= M1	3 496,7	9,9	10,1	
+ Autres dépôts monétaires	2 720,8	7,3	7,8	
= M2	6 217,6	8,7	9,0	
+ Instruments négociables	1 009,5	3,6	6,1	
= M3	7 227,1	7,9	8,6	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	8 553,5	10,4	10,8	
Concours au secteur privé (en données cvs)	9 894,3	10,7	11,5	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	431,8	9,3	8,5	14,6
Comptes sur livret	400,6	4,3	4,4	25,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	56,3	16,3	18,4	4,9
Titres d'OPCVM monétaires	307,3	6,5	7,1	50,8
Titres de créances < 2 ans	86,4	43,8	53,0	52,4
Crédits au secteur privé (c)	1 448,7	12,1	11,6	16,9

(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 a légèrement fléchi en mars sous l'effet de la modération de la croissance de l'endettement des sociétés non financières. Le rythme d'évolution de l'endettement des administrations publiques et des ménages a en revanche peu varié.

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2005	Février 2006	Mars 2006
Endettement intérieur total	6,4	8,2	7,9
Sociétés non financières	5,1	8,6	7,8
Ménages	9,5	11,5	11,6
Administrations publiques	6,0	5,8	5,7

S'agissant des modes de financement, la progression annuelle des crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes s'est de nouveau renforcée, alors que celle des financements de marché a nettement ralenti. Le taux de croissance annuel des crédits obtenus auprès des non-résidents a également sensiblement baissé.

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

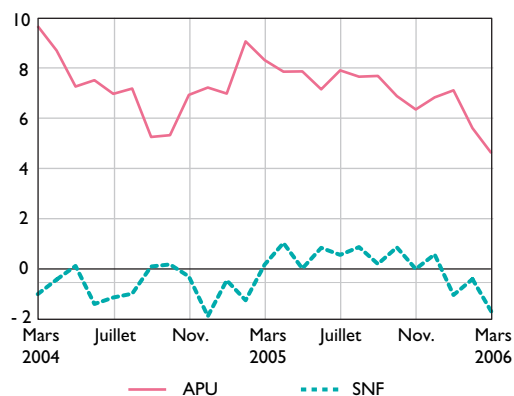
	Mars 2005	Février 2006	Mars 2006
Endettement intérieur total	6,4	8,2	7,9
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	5,9	10,3	11,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents	10,3	16,5	13,3
Financements de marché	6,2	4,1	3,1

2|3 L'endettement sur les marchés

La progression annuelle des financements de marché a fortement ralenti (3,1 %, après 4,1 % en février), en raison de moindres émissions nettes des administrations publiques (4,6 %, après 5,6 %) et de remboursements nets plus importants de la part des sociétés non financières (-1,7 %, après -0,4 %).

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 légèrement renforcée en mars (11,7 %, après 11,5 %).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Mars 2005	Février 2006	Mars 2006
Crédits des IFM	6,9	11,5	11,7
aux APU	- 8,3	7,4	13,9
au secteur privé	8,7	12,1	11,6
dont :			
Crédits des EC aux ménages (a)	9,9	11,8	11,8
dont : Trésorerie	5,1	7,7	7,5
Habitat	12,5	15,5	15,2
Crédits des EC aux SNF	5,8	10,1	10,6
dont : Trésorerie	4,8	15,7	14,9
Investissement	5,8	7,1	8,3
Crédits des EC au secteur financier	14,2	24,9	16,3
dont : Clientèle financière	15,9	22,6	9,3
Assurances	9,0	32,3	38,5

(a) N'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux entrepreneurs individuels

Cette accélération des crédits des IFM ne concerne que les crédits aux administrations publiques (13,9 %, après 7,4 %). En revanche, le rythme de progression des crédits au secteur privé, tout en restant élevé, marque un tassement (11,6 %, après 12,1 %), du fait du ralentissement des crédits au secteur financier (autres intermédiaires financiers, assurances).

Le taux de croissance annuel des concours aux ménages (hors entrepreneurs individuels) est resté inchangé à 11,8 %, en dépit du léger ralentissement des crédits à l'habitat (15,5 %, après 15,2 %) et des crédits de trésorerie (7,7 %, après 7,5 %).

Le taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières s'est inscrit en hausse (10,6 %, après 10,1 %), l'accélération des crédits d'investissement (8,3 %, après 7,1 %) l'emportant sur le ralentissement des crédits de trésorerie (14,9 % au lieu de 15,7).

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

Le taux moyen des crédits aux ménages observé sur les opérations nouvelles diminue légèrement en mars (4,82 %, après 4,86 %) et celui des crédits aux sociétés non financières est inchangé (3,82 %).

- S'agissant des crédits aux ménages, le taux des nouveaux crédits à l'habitat d'une PFIT inférieure ou égale à un an augmente très légèrement (3,46 %, après 3,45 %), tout comme celui des crédits à l'habitat de PFIT supérieure à un an (3,62 %, après 3,60 %).

En revanche, le taux des crédits à la consommation marque une baisse (5,94 %, après 6,09 %).

- S'agissant des crédits aux sociétés non financières, le taux des découverts varie peu (4,24 %, après 4,26 %) alors que celui des crédits de PFIT inférieure ou égale à un an poursuit sa remontée (3,41 %, après 3,35 %). Le taux moyen des crédits de PFIT supérieure ou égale à un an est inchangé à 3,78 %.

2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Février 2006	Mars 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	8,9	9,4
OPCVM obligations	0,1	4,1	5,0	5,6
OPCVM actions	2,7	5,7	6,9	7,2
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	14,9	17,8

Source : Europperformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM se sont renforcés pour l'ensemble des catégories et plus particulièrement en ce qui concerne les « diversifiés ».

ENCADRÉ 3

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en avril 2006

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Année 2005	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours
		Avril 2005 à mars 2006	Mai 2005 à avril 2006	Avril 2006	Avril 2005 à mars 2006	Mai 2005 à avril 2006	Avril 2006	À fin avril 2006
Sociétés non financières	- 14,4	- 14,9	- 15,0	- 0,6	1,9	1,6	0,2	89,2
État	39,9	35,5	32,6	- 14,1	71,9	70,9	5,2	597,2
Autres administrations publiques	3,9	- 1,4	- 1,4	0,0	1,1	1,1	0,0	48,1
Institutions financières monétaires	- 6,6	- 10,1	- 9,1	- 3,1	9,2	8,2	0,1	142,2
Institutions financières non monétaires	- 0,3	0,5	- 0,3	- 0,8	1,5	1,5	0,0	23,2
Total	22,5	9,6	6,8	- 18,6	85,6	83,3	5,5	899,9

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois d'avril 2006, ont totalisé 5,5 milliards d'euros, contre 7,7 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois (19,3 milliards d'euros pour les administrations publiques principalement dû à l'amortissement final d'une OAT à hauteur de 18,2 milliards d'euros), les émissions nettes sont négatives à hauteur de 18,6 milliards d'euros dont 14,1 milliards d'euros pour les administrations publiques.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté près de 96 % du total émis sur la place de Paris.

3| Les marchés de capitaux

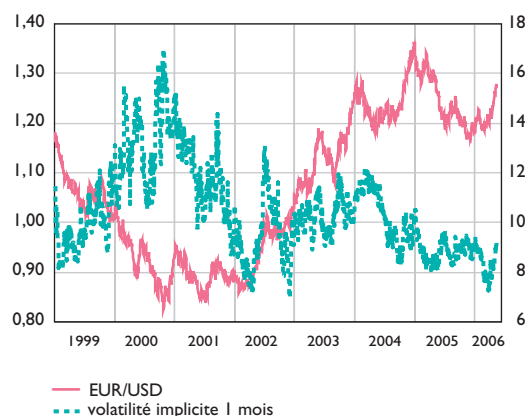
Le mois d'avril a été marqué par la dépréciation du dollar contre les principales devises et par l'accélération de la hausse des cours de l'or, du pétrole et des matières premières en général. Dans le même temps, les taux d'intérêt ont poursuivi leur remontée, en particulier les taux à long terme, ce qui s'est traduit par une accentuation de la pente des courbes obligataires aux États-Unis, en Europe et au Japon, alors que les marchés boursiers ont enregistré des performances contrastées.

3| I Les marchés de change et de matières premières

Le mois d'avril a été principalement marqué par le recul du taux de change effectif du dollar (– 2,4 %). La perspective d'une pause prochaine dans le cycle de hausse des taux directeurs du Système fédéral de réserve, les inquiétudes concernant les déséquilibres extérieurs américains, et les spéculations relatives à une plus grande diversification de la composition des réserves de change de certains pays ont pesé sur la devise américaine. Le dollar s'est notamment déprécié de 4,27 % contre euro, ce dernier clôturant à 1,265 dollar, niveau atteint en mai 2005.

Le dollar s'est aussi déprécié contre les devises fortement corrélées aux cours des matières premières (baisse de 5,8 % contre le dollar australien et de 4,2 % contre le dollar canadien), et contre le yen (– 3,26 %). Les gains de la devise japonaise ont été significatifs, en particulier à la suite du communiqué

Taux de change de l'euro contre dollar américain et volatilité implicite à 1 mois



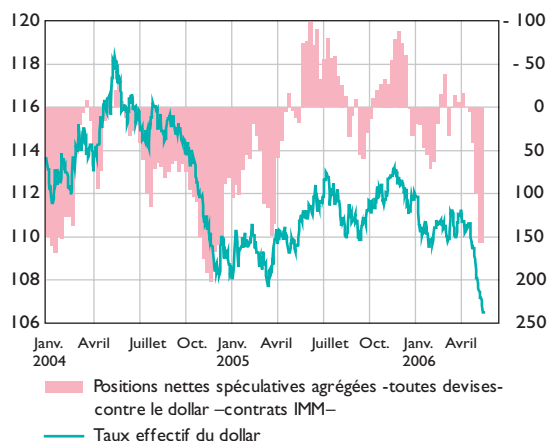
du G 7 du 21 avril qui a appelé à davantage de flexibilité des taux de change en Asie, et notamment en Chine.

Enfin, le dollar s'est déprécié de 5,01 % contre la livre sterling qui a été soutenue par la révision à la hausse des anticipations de taux au Royaume-Uni.

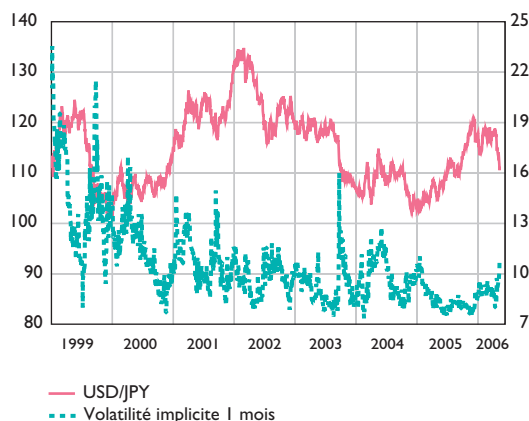
La nette dégradation du sentiment du marché vis-à-vis du dollar s'est illustrée par la forte progression des positions spéculatives à la baisse sur le dollar, mais également le renchérissement des stratégies d'options protégeant contre une baisse supplémentaire du dollar. On notera toutefois que l'affaiblissement de la devise américaine s'est fait de manière ordonnée, la volatilité implicite à 1 mois des taux de change du dollar contre les autres devises,

Taux de change effectif du dollar et positions spéculatives nettes

(base 100 = janvier 1997)

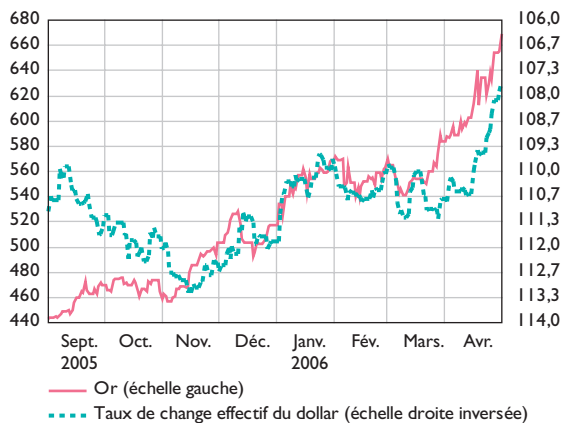


Taux de change du dollar américain contre yen et volatilité implicite à 1 mois



Cours de l'or et taux de change effectif du dollar

(en USD par once) (base 100 = janvier 1997)



bien qu'ayant clairement rebondi, demeurant à des niveaux historiquement bas, à 8,3 % pour l'EUR/USD et 9,2 % pour le USD/JPY.

La progression des cours de l'or s'est accentuée, le métal fin clôturant le 28 avril à 654,4 dollars l'once, en hausse de 11,2 %, le recul du dollar n'expliquant que partiellement ce mouvement. L'intensification des tensions géopolitiques avec l'Iran et l'appétit persistant des investisseurs pour l'ensemble des matières premières (Indice de *Commodity Research Bureau* en hausse de 5 % sur le mois) ont également contribué à la hausse des cours du métal précieux. Les prix du pétrole ont atteint de nouveaux records, en liaison avec les tensions géopolitiques persistantes. La hausse des cours a également fait suite à des baisses

de stocks de brut aux États-Unis, dans un contexte où l'OPEP s'est déclarée impuissante face à la hausse des cours du brut et a décidé de laisser son *quota* de production inchangé à 28 millions de barils par jour. Enfin, l'accentuation des positions spéculatives a pu contribuer à la progression des cours. Le prix du baril (référence du *West Texas Intermediate* au comptant) est passé de 66,6 à 71,9 dollars, soit une hausse de près de 8 % en avril.

3|2 Les marchés de taux d'intérêt

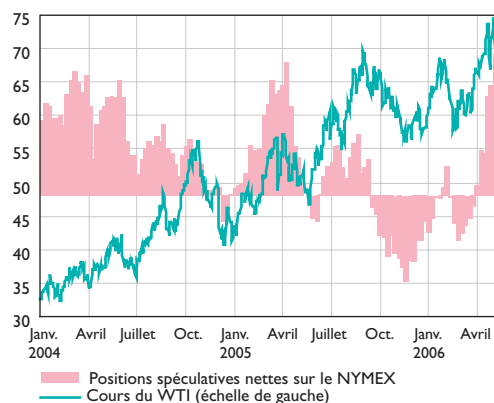
Poursuite de la hausse des taux américains et pentification de la courbe obligataire

Les taux d'intérêt à 10 ans aux États-Unis ont franchi le seuil des 5 % en avril et enregistré une hausse de 20 points de base, pour clôturer à 5,13 % fin avril. La poursuite de la croissance américaine à un rythme soutenu et la publication d'indices de prix en hausse ont contribué à la hausse des taux à long terme. Les points morts d'inflation américains tirés de l'obligation indexée TIPS 2015 se sont inscrits en hausse de 14 points de base à 2,67 %.

En revanche, les taux à 2 ans américains n'ont gagné que 5 points de base à 4,93 %, en liaison avec les déclarations de plusieurs responsables du Système fédéral de réserve, notamment son président, laissant présager une pause prochaine dans le cycle de hausse des taux directeurs.

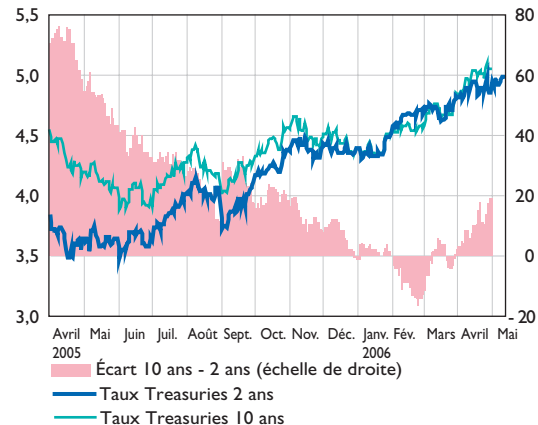
Cours du baril de pétrole brut (WTI) et positions nettes spéculatives

(en dollars) (en milliers de contrats)



Taux d'intérêt à 10 et 2 ans aux États-Unis

(en %) (en points de base)



Cette perspective n'a pas affecté les attentes concernant la décision du *Federal Open Market Committee* (FOMC) du 10 mai (le relèvement de 25 points de base, à 5 % était largement attendu). En revanche, pour les décisions suivantes du FOMC, le marché avait moins de certitudes et, en fin de mois, n'accordait à un scénario d'une ultime remontée des taux à 5,25 % qu'une probabilité d'un peu plus de 50 %.

Hausse des taux de la zone euro et pentification de la courbe obligataire

Les taux d'intérêt à 2 ans et 10 ans en zone euro ont progressé de respectivement 10 et 20 points de base en avril, pour atteindre 3,41 % et 4,0 % en France.

La publication de données économiques meilleures que prévu en zone euro et les déclarations de membres du Conseil des gouverneurs soulignant le risque d'apparition d'effets de second tour sur l'inflation dans un contexte de prix élevés du pétrole, ont contribué à la hausse des taux. Cette vigilance a permis au point mort d'inflation de se stabiliser légèrement au dessus de 2,15 % pour l'OAT 2015 indexée sur l'inflation européenne.

Les participants de marché ont revu leurs anticipations de hausse de taux dans la zone euro. À la fin du mois d'avril, ils n'anticipaient plus de hausse du taux minimum de soumission à 2,75 % en mai mais plutôt en juin. En outre, comme c'était le cas fin mars, le marché anticipait d'autres hausses

de taux qui amèneraient le taux directeur à 3,25 % à la fin 2006.

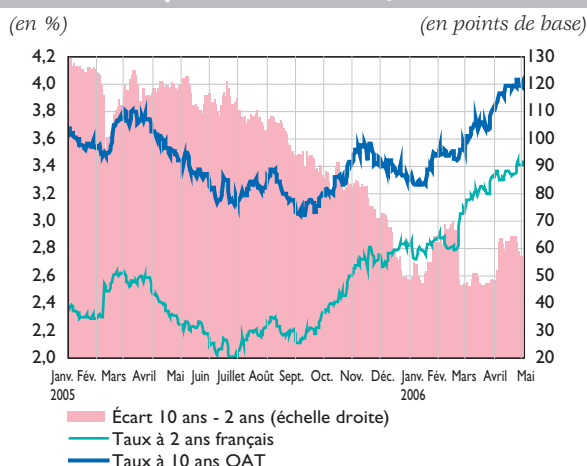
Les taux à 10 ans japonais ont poursuivi leur hausse en avril, gagnant 16 points de base à 1,92 % tandis que les taux à 2 ans reculaient légèrement à 0,68 % avec la révision à la baisse des anticipations de resserrement monétaire. En effet, les taux implicites tirés des contrats *futures* de maturité 2006 ont cédé entre 2 et 5 points de base, la Banque du Japon ayant précisé qu'elle pourrait maintenir des taux d'intérêt très bas tant que l'inflation resterait contenue. À la fin du mois d'avril, le taux implicite du contrat de maturité décembre 2006 a néanmoins clôturé à 0,68 %, illustrant des attentes de marché d'au moins deux resserrements monétaires de 25 points de base d'ici à la fin de l'année.

3 | 3 Les marchés boursiers

En avril, les marchés boursiers internationaux ont enregistré des variations d'ampleur limitée, à l'exception de l'indice Dow Jones (+2,3 %), consolidant ainsi les gains observés depuis le début de l'année.

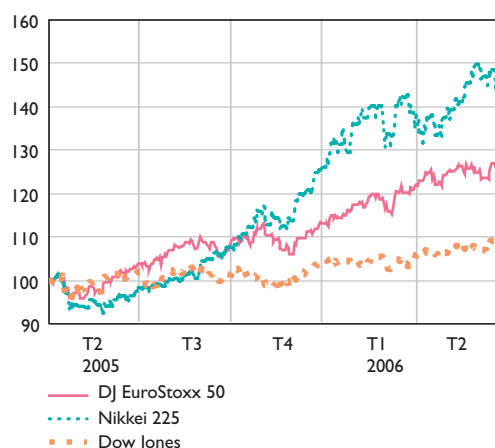
Les bourses européennes n'ont pas connu d'évolution marquée. Dans un contexte de remontée des taux d'intérêt en zone euro et d'appréciation de l'euro, la publication de résultats encourageants pour le premier trimestre 2006 a soutenu les indices. La baisse des valeurs technologiques, automobiles et financières a été compensée par la hausse des valeurs du secteur pétrolier et celles liées aux matières premières.

Taux des emprunts d'Etat français à 2 et 10 ans



Principaux indices boursiers

(base 100 = avril 2005)



Aux États-Unis, les indicateurs attestant d'une forte croissance économique, les anticipations de fin prochaine du cycle de resserrement monétaire et le repli du dollar ont soutenu les cours. L'indice Dow Jones a gagné 2,3 % sur le mois, à 11 367,1 points le 28 avril, se rapprochant un peu plus de son record absolu de janvier 2000 à plus de 11 700 points.

Les bourses japonaises se sont inscrites en recul en avril, les secteurs immobilier et bancaire ayant connu les plus fortes baisses. L'appréciation du yen contre le dollar a pesé sur les cours des entreprises exportatrices.

Principaux indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 28 avril 2006	Variation/ 31 mars 2006	Variation/ 2 janvier 2006
CAC 40	5 188,4	- 0,6	9,1
DAX	6 009,9	0,7	10,3
DJ EuroStoxx 50	3 839,9	- 0,4	6,5
FTSE	6 023,1	1,0	6,0
Nasdaq	2 322,6	- 0,7	5,3
Dow Jones	11 367,1	2,3	6,1
Nikkei	16 906,2	- 0,9	4,9

ENCADRÉ 4

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 %)

	Avril 2006		Moyenne année 2006	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	366,1	70,7	378,7	69,6
Pensions à taux fixe	136,2	26,3	156,7	28,8
Pensions à taux variable	229,9	44,4	222,0	40,8
BTAN	121,2	23,4	126,1	23,2
Pensions à taux fixe	41,8	8,1	43,0	7,9
Pensions à taux variables	79,4	15,3	83,1	15,3
BTF	30,9	6,0	39,4	7,2
Pensions à taux fixe	5,9	1,1	10,0	1,8
Pensions à taux variable	25,0	4,8	29,4	5,4
Total	518,2	100,0	544,2	100,0
Pensions à taux fixe	183,9	35,5	209,7	38,5
Pensions à taux variable	334,3	64,5	334,5	61,5

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	28 avril 2006	31 mars 2006	Variation
1 mois	2,53	2,52	+ 1
3 mois	2,60	2,60	0
6 mois	2,88	2,84	+ 4
12 mois	3,13	3,09	+ 4
2 ans	3,42	3,32	+ 10
5 ans	3,75	3,58	+ 17

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

	Émissions en avril 2006		Encours à fin avril 2006
	brutes	nettes	
Titres de créances négociables	570,3	17,1	412,0
Certificats de dépôt négociables	501,1	16,3	285,7
BMTN	1,1	- 0,1	57,7
Billets de trésorerie	68,1	0,9	68,6

Taux de rendement à l'émission des BT

(en %)

Échéances	1 ^{er} au 7 avril	8 au 14 avril	15 au 21 avril	22 au 28 avril
1 jour	2,66	2,72	2,68	2,69
10 jours	2,72	2,69	(-)	(-)
30 jours	2,78	2,73	2,74	2,75
90 jours	2,92	2,88	2,85	2,92
180 jours	(-)	3,10	2,97	3,21

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

Échéances	1 ^{er} au 7 avril	8 au 14 avril	15 au 21 avril	22 au 28 avril
1 jour	2,66	2,68	2,65	2,66
10 jours	2,57	2,62	2,51	2,56
30 jours	2,66	2,64	2,61	2,65
90 jours	2,87	2,83	2,82	2,86
180 jours	2,99	3,01	2,97	3,04

Spreads billets de trésorerie – swaps

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

(en points de base)

Échéances	A-1+/F1+ A-1/P-1/F1	A-2/P-2/F2	Non notés	Véhicules (a)
1 mois				
Fév. 2006	1	4	6	2
Mars 2006	1	6	8	6
Avril 2006	3	6	10	7
3 mois				
Fév. 2006	2	7	10	8
Mars 2006	4	6	11	8
Avril 2006	6	9	15	6

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

**La crédibilité de la politique monétaire
dans une perspective néo-keynésienne** 21

Olivier LOISEL

Direction de la Recherche

Service d'Études et de Recherche sur la politique monétaire

**Les comptes financiers de la Nation en 2005 :
nouvel essor de l'endettement des ménages,
reprise de celui des entreprises** 33

Jean-Charles BRICONGNE

Direction des Études et des Statistiques monétaires

Service d'Études et Statistiques des opérations financières

**La détention du capital des sociétés françaises
du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005** 39

Jean-Guillaume POULAIN

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

**Position nette de la France
pour les investissements directs au 31 décembre 2004** 43

Bruno TERRIEN et Joëlle TINGUELY

Direction de la Balance des paiements

La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne

Olivier LOISEL

Direction de la Recherche

Service d'Études et de Recherche sur la politique monétaire

Les anticipations des agents privés concernant les décisions futures de politique monétaire jouent un rôle clef dans la transmission de la politique monétaire par leur influence sur les taux de long terme, les prix d'actifs et le taux de change. C'est pourquoi la crédibilité de la politique monétaire, définie comme le degré de confiance des agents privés dans la détermination et la capacité de la banque centrale à suivre la politique monétaire et atteindre les objectifs qu'elle a annoncés, est au premier rang des préoccupations des banques centrales.

Le modèle néo-keynésien, dont l'usage s'est largement répandu ces dernières années aussi bien dans le milieu universitaire qu'au sein des banques centrales, apparaît comme un cadre théorique privilégié pour l'étude de la crédibilité de la politique monétaire dans la mesure où il tient explicitement compte des anticipations des agents privés tout en préservant une grande simplicité d'utilisation.

Cet article présente les trois principaux problèmes de crédibilité susceptibles de se poser à la politique monétaire, ainsi que leurs solutions, dans le cadre de ce modèle. Deux de ces problèmes, désignés dans la littérature par les termes « biais d'inflation » et « biais de stabilisation », sont liés à la notion d'incohérence temporelle selon laquelle la banque centrale peut être incitée dans certaines circonstances à ne pas mettre en œuvre une politique monétaire préalablement annoncée. Le troisième problème est celui des anticipations dites « auto-réalisatrices » qui peuvent survenir lorsque la politique monétaire suivie ne permet pas d'ancrer les anticipations des agents privés de manière unique.

L'article suit une approche générale, illustrée par l'expérience de diverses banques centrales. L'accent est mis sur l'importance du pilotage des anticipations des agents privés par la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire, notamment dans le but d'influencer les taux de long terme de manière optimale. Les arguments développés insistent sur la nécessité d'une politique monétaire indépendante, transparente et visant à la stabilité des prix à moyen et long termes. Ils militent également en faveur d'une politique monétaire graduelle, éventuellement prolongée par une communication adéquate sur les perspectives de taux de court terme futurs et réagissant, le cas échéant, aux anticipations des agents privés d'une manière appropriée, en cherchant par exemple à « déconnecter » les variables courantes de ces anticipations.

Mots clés : crédibilité de la politique monétaire,
anticipations des agents privés, modèle néo-keynésien,
biais d'inflation, biais de stabilisation, anticipations
auto-réalisatrices

Codes JEL : E52, E61

Hors circonstances exceptionnelles, toutes les banques centrales des pays développés utilisent aujourd'hui le taux d'intérêt nominal de court terme comme instrument de politique monétaire. Les principaux canaux de transmission de la politique monétaire font cependant intervenir le taux d'intérêt de long terme, les prix d'actifs et le taux de change, lesquels dépendent des anticipations que forment les agents privés sur la trajectoire future du taux d'intérêt nominal de court terme. L'efficacité de la politique monétaire repose donc en grande partie sur la capacité de la banque centrale à influencer, voire « piloter », ces anticipations (Woodford, 2003a, 2005a ; Bernanke, 2004b), c'est-à-dire en d'autres termes sur la crédibilité de la politique monétaire, définie comme le degré de confiance des agents privés dans la détermination et la capacité de la banque centrale à suivre la politique monétaire et atteindre les objectifs qu'elle a annoncés.

Cet article présente les différents problèmes de crédibilité susceptibles de se poser à la politique monétaire, ainsi que leurs solutions, dans le cadre théorique du modèle néo-keynésien, dont l'usage s'est largement répandu ces dernières années dans le milieu universitaire et au sein des banques centrales. Si elle ne rend pas justice à toute la diversité du sujet de la crédibilité de la politique monétaire, cette perspective néo-keynésienne permet néanmoins de traiter quelques-uns de ses aspects essentiels d'une manière structurée. Après une présentation succincte du modèle néo-keynésien (première partie), trois problèmes de crédibilité de la politique monétaire seront ainsi successivement évoqués : les deux premiers liés à la notion d'incohérence temporelle (Kydland et Prescott, 1977), selon laquelle la banque centrale peut être incitée dans certaines circonstances à ne pas mettre en œuvre une politique monétaire préalablement annoncée, à savoir le biais d'inflation (deuxième partie) et le biais de stabilisation (troisième partie). Ce biais de stabilisation provient du fait que la politique monétaire optimale à une date donnée consiste à influencer les anticipations des agents privés concernant la politique monétaire future, de façon à faciliter la stabilisation du taux d'inflation et de l'écart de production à la date courante. Or cette politique monétaire future anticipée, qui permet la mise en œuvre de la politique monétaire optimale à la date courante, ne coïncide pas avec la politique monétaire qui sera

optimale aux dates futures (même en l'absence de nouveaux développements). Le troisième problème de crédibilité de la politique monétaire est lié à la notion d'anticipations auto-réalisatrices, qui peuvent survenir lorsque la politique monétaire suivie ne permet pas d'ancrer les anticipations des agents privés de manière unique (quatrième partie).

I | Le modèle néo-keynésien canonique

Le modèle néo-keynésien appartient à une nouvelle génération de modèles macroéconomiques, dits « modèles d'équilibre général dynamiques stochastiques », qui cherchent à caractériser de façon stylisée l'évolution dans le temps d'une économie dans son ensemble soumise à divers chocs aléatoires (comme un choc pétrolier par exemple). Ces modèles aux fondements microéconomiques présentent deux principaux avantages sur les modèles précédents pour l'évaluation des politiques économiques en général et de la politique monétaire en particulier : ils permettent de simuler l'effet d'une politique donnée en tenant compte des modifications du comportement des agents privés qu'elle entraîne ¹ et d'apprécier cet effet à l'aune d'un critère de bien-être social plutôt que d'un critère *ad hoc*.

Par souci pédagogique, nous présentons ici le modèle néo-keynésien dans sa forme la plus simple, dite canonique (Clarida, Galí et Gertler, 1999 ; Woodford, 2003a), étant entendu que tous les arguments développés par la suite restent valables sous diverses formes et à divers degrés dans des versions plus complexes du même modèle, empiriquement plus pertinentes, ainsi que plus généralement dans la plupart des modèles d'équilibre général dynamiques stochastiques. Cette version canonique, dont les équations sont présentées dans l'encadré 1, fait intervenir trois types d'agents : des ménages, des entreprises et une banque centrale.

Le comportement de consommation des ménages est décrit par l'équation IS (1), qui relie l'écart de production courant positivement à l'écart de production futur anticipé (effet de richesse) et négativement à l'écart entre taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme et taux d'intérêt naturel (effet

¹ En d'autres termes, ces modèles répondent dans une certaine mesure à la critique de Lucas selon laquelle l'effet d'une politique économique donnée ne peut être inféré du seul examen des corrélations sur données historiques.

ENCADRÉ I

Équations du modèle néo-keynésien canonique

$$\text{Équation IS : } x_t = E_t\{x_{t+1}\} - \sigma(i_t - E_t\{\pi_{t+1}\} - r_t^n) \quad (1)$$

$$\text{Courbe de Phillips : } \pi_t = \beta E_t\{\pi_{t+1}\} + \kappa x_t + u_t \quad (2)$$

$$\text{Règle de politique monétaire : } i_t = f(E_t\{\pi_{t+j}\}, E_t\{x_{t+j}\}, x_t, \pi_t, x_{t-j}, \pi_{t-j}, i_{t-j}, r_{t-k}^n, u_{t-k}, j \geq 1, k \geq 0) \quad (3)$$

$$\text{Fonction de perte sociale : } L_t = E_t\{\sum_{k=0}^{\infty} [(\pi_{t+k})^2 + \lambda(x_{t+k} - x^*)^2]\} \quad (4)$$

Variables endogènes : x (écart de production), π (taux d'inflation) et i (taux d'intérêt nominal de court terme).

Chocs exogènes : r^n (taux d'intérêt naturel, d'espérance $1/\beta - 1 > 0$, désigné comme « choc de demande » par la suite), u (choc sur les coûts de production, d'espérance nulle, désigné comme « choc d'offre » par la suite).

Paramètres : $\sigma > 0$, $0 < \beta < 1$, $\kappa > 0$, $\lambda > 0$, $x^* \geq 0$, $V_r \geq 0$ et $V_u \geq 0$ (variances de r^n et u).

Opérateur : E (anticipations rationnelles).

de substitution intertemporelle, à l'origine du rôle stabilisateur de la politique monétaire). L'itération de cette équation permet d'exprimer l'écart de production courant comme une fonction décroissante de la somme des taux d'intérêt de court terme courant et futurs anticipés, qui peut être assimilée en première approximation au taux d'intérêt de long terme.

Le comportement de fixation des prix des entreprises est décrit par la courbe de Phillips (2), qui relie positivement le taux d'inflation courant au taux d'inflation futur anticipé, à l'écart de production courant et à un choc sur les coûts de production. La présence du taux d'inflation futur anticipé dans cette équation est due à une hypothèse de rigidité des prix, par ailleurs nécessaire à un effet réel de la politique monétaire : les entreprises ayant l'occasion de modifier leurs prix à une date donnée le font en fonction de l'inflation future qu'elles anticipent puisqu'elles risquent de ne pas avoir l'occasion de modifier à nouveau leur prix avant quelque temps. Cette courbe ne fait pas apparaître le taux d'intérêt nominal de court terme, la politique monétaire n'agissant qu'indirectement, *via* l'écart de production, sur la dynamique des prix.

Enfin, le comportement de la banque centrale – c'est-à-dire la politique monétaire – est décrit par une règle de type (3) qui relie le taux d'intérêt nominal de court terme courant aux variables endogènes passées, présentes et/ou futures anticipées ainsi qu'aux chocs exogènes passés et/ou présents. Cette règle peut être spécifiée de manière exogène ou bien déduite de manière endogène de l'objectif de la politique monétaire. Cet objectif peut être, par exemple, la

minimisation de la fonction de perte sociale (4), elle-même reliée négativement à la fonction d'utilité des ménages. Cette fonction de perte sociale fait apparaître un objectif de stabilisation de l'inflation (avec une cible conventionnellement fixée à zéro) car, sous l'hypothèse de rigidité des prix retenue, les variations du niveau général des prix impliquent des variations de prix relatifs entraînant une allocation sous-optimale des ressources, ainsi qu'un objectif de stabilisation de l'écart de production. Il faut noter que ces deux objectifs sont compatibles en cas de chocs de demande mais pas en cas de chocs d'offre.

2| Biais d'inflation

Un premier problème de crédibilité se pose lorsque la banque centrale cherche à stabiliser la production au-dessus de son niveau potentiel ($x^* > 0$) dans le but de corriger les inefficacités structurelles de l'économie. Dans le modèle néo-keynésien canonique, ces inefficacités structurelles (à l'origine du signe strictement positif de x^*) peuvent être dues à la présence de concurrence monopolistique sur le marché des biens et services et à l'existence d'une taxe sur la valeur ajoutée. En effet, ces deux facteurs sont sources de distorsions dans la mesure où ils ont pour effet d'abaisser le niveau de production au-dessous du niveau optimal qui serait obtenu en cas de concurrence pure et parfaite.

Pour mettre ce problème de crédibilité en évidence, supposons par simplicité l'absence de chocs exogènes

($V_r = V_u = 0$). En ce cas, la politique monétaire optimale² consiste à maintenir constamment le taux d'inflation et l'écart de production à zéro. Or, cette politique n'est pas crédible car, si les agents privés anticipaient un taux d'inflation futur égal à zéro ($E_t\{\pi_{t+1}\} = 0$, réduisant la courbe de Phillips à $\pi_t = \kappa x_t$), alors la banque centrale serait incitée à choisir un taux d'inflation et un écart de production courants supérieurs à zéro, de façon à obtenir un meilleur compromis entre un taux d'inflation proche de 0 et un écart de production proche de $x^* > 0$.

Cette incitation de la banque centrale à dévier de sa cible d'inflation aboutit à un « biais d'inflation » (Barro et Gordon, 1983) puisque la seule politique monétaire crédible consiste alors à maintenir constamment le taux d'inflation à un niveau fortement supérieur à zéro et l'écart de production à un niveau faiblement supérieur à zéro. Lorsqu'on considère la calibration du modèle néo-keynésien canonique proposée par Woodford (2003a, chap. 7) (cf. tableau 1), ce biais est de taille importante puisqu'il réduit le bien-être social autant qu'une augmentation permanente du taux d'inflation de 9,4 points de pourcentage³.

Tableau 1 Calibration de Woodford (2003a, chap. 7)

β	κ	λ	x^*	V_r	V_u
0,99	0,10	0,05	0,20	0,00	0,00

Ce biais d'inflation a été considéré comme en partie responsable de la « grande inflation » qu'ont connue les États-Unis au cours des années soixante-dix et par contrecoup de la forte récession causée par la politique de désinflation menée par le Système fédéral de réserve au tournant des années quatre-vingt. La solution adoptée par les pays développés pour surmonter ce biais d'inflation a été de « déléguer » la politique monétaire, c'est-à-dire d'assigner comme objectif à la banque centrale la minimisation d'une fonction de perte autre que la fonction de perte sociale et telle que la politique monétaire correspondante soit proche de ou idéalement coïncide avec la politique monétaire socialement optimale. L'exemple le plus connu d'une telle délégation est celui du « banquier central conservateur » de Rogoff (1985) ne poursuivant qu'un objectif de stabilisation de l'inflation ; un autre exemple consiste à assigner à la banque centrale, outre

un objectif de stabilisation de l'inflation, un objectif de stabilisation de la production à son niveau potentiel⁴. Ces délégations de la politique monétaire ont été rendues crédibles par la garantie de l'indépendance de la banque centrale. La transparence de la politique monétaire qui les a accompagnées doit être considérée à la fois comme contrepartie de l'indépendance de la banque centrale et comme moyen d'augmenter la crédibilité de la politique monétaire en facilitant son évaluation.

3| Biais de stabilisation

Un deuxième problème de crédibilité se pose en présence de chocs exogènes, même lorsque la banque centrale cherche à stabiliser la production à son niveau potentiel ($x^* = 0$), du fait de la nature « prospective » (*forward-looking*) du modèle. Supposons pour simplifier la présence de chocs d'offre ($V_u > 0$) non autocorrélés et l'absence de chocs de demande ($V_r = 0$). En ce cas, la politique monétaire optimale consiste à réagir au choc d'offre u_t non seulement à la date t , mais aussi à la date $t+1$ de façon à influencer les anticipations d'inflation des agents privés à la date t pour la date $t+1$ (en effet, en rapprochant $E_t\{\pi_{t+1}\}$ de $-u_t/\beta$ la banque centrale rapproche la courbe de Phillips de l'équation $\pi_t = \kappa x_t$ et peut ainsi choisir π_t et x_t proches de 0). Or, cette politique n'est pas crédible car à la date $t+1$ la banque centrale n'a plus aucune incitation à réagir à un choc qui a cessé d'affecter l'économie.

Ce problème de crédibilité peut être présenté de la façon alternative suivante. Comme le montre une simple itération de l'équation IS, la banque centrale affecte le taux d'inflation et l'écart de production par le biais de la somme des taux d'intérêt de court terme présent et futurs anticipés, assimilée au taux d'intérêt de long terme. La politique monétaire optimale consiste à répartir dans le temps le poids de l'ajustement aux chocs d'offre, c'est-à-dire, suite à un choc d'offre inflationniste, à relever le taux d'intérêt nominal de court terme et à ne le ramener vers sa valeur initiale que graduellement, même si le choc a cessé d'agir sur l'économie, de façon à avoir un effet initial important sur le taux d'intérêt nominal de long terme. Par contraste, la seule politique monétaire crédible consiste, suite à un choc inflationniste, à ne

2 La politique monétaire optimale est définie comme la politique monétaire qui minimise la fonction de perte sociale dans la perspective « atemporelle » de Woodford (1999).

3 Le détail des calculs se trouve dans Woodford (2003a, chap. 7).

4 Ces deux délégations correspondent à la fonction de perte sociale (4) avec $\lambda = 0$ et $x^* = 0$ respectivement. La première délégation ne permet la mise en œuvre de la politique monétaire optimale qu'en cas d'absence de chocs d'offre ($V_u = 0$).

relever le taux d'intérêt nominal de court terme que le temps de ce choc, mais de manière plus agressive que la politique monétaire optimale de façon à avoir un effet initial de taille comparable sur le taux d'intérêt de long terme et donc sur le taux d'inflation et l'écart de production.

Ce problème de crédibilité limite sévèrement la capacité de la banque centrale à influencer les anticipations des agents privés concernant la politique monétaire future de façon à faciliter la stabilisation du taux d'inflation et de l'écart de production courants et donne ainsi naissance à un « biais de stabilisation » (Clarida, Galí et Gertler, 1999 ; Woodford, 2003a, chap. 7). Lorsqu'on considère la calibration du modèle néo-keynésien canonique proposée par Woodford (1999) (cf. tableau 2), ce biais est certes de faible taille en comparaison du biais d'inflation mais néanmoins non négligeable, puisqu'il réduit le bien-être social autant qu'une augmentation permanente du taux d'inflation de 0,43 point de pourcentage ⁵.

Tableau 2 Calibration de Woodford (1999)

β	κ	λ	x^*	V_r	V_u
0,99	0,10	0,05	0,00	0,00	0,01

Pour surmonter ce biais, la littérature académique a proposé un certain nombre de projets de délégation de la politique monétaire, consistant par exemple à introduire dans la fonction de perte assignée à la banque centrale des objectifs de stabilisation du niveau des prix, de la croissance de la masse monétaire, de la croissance de la production nominale, de la variation d'écart de production ou encore de la variation de prévision d'inflation. Toutes ces délégations visent à rendre la politique monétaire « inertielle », comme la politique monétaire optimale décrite précédemment, au sens où la politique monétaire réagit sans agressivité excessive mais de façon durable à un choc d'offre ponctuel, ou en d'autres termes à faire en sorte que la valeur présente du taux d'intérêt nominal de court terme dépende positivement de sa valeur passée (Woodford, 2003a, chap. 7).

Le bien-fondé de telles délégations peut toutefois être mis en doute du fait que le seul souci de sa réputation peut suffire à dissuader la banque centrale de dévier de la politique monétaire optimale lorsqu'elle cherche à minimiser la fonction de perte sociale. Loisel (2005)

définit ainsi la réputation de la banque centrale comme sa crédibilité – aux yeux des agents privés – à mettre en œuvre la politique monétaire optimale et fait dépendre cette réputation de la politique monétaire passée et présente, modélisant ainsi l'argument de Bernanke, Reinhart et Sack (2004, p. 9). Dans ce cadre, en considérant la calibration de Woodford (1999), la banque centrale est dissuadée en toutes circonstances de dévier de la politique monétaire optimale pourvu que la perte de réputation due à une déviation de la politique monétaire optimale dure entre 2 et 12 ans (selon l'hypothèse retenue concernant la distribution statistique des chocs d'offre).

Si des considérations de réputation rendent effectivement la politique monétaire optimale crédible aux yeux des agents privés, alors la mise en œuvre de cette politique ne nécessite de la part de la banque centrale qu'une communication sur sa politique monétaire future, c'est-à-dire sur la trajectoire de taux d'intérêt nominal de court terme qu'elle compte suivre en l'absence – improbable – de chocs survenant entre-temps. En effet, toute déviation de la trajectoire annoncée, non justifiée par la survenance de chocs, déclencherait une perte de réputation.

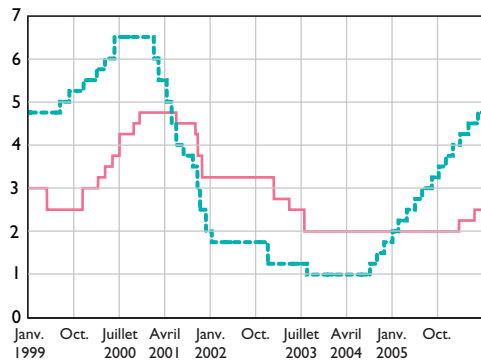
Cette communication peut prendre différentes formes, implicites ou explicites. Une première forme de communication consiste à expliquer la stratégie de politique monétaire et justifier les décisions courantes de politique monétaire dans le cadre de cette stratégie aux agents privés en général et aux marchés financiers en particulier. Dans la mesure où ils perçoivent la stratégie comme permanente et les décisions comme cohérentes avec la stratégie, les marchés peuvent en déduire des anticipations de politique monétaire future en fonction de leurs anticipations de la situation économique future. De façon similaire, le simple examen du comportement passé de la banque centrale permet aux marchés d'apprécier la manière systématique dont la politique monétaire réagit à la situation économique (c'est-à-dire la règle de politique monétaire) et d'en déduire des anticipations de politique monétaire future.

Comme indiqué précédemment, la règle de politique monétaire optimale (celle qui permet de surmonter le biais de stabilisation) est inertielle, c'est-à-dire qu'elle évite des variations trop brusques du taux d'intérêt nominal de court terme. Cette politique s'apparente au gradualisme adopté par de nombreuses

5 Le détail des calculs se trouve dans Loisel (2005).

Graphique 1 Taux d'intérêt directeurs de la BCE et de la FED

(en % par an)



Sources : BCE, Système fédéral de réserve

banques centrales, consistant à faire varier les taux directeurs par petites touches successives allant dans le même sens (Woodford, 2003b) (cf. graphique 1). Ce gradualisme augmente la prévisibilité des mouvements futurs du taux d'intérêt nominal de court terme et donc la capacité de la banque centrale à affecter le taux d'intérêt nominal de long terme, fournissant ainsi un levier puissant sur les taux de long terme tout en limitant la volatilité des taux de court terme (Bernanke, 2004a).

Une deuxième forme de communication consiste à réaliser de manière systématique des projections macroéconomiques sur la base d'une règle de politique monétaire (plutôt que sur la base d'un taux d'intérêt nominal de court terme constant ou bien de la trajectoire de taux d'intérêt nominal de court terme anticipée par les marchés) et à rendre publique cette règle ou la trajectoire de taux d'intérêt nominal de court terme correspondante contingente au scénario économique envisagé (Woodford, 2005a). Cette démarche a été adoptée par les banques centrales du Canada, de Nouvelle-Zélande et de République Tchèque ⁶.

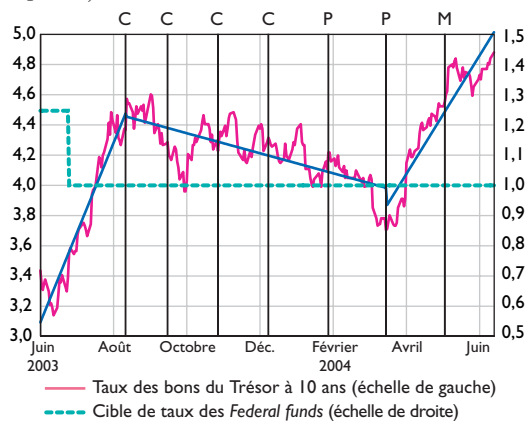
Une troisième forme de communication consiste à évoquer publiquement de manière occasionnelle la trajectoire future du taux d'intérêt nominal de court terme conditionnelle au scénario envisagé. Deux banques centrales ont récemment eu recours

à cette forme de communication dans un contexte où le taux d'intérêt nominal de court terme était proche de ou égal à sa valeur plancher de 0 %, de sorte que la politique monétaire ne pouvait être davantage assouplie (c'est-à-dire le taux d'intérêt nominal de long terme ne pouvait être davantage abaissé) que par une diminution des taux d'intérêt nominaux de court terme futurs anticipés.

D'une part, le Système fédéral de réserve américain a annoncé, dans ses communiqués publiés à l'issue des réunions du *Federal Open Market Committee* (FOMC) d'août à décembre 2003, que le caractère accommodant de la politique monétaire pouvait être maintenu pendant une « période considérable » dans le but de stimuler l'économie par une baisse du taux d'intérêt nominal de long terme (Bernanke, 2004b ; Woodford, 2005a). Cette série d'annonces a permis d'interrompre et même de renverser en partie la hausse de plus de 100 points de base du taux d'intérêt nominal de long terme observée de fin juin à début août 2003 (cf. graphique 2), qui venait contrecarrer les efforts déployés par le Système fédéral de réserve pour éviter la déflation ⁷.

Graphique 2 Communication de la FED et taux d'intérêt nominaux

(en % par an)



C : "the Committee believes that policy accommodation can be maintained for a considerable period"

P : "the Committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation"

M : "the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured"

Source : Système fédéral de réserve

⁶ Les règles utilisées par ces banques centrales dans leurs projections macroéconomiques ne sont toutefois pas inertielles et ne permettraient donc pas de surmonter le biais de stabilisation dans le modèle néo-keynésien canonique.

⁷ Les minutes de la réunion du FOMC d'août 2003 ont attribué cette hausse remarquable à divers facteurs, parmi lesquels le fait que les marchés ont peut-être été surpris par l'absence de publication, à l'issue de la réunion du FOMC de juin 2003, d'un communiqué précisant les modes d'action non conventionnels envisagés pour éviter la déflation, suite au discours remarqué de Bernanke (2002) évoquant la possibilité pour le Système fédéral de réserve de cibler les taux d'intérêt nominaux de moyen terme en veillant notamment à ce qu'ils ne dépassent pas un plafond explicite donné.

D'autre part, la Banque du Japon a annoncé en avril 1999 qu'elle maintiendrait le taux d'intérêt nominal de court terme à zéro « tant que les préoccupations de déflation ne seraient pas dissipées », là encore dans le but de stimuler l'économie par une baisse du taux d'intérêt nominal de long terme (Bernanke, 2004b). L'étude empirique de Bernanke, Reinhart et Sack (2004) montre que, dans le cas japonais comme dans le cas américain, l'annonce semble bien avoir eu l'effet escompté (Bernanke, 2004b).

Le modèle néo-keynésien canonique, dont nous nous sommes servis plus haut pour étudier les conséquences du biais de stabilisation et les moyens de le surmonter lorsque le taux d'inflation est proche de sa cible, peut d'ailleurs être utilisé pour apprécier les conséquences du biais de stabilisation et les moyens de le surmonter dans une situation de déflation comme celle qu'a récemment connue le Japon (Eggertsson et Woodford, 2003 ; Woodford, 2005a). À cet effet, supposons $x^* = 0$ et $V_u = 0$ pour simplifier, et considérons un choc de demande à la baisse suffisamment important pour rendre le taux d'intérêt naturel strictement négatif ($r_t^n < 0$) et ayant une probabilité constante strictement comprise entre 0 et 1 de se résorber à chaque date t . La contrainte de positivité du taux d'intérêt nominal de court terme ($i_t \geq 0$) empêche d'atteindre les cibles de taux d'inflation et d'écart de production, et la politique monétaire consistant à ne maintenir le taux d'intérêt nominal de court terme à zéro que le temps du choc ne permet pas d'éviter une déflation et une récession fortes durant ce temps. La politique monétaire optimale consiste alors à s'engager de manière crédible, si c'est possible, à maintenir le taux d'intérêt nominal de court terme à zéro plus longtemps que ne dure le choc, de façon à abaisser le taux d'intérêt nominal de long terme et ainsi à minimiser la déflation et la récession le temps du choc. Le manque de crédibilité potentiel de cette politique est dû à son incohérence temporelle. En effet, si elle est optimale *ex ante*, le temps que dure le choc, cette politique n'est pas optimale *ex post*, au moment où cesse le choc, car elle est inflationniste. La Banque du Japon a explicitement reconnu ce dilemme (Fukui, 2003) et l'a tranché en s'engageant publiquement le 10 octobre 2003 à maintenir le taux d'intérêt nominal de court terme à zéro au moins tant que le taux d'inflation n'aura pas été positif pendant plusieurs mois.

Eggertsson et Woodford (2003) notent par ailleurs que, dans un tel contexte déflationniste, l'adoption crédible d'un objectif de stabilisation du niveau des prix (plutôt que du taux d'inflation) permet la mise en œuvre de la politique monétaire optimale. Dans le cas de la Banque du Japon, dont les statuts juridiques assignent à la politique monétaire l'objectif de stabilité des prix sans définir précisément cet objectif⁸, l'adoption d'un objectif de stabilisation du niveau des prix peut être temporaire, justifiée par les circonstances exceptionnelles, et décidée par la banque centrale elle-même, sans nécessiter le cadre formel d'une délégation institutionnelle de la politique monétaire. La crédibilité d'un tel objectif, et par conséquent l'efficacité de la politique monétaire associée, ne sont toutefois pas acquises pour les raisons d'incohérence temporelle évoquées ci-dessus, pas plus dans ce contexte déflationniste que lorsque le taux d'inflation est proche de sa cible, cet objectif de stabilisation du niveau des prix imposant de compenser les déviations passées du taux d'inflation de sa cible par des déviations courantes de signe opposé.

Les arguments développés jusqu'à présent concernant le biais de stabilisation reposent sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles de la part des agents privés. Woodford (2005b) montre cependant, dans le cadre du modèle néo-keynésien canonique, que le biais de stabilisation est plus important sous l'hypothèse alternative moins contraignante d'anticipations « presque » rationnelles. En d'autres termes, la politique monétaire optimale est plus inertielle que sous l'hypothèse d'anticipations rationnelles.

4| Anticipations auto-réalisatrices

Un troisième problème de crédibilité se pose, indépendamment des deux premiers, lorsque la politique monétaire suivie ne permet pas d'ancrer les anticipations des agents privés de manière unique. Les anticipations des agents privés sont alors auto-réalisatrices dans le sens où elles décident de la direction que prend l'économie, ce qui met en doute la capacité de la banque centrale à stabiliser l'économie de manière optimale.

8 C'est également le cas de la Banque centrale européenne et du Système fédéral de réserve américain.

De façon générale, l'existence d'anticipations auto-réalisatrices a été considérée dans la littérature académique comme une explication possible de nombreux phénomènes économiques allant des « bulles rationnelles » sur les marchés d'actifs ou le marché des changes (les anticipations d'un niveau futur plus élevé du prix ou du taux entraînant sa hausse présente) aux crises de change (les anticipations de dévaluation entraînant une hausse du taux d'intérêt incitant à dévaluer) et, pour le sujet d'intérêt, à certaines évolutions macroéconomiques.

Dans ce dernier cas, les anticipations auto-réalisatrices peuvent être classées en deux groupes distincts, selon qu'elles sont « convergentes » ou « divergentes ». Les anticipations auto-réalisatrices convergentes sont à l'origine de fluctuations socialement indésirables des variables endogènes à proximité de leurs valeurs d'équilibre (indépendamment de la survenance de chocs exogènes), en particulier de fluctuations du taux d'inflation à proximité de sa cible. Les anticipations auto-réalisatrices divergentes ont tendance, quant à elles, à éloigner les variables endogènes de leurs valeurs d'équilibre, par exemple à faire déraiser le taux d'inflation vers des niveaux élevés – ou bien au contraire vers des niveaux bas, plongeant l'économie dans une trappe à liquidité où la politique monétaire perd de son efficacité, le taux d'intérêt nominal de court terme venant buter contre sa valeur plancher de 0 %.

Un exemple très simple d'anticipations auto-réalisatrices convergentes est donné par Bernanke et Woodford (1997) dans un cadre très proche du modèle néo-keynésien canonique⁹ : si la banque centrale a pour règle de relever le taux d'intérêt nominal de court terme en cas de hausse du taux d'intérêt nominal de long terme (interprétée à tort ou à raison comme une « crainte d'inflation »), alors des anticipations de hausse du taux d'intérêt nominal de court terme par les marchés entraînent une hausse du taux d'intérêt nominal de long terme et par conséquent une hausse du taux d'intérêt nominal de court terme qui viendra valider ces anticipations.

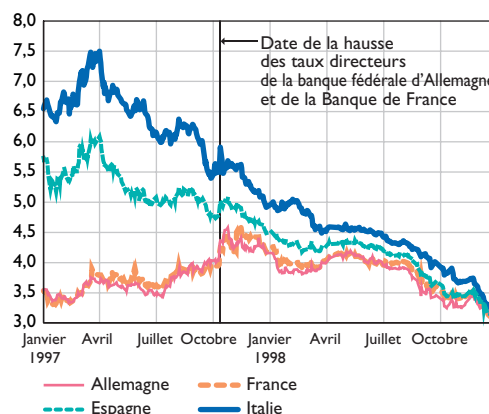
Bien entendu, certaines hausses du taux d'intérêt nominal de moyen ou long terme reflètent réellement une « crainte d'inflation », c'est-à-dire un manque de crédibilité de la cible d'inflation à moyen ou long terme, et non des anticipations auto-réalisatrices

convergentes. C'est notamment le cas de la hausse des taux d'intérêt nominaux de moyen terme (à deux et cinq ans) observée en Allemagne et en France au cours de l'été 1997, les marchés anticipant une convergence des taux d'intérêt nominaux nationaux au sein de la future zone euro vers un taux moyen plutôt que vers le taux le plus bas. En effet, comme le relate Trichet (2005), la hausse de taux d'intérêt nominal de court terme décidée en octobre 1997 par la banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France et la communication de ces banques centrales au cours des mois suivants ont eu pour conséquence non pas la hausse ou le maintien (qu'on aurait observé en cas d'anticipations auto-réalisatrices convergentes), mais bien la baisse des taux d'intérêt nominaux de moyen terme dans ces deux pays (cf. graphique 3).

Dans le cadre du modèle néo-keynésien canonique, considérons une règle de politique monétaire qui relie positivement la déviation du taux d'intérêt nominal de court terme du taux d'intérêt naturel à la déviation du taux d'inflation anticipé de sa cible (règle A de l'encadré 2). Une condition nécessaire pour que cette règle permette d'éviter les anticipations auto-réalisatrices convergentes est qu'elle satisfasse le « principe de Taylor » (Woodford, 2003a, chap. 4), c'est-à-dire qu'elle soit telle que le taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme augmente en réaction à une hausse des anticipations d'inflation ($\alpha > 1$). En effet, cette hausse du taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme entraîne une baisse de l'écart de production courant qui permet de compenser l'effet décrit par

Graphique 3 Taux d'intérêt nominaux à 2 ans

(en % par an)



Source : Bloomberg

⁹ Bernanke et Woodford (1997) fondent leur analyse sur le modèle néo-keynésien canonique modifié de façon marginale par l'hypothèse que les changements de prix décidés à une date donnée ne prennent effet qu'à la date suivante, de sorte que la courbe de Phillips fait respectivement intervenir $E_t - 1\{\pi_{t+1}\}$ et $E_t - 1\{x_t\}$ plutôt que $E_t\{\pi_{t+1}\}$ et x_t .

ENCADRÉ 2

Règles de politique monétaire ¹⁰

Règle A : $i_t = r_t^n + \alpha E_t \{\pi_{t+1}\}$

Règle B : $i_t = r_t^n + E_t \{\pi_{t+1}\} + (E_t \{x_{t+1}\} - x_t) / \sigma + \pi_t$

la courbe de Phillips de la hausse des anticipations d'inflation sur l'inflation courante, et cette stabilisation de l'inflation à chaque date invalide la hausse initiale des anticipations d'inflation.

Ainsi, Clarida, Galí et Gertler (2000) et Lubik et Schorfheide (2004) ont estimé sur la base du modèle néo-keynésien canonique que la règle de politique monétaire suivie par le Système fédéral de réserve américain n'a permis d'éviter des anticipations auto-réalisatrices convergentes qu'à partir de 1979, date de début du mandat de Paul Volcker, et y ont vu une explication de la baisse prononcée de la volatilité macroéconomique aux États-Unis à partir de cette date.

Si elle permet d'éliminer les anticipations auto-réalisatrices convergentes, la règle A avec $\alpha > 1$ laisse cependant ouverte la possibilité d'anticipations auto-réalisatrices divergentes. En effet, lorsque des anticipations auto-réalisatrices divergentes sont en place, une hausse trop modeste du taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme (suite à une hausse des anticipations d'inflation) peut avoir l'effet de stimuler l'activité, validant ainsi la hausse initiale des anticipations d'inflation. Pour le comprendre, il suffit d'observer à partir de l'équation IS et de la règle A avec $\alpha > 1$ qu'une hausse des anticipations d'inflation ($E_t \{\pi_{t+1}\} \uparrow$) entraîne, *via* la hausse du taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme ($i_t - E_t \{\pi_{t+1}\} \uparrow$), une hausse de la variation anticipée de l'écart de production ($E_t \{x_{t+1}\} - x_t \uparrow$) qui implique à son tour soit une baisse de l'écart de production courant ($x_t \downarrow$), soit une hausse de l'écart de production courant ($x_t \uparrow$) accompagnée d'une hausse plus marquée de l'écart de production futur anticipé ($E_t \{x_{t+1}\} \uparrow \uparrow$). Dans ce dernier cas, où les agents privés anticipent un écart de production divergent, la hausse de l'écart de production vient donc valider la hausse initiale des anticipations d'inflation (anticipations auto-réalisatrices divergentes).

De telles anticipations auto-réalisatrices divergentes, orientées à la hausse, peuvent sembler plus à même que les anticipations auto-réalisatrices convergentes d'expliquer la « grande inflation » que les États-Unis ont connue dans les années soixante-dix. Orientées à la baisse, elles peuvent expliquer qu'une économie comme celle du Japon dans les années quatre-vingt-dix ait glissé progressivement vers une situation de trappe à liquidité (Benhabib, Schmitt-Grohé et Uribe, 2001) malgré un assouplissement de la politique monétaire, c'est-à-dire malgré une baisse du taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme : une fois installées, ces anticipations sont difficiles à renverser.

Deux types de règles de politique monétaire de la forme (3) (cf. encadré 1) permettent d'éviter dans une large mesure à la fois les anticipations auto-réalisatrices convergentes et les anticipations auto-réalisatrices divergentes. Le premier type de règles élimine les anticipations auto-réalisatrices convergentes et fait réagir le taux d'intérêt nominal de court terme de manière agressive à certaines variables endogènes de façon à réduire la possibilité d'anticipations auto-réalisatrices divergentes. C'est le cas, par exemple, de la règle A avec un coefficient α élevé ¹¹. Une telle règle implique une forte hausse du taux d'intérêt réel *ex ante* de court terme en réaction à une hausse des anticipations d'inflation et par conséquent élimine la possibilité d'anticipations auto-réalisatrices faiblement divergentes (celles associées à une hausse modérée de l'écart de production futur anticipé), ne permettant ainsi que les anticipations auto-réalisatrices fortement divergentes. Le caractère agressif de ce premier type de règles peut toutefois nuire à la crédibilité et donc à l'efficacité de ces règles pour plusieurs raisons : il peut notamment reporter sur l'économie, en les amplifiant, des erreurs de mesure des variables endogènes par la banque centrale et, selon que les anticipations auto-réalisatrices divergentes

¹⁰ Lorsque $V_u = 0$, ces deux règles sont compatibles avec un taux d'inflation et un écart de production constamment égaux à zéro (situation optimale), mais seule la règle B assure que ce sera effectivement le cas : en effet, n'éliminant pas les anticipations auto-réalisatrices divergentes, la règle A est compatible avec d'autres trajectoires du taux d'inflation et de l'écart de production.

¹¹ Ce coefficient doit plus précisément être à la fois très supérieur à 1 et très inférieur à $1 + 2(1 + \beta)/(\kappa\sigma)$, car une condition nécessaire et suffisante pour que la règle A élimine les anticipations auto-réalisatrices convergentes est $1 < \alpha < 1 + 2(1 + \beta)/(\kappa\sigma)$ (Woodford, 2003a, chap. 4).

sont orientées à la baisse ou bien à la hausse, rapprocher dangereusement le taux d'intérêt nominal de court terme de sa valeur plancher de 0 % ou bien compromettre la stabilité financière ¹².

Le second type de règles, construit et étudié par Loisel (2006), évite ces désagréments par son caractère non agressif. Ces règles cherchent à « déconnecter » les variables courantes des anticipations des agents privés. Un exemple de telles règles est fourni par la règle B de l'encadré 2, qui fait dépendre positivement l'écart entre taux d'intérêt nominal de court terme et taux d'intérêt naturel de trois facteurs : le taux d'inflation courant, le taux d'inflation futur anticipé et la variation future anticipée de l'écart de production. Cette règle élimine toutes les anticipations auto-réalisatrices convergentes et divergentes en isolant l'inflation courante des anticipations des agents privés. En effet, l'insertion de cette règle dans l'équation IS compense exactement l'effet des variables $E_t \{\pi_{t+1}\}$, $E_t \{x_{t+1}\}$ et x_t (quelles que soient leurs valeurs) sur l'inflation courante π_t qui est ainsi déterminée de manière unique ($\pi_t = 0$). Ce raisonnement, conduit à la date suivante, montre qu'il en va de même pour l'inflation future anticipée ($E_t \{\pi_{t+1}\} = 0$), et donc, *via* la courbe de Phillips, pour l'écart de production courant ($x_t = 0$). Comme annoncé ci-dessus, cette règle est par ailleurs non agressive dans la mesure où, contrairement aux coefficients du premier type de règles, ses coefficients (égaux à 1 et $1/\sigma$) ne sont pas élevés.

La capacité de la règle B à éliminer toutes les anticipations auto-réalisatrices convergentes et divergentes n'a été prouvée ci-dessus que dans le cas de référence où la banque centrale a une parfaite

connaissance de la structure du modèle et de la valeur de ses paramètres, en particulier du paramètre σ qui figure dans l'équation IS et dont dépend un des coefficients de cette règle. Loisel (2006) montre cependant que, dans le cas plus réaliste où la banque centrale a une connaissance imparfaite de la structure du modèle et de la valeur de ses paramètres, ce second type de règles élimine encore les anticipations auto-réalisatrices convergentes et les anticipations auto-réalisatrices faiblement divergentes en utilisant les équations structurelles comme point d'appui pour exercer un effet de levier sur les anticipations des agents privés. Enfin, dans le modèle néo-keynésien canonique comme dans la plupart des modèles d'équilibre général dynamiques stochastiques, ce second type de règles est nécessairement de nature « prospective », c'est-à-dire que ces règles conditionnent le taux d'intérêt nominal de court terme aux anticipations des agents privés (dans le but de « déconnecter » les variables courantes de ces anticipations).

Les arguments développés jusqu'à présent concernant la possibilité d'anticipations auto-réalisatrices reposent sur l'hypothèse d'anticipations rationnelles de la part des agents privés. Cette hypothèse, utile comme référence dans un premier temps, peut être relâchée dans un second temps au profit de l'hypothèse plus réaliste d'apprentissage par les agents privés de la structure du modèle et de la valeur de ses paramètres. La littérature correspondante ¹³ a montré, dans le cadre du modèle néo-keynésien canonique notamment, que les anticipations auto-réalisatrices convergentes et divergentes restent possibles sous cette hypothèse avec les règles de politique monétaire communément considérées.

Dans le modèle néo-keynésien canonique comme dans la plupart des modèles macroéconomiques de nouvelle génération dits « modèles d'équilibre général dynamiques stochastiques », la banque centrale peut être confrontée à plusieurs problèmes de crédibilité dans la conduite de sa politique monétaire. Au problème bien connu de biais d'inflation s'ajoutent ainsi les problèmes de biais de stabilisation et d'anticipations auto-réalisatrices, qui peuvent mettre en doute la détermination et la capacité de la banque centrale à influencer le taux d'intérêt nominal de long terme de manière optimale et plus généralement à servir de guide aux anticipations des agents privés. Ces problèmes de crédibilité peuvent être surmontés par une politique monétaire : toujours indépendante, transparente et visant à la stabilité des prix à moyen et long termes ; parfois inertielle ou, de manière équivalente, graduelle, éventuellement prolongée par une communication adéquate sur les perspectives de taux de court terme futurs et réagissant, le cas échéant, aux anticipations des agents privés d'une manière appropriée.

¹² Le modèle néo-keynésien canonique rend compte des deux premiers défauts (mais non du troisième) en faisant apparaître leur effet négatif sur le bien-être social.

¹³ Les références sont citées dans Loisel (2006).

Bibliographie

Barro (R.B.) et Gordon (D.B.) (1983)

"A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy* (91), pp. 589-610

Benhabib (J.), Schmitt-Grohé (S.) et Uribe (M.) (2001)

"The perils of Taylor rules", *Journal of Economic Theory* (96), pp. 40-69

Bernanke (B. S.) (2002)

"Deflation: Making sure «it» doesn't happen here", discours prononcé devant le *National Economists Club*, Washington, D.C., 21 novembre

Bernanke (B.S.) (2004a)

"Gradualism", discours prononcé à un déjeuner d'économie parrainé par la *Federal Reserve Bank of San Francisco* et l'Université de Washington, Seattle, Washington, 20 mai

Bernanke (B.S.) (2004b)

"Central bank talk and monetary policy", discours prononcé à un déjeuner de société de la *Japan Society*, New York, New York, 7 octobre

Bernanke (B.S.), Reinhart (V.R.) et Sack (B.P.) (2004)

"Monetary policy alternatives at the zero bound: An empirical assessment", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, pp. 1-78

Bernanke (B.S.) et Woodford (M.) (1997)

"Inflation forecasts and monetary policy", *Journal of Money, Credit and Banking* (24), pp. 653-684

Clarida (R.), Gali (J.) et Gertler (M.) (1999)

"The science of monetary policy: A New Keynesian perspective", *Journal of Economic Literature* (37), pp. 1661-1707

Clarida (R.), Gali (J.) et Gertler (M.) (2000)

"Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory", *Quarterly Journal of Economics* (115), pp. 147-180

Eggertsson (G. B.) et Woodford (M.) (2003)

"The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pp. 139-211

Fukui (T.) (2003)

"Challenges for monetary policy in Japan", discours prononcé à la réunion de printemps de la *Japan Society of Monetary Economics* à l'occasion de son soixantième anniversaire, Tokyo, Japon, 1^{er} juin

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

"Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy* (85), pp. 473-492

Loisel (O.) (2005)

"Central bank reputation in a forward-looking model", Note d'Études et de Recherche de la Banque de France n° 127

Loisel (O.) (2006)

"Bubble-free interest-rate rules", mimeo

Lubik (T.A.) et Schorfheide (F.) (2004)

"Testing for indeterminacy: An application to U.S. monetary policy", *American Economic Review* (94), n° 1, pp. 190-217

Rogoff (K.) (1985)

"The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target", *Quarterly Journal of Economics* (100), pp. 1169-1190

Trichet (J.-C.) (2005)

"Monetary policy and private expectations", discours prononcé à la conférence Zolotas de la Banque de Grèce, Athènes, Grèce, 25 février

Woodford (M.) (1999)

"Commentary: How should monetary policy be conducted in an era of price stability?", actes du symposium de la *Federal Reserve Bank of Kansas City* "New challenges for monetary policy", pp. 277-316

Woodford (M.) (2003a)

"Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy", *Princeton University Press*

Woodford (M.) (2003b)

"Optimal interest-rate smoothing", *Review of Economic Studies* (70), pp. 861-886

Woodford (M.) (2005a)

"Central bank communication and policy effectiveness",
présenté au symposium de la *Federal Reserve Bank of*
Kansas City "The Greenspan era: lessons for the future",
25-27 août

Woodford (M.) (2005b)

"Robustly optimal monetary policy with near-rational
expectations", mimeo

Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises

Jean-Charles BRICONGNE

Direction des Études et des Statistiques monétaires

Service d'Études et Statistiques des opérations financières

En 2005, les ménages continuent de s'endetter tout en accumulant des actifs financiers. Leur taux d'endettement atteint un plus haut niveau historique. Les sociétés non financières mettent un terme à trois ans de désendettement et doublent leurs utilisations nouvelles nettes de crédits bancaires. Bien qu'en baisse pour la deuxième année consécutive, le besoin de financement des administrations publiques reste important, la dette obligataire de l'État continuant d'augmenter dans d'amples proportions. Au total, l'endettement des agents non financiers s'accroît sensiblement tandis que le recours au crédit se développe aux dépens des émissions de titres ; parmi celles-ci, les émissions obligataires ont la préférence sur les titres de créances négociables.

Encouragée par le bas niveau des taux d'intérêt, l'accumulation des dépôts à vue se renforce à nouveau au détriment des livrets d'épargne. Les flux de placements en titres d'OPCVM s'accroissent, reflétant en particulier le développement de l'assurance-vie en unités de compte. Les agents résidents renforcent leurs acquisitions de titres longs étrangers (actions et obligations) de même que les non-résidents accroissent leurs achats de titres émis par des résidents français.

Mots clés : Comptes financiers nationaux, compte financier provisoire, agents non financiers, ménages, sociétés non financières, administrations publiques, sociétés d'assurance et OPCVM, établissements de crédit, non-résidents, financements et placements, endettement, dépôts, refinancement interbancaire, titres de créance, crédits, actions, titres d'OPCVM, assurance-vie, bons du Trésor, obligations, obligations indexées, livret A, plan d'épargne logement, contrats en euros/unités de compte.

Code JEL : G00

NB : Pour en savoir plus :

« Les comptes de la Nation en 2005 », INSEE première, n° 1077, mai 2006

« Les comptes des administrations publiques en 2005 », INSEE première, n° 1078, mai 2006

I | Les ménages continuent de s'endetter tout en accumulant des actifs financiers

En 2005, le ratio dette des ménages/revenu disponible brut (cf. graphique 1) atteint 64 %. Ce niveau est le plus élevé jamais observé en France. Quant au ratio dette/épargne brute (434,8 %), il dépasse largement son niveau de la fin des années quatre-vingt, période caractérisée elle aussi par le dynamisme des prêts à l'habitat et une envolée des prix immobiliers.

En 2005, la croissance de l'endettement des ménages continue de se renforcer (10,5 %, après 9,9 % en 2004, cf. tableau 1). Le flux net des crédits (crédits nouveaux moins remboursements) s'élève à 69,5 milliards d'euros, après 51,8 milliards en 2004. Ces crédits concernent essentiellement l'habitat ; les crédits à court terme ne représentent que 4,5 % de l'encours total de dette des ménages et leur flux net est en diminution par rapport à 2004 (2 milliards d'euros, après 2,3 milliards).

Tout en intensifiant leur recours au crédit, les ménages continuent d'accumuler des actifs financiers à un rythme soutenu. C'est notamment le cas des placements en contrats d'assurance-vie, dont le flux

Tableau 1 Évolution des crédits à l'économie

(en %)

	2003	2004	2005
Total des crédits à l'économie	3,1	7,0	8,0
dont :			
Crédits aux sociétés non financières	- 2,7	4,8	6,4
Crédits aux ménages	6,8	9,9	10,5
Crédits aux administrations publiques	11,9	3,7	2,5

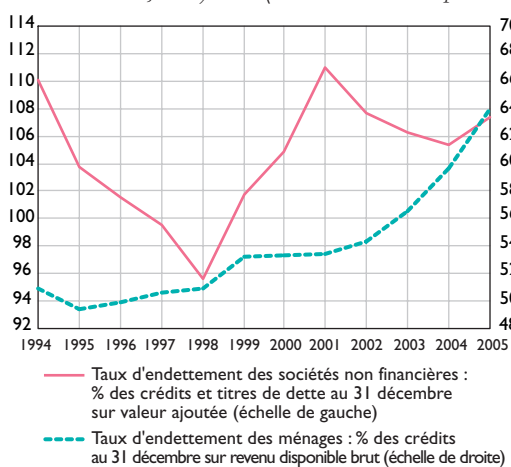
Sources : Comptes nationaux, base 2000, Banque de France (SESOF)

net s'élève à 77,3 milliards d'euros, dépassant ainsi le précédent maximum de 72,5 milliards d'euros, atteint en 1997. Sur les deux dernières années, les placements en contrats libellés en unités de compte redeviennent très significatifs, en raison de la meilleure tenue des marchés boursiers, mais aussi des dispositions nouvelles permettant de transformer un contrat en euros en un contrat multisupports sans perte d'antériorité fiscale.

Les placements directs en actions des ménages se redressent aussi, notamment pour les actions cotées (5,8 milliards d'euros, après - 1 milliard). Ils sont favorisés par des opérations telles que les ouvertures de capital de GDF et d'EDF. En revanche, les ménages restent vendeurs nets de titres d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) : - 1,1 milliard d'euros pour les OPCVM monétaires, + 0,9 milliard pour les OPCVM non monétaires, mais pour un montant nettement plus faible qu'en 2004 (- 8,1 milliards d'euros) (cf. tableau 2). Globalement, les ménages ont réduit quelque peu la formation de dépôts, dont le flux net retombe à 34 milliards d'euros en 2005, après 41,5 milliards en 2004. Les évolutions sont néanmoins très différenciées selon les produits. Les dépôts à vue (cf. tableau 3) s'accroissent fortement, avec des flux nets qui atteignent 20 milliards d'euros, après 14 milliards en 2004. Ce gonflement ne semble pas tant lié à la récente autorisation de rémunération des comptes courants, effective en France depuis le 16 mars 2005, qu'au bas niveau des taux d'intérêt, qui a réduit le coût d'opportunité de détention des dépôts à vue. À moindre échelle, la reprise des flux de placements à échéance vient clore trois années consécutives de décollecte : + 2,2 milliards d'euros, après - 1,6 milliard. À l'inverse, les flux nets de placements à vue¹ tombent à 13,5 milliards d'euros, contre 24,8 milliards l'année précédente. Abaissée de 2,25 % à 2 % au 1^{er} août 2005, la rémunération

Graphique 1 Endettement des ménages et des sociétés non financières (hors actions)

(en % de la valeur ajoutée) (en % du revenu disponible brut)



Sources : Comptes nationaux, base 2000, INSEE, Banque de France (SESOF)

¹ Placements à vue : dépôts inscrits sur un compte ou un livret, qui ne peuvent être mobilisés par chèque (livrets A, CODEVI...)

Tableau 2 Flux d'actions, d'OPCVM et de titres de dette

(en milliards d'euros)

	2003	2004	2005
Actions	129,7	142,1	148,4
Émissions nettes			
Résidents	84,8	82,4	74,7
dont : Établissements de crédit, institutions financières diverses	5,1	0,1	- 1,3
Assurances	1,4	3,9	2,4
Sociétés non financières	81,5	79,6	70,0
Reste du monde (émissions nettes souscrites par les résidents)	44,9	59,7	73,7
Acquisitions nettes			
Résidents	107,5	124,4	105,9
dont : Établissements de crédit, institutions financières diverses	37,2	41,6	12,9
Assurances	- 2,8	7,2	1,7
OPCVM	7,2	6,6	17,1
Administrations publiques	10,9	- 1,9	4,0
Ménages	25,4	14,6	21,3
Sociétés non financières	31,9	56,0	49,0
Reste du monde	22,1	17,7	42,5
Souscriptions de titres d'OPCVM	79,8	83,5	111,3
OPCVM monétaires	23,6	24,6	31,9
dont : Ménages	- 1,7	- 2,1	- 1,1
Sociétés non financières	12,4	11,6	8,6
Assurances	4,9	2,8	0,3
OPCVM	5,5	7,3	12,4
OPCVM non monétaires	56,3	58,9	79,4
dont : Ménages	2,9	- 6,0	0,9
Établissements de crédit, institutions financières diverses	9,7	11,8	12,4
Sociétés non financières	3,4	- 2,4	- 2,4
Assurances	14,7	25,1	38,6
Reste du monde	9,4	11,0	7,2
OPCVM	11,6	13,3	22,9
Obligations	91,4	88,1	163,4
Émissions nettes			
Résidents	34,1	20,6	59,6
dont : Établissements de crédit, institutions financières diverses	- 11,9	4,4	12,4
Administrations publiques	37,9	42,2	58,9
Sociétés non financières	6,7	- 25,9	- 12,5
Reste du monde (émissions nettes souscrites par les résidents)	57,3	67,5	103,7
Acquisitions nettes			
Résidents	24,3	48,2	103,0
dont : Établissements de crédit, institutions financières diverses	4,1	15,8	3,9
OPCVM	5,8	17,5	42,1
Assurances	30,7	31,3	49,8
Reste du monde	67,1	39,9	60,4
Titres de créances négociables	194,9	190,8	97,2
Émissions nettes			
Résidents	123,3	124,5	63,8
dont : Établissements de crédit, institutions financières diverses	54,9	76,1	43,9
Administrations publiques	46,0	30,9	5,8
Sociétés non financières	20,0	19,9	14,0
Reste du monde (émissions nettes souscrites par les résidents)	71,6	66,3	33,4
Acquisitions nettes			
Résidents	97,2	123,4	24,5
dont : Établissements de crédit, institutions financières diverses	43,0	36,6	22,2
Sociétés non financières	17,8	46,0	3,4
OPCVM non monétaires	17,5	17,8	5,1
OPCVM monétaires	18,8	11,5	- 7,3
Reste du monde	97,7	67,3	72,7
Total	495,7	504,5	520,3

Sources : Comptes nationaux, base 2000, Banque de France — DESM — SESOF

Tableau 3 Principaux éléments financiers sur les sociétés non financières et les ménages

(en milliards d'euros)

	2003	2004	2005
Total des flux de financements des sociétés non financières	94,5	98,1	107,0
Total des flux de dettes	13,0	18,5	37,0
Titres de créances négociables et assimilés	20,0	19,9	14,0
Obligations et assimilés	6,7	- 25,9	- 12,5
Crédits des institutions financières aux sociétés non financières	- 13,7	24,4	35,5
Actions et autres participations	81,5	79,6	70,0
Total des flux de placements des ménages	102,4	116,1	165,7
Monnaie fiduciaire	3,4	3,1	4,1
Dépôts à vue	5,1	14,0	20,0
Placements à vue (livrets A, bleus, jeunes, livrets d'épargne populaire...)	27,3	24,8	13,5
Placements à échéance (comptes à terme)	- 9,6	- 1,6	2,2
Épargne contractuelle	10,2	4,2	- 1,8
Placements en assurance-vie	56,5	67,6	77,3
Obligations	- 10,1	- 0,1	- 2,5
OPCVM monétaires	- 1,7	- 2,1	- 1,1
OPCVM non monétaires	2,9	- 6,0	0,9
Actions cotées	1,3	- 1,0	5,8

Source : Comptes nationaux base 2000, Banque de France – DESM – SESOF

des livrets A et livrets bleus est devenue moins incitative pour les transferts des dépôts à vue vers ces supports et les autres instruments d'épargne réglementée. Quant au flux d'épargne contractuelle (plans d'épargne logement — PEL — et plans d'épargne populaire — PEP — bancaires essentiellement), il devient négatif pour la première fois depuis 2001 (- 1,8 milliard d'euros). Cette décollecte s'explique notamment par l'anticipation du changement des règles d'assujettissement aux prélèvements fiscaux et sociaux des PEL parvenus à échéance, qui a entraîné de nombreuses clôtures de plans.

2| L'endettement bancaire des sociétés non financières reprend

En 2005, l'augmentation du besoin de financement des sociétés non financières (SNF) s'accompagne d'un net rebond de leur flux d'endettement (37 milliards d'euros, après 18,5 milliards). Celui-ci reste néanmoins très en deçà de son niveau record de l'année 2000 (75,8 milliards d'euros). Stimulée par le bas niveau des taux d'intérêt et des primes de risque, cette reprise conduit à un accroissement significatif de la dette

des sociétés non financières par rapport à leur valeur ajoutée (107,4 %, après 105,3 %), marquant la fin de la phase de désendettement amorcée à partir de 2001 (cf. graphique 1).

La reprise de l'endettement des sociétés non financières recouvre essentiellement une intensification de leur recours aux emprunts bancaires, dont les flux nets s'élèvent à 35,5 milliards d'euros en 2005, après 24,4 milliards. Cette reprise est encouragée par une offre de crédit plutôt accommodante, du fait d'une concurrence de plus en plus vive entre établissements prêteurs. En revanche, les émissions nettes de titres de créances négociables (TCN)² des sociétés non financières sont en diminution (14 milliards d'euros, après 19,9 milliards). En net contraste par rapport à la période 1995-2003, les émissions nettes d'obligations sont à nouveau fortement négatives, mais dans une moindre mesure qu'en 2004 (- 12,5 milliards d'euros, après - 25,9 milliards).

Les émissions nettes d'actions par les sociétés non financières diminuent par rapport à l'année précédente (70 milliards d'euros, après 79,6 milliards), de même que leurs achats nets d'actions (49 milliards d'euros, après 56 milliards). Le solde entre actions émises et achetées par ce secteur ne se réduit que légèrement (21,1 milliards d'euros, après 23,6 milliards).

2 TCN (titres de créances négociables) : titres de dette à court et à moyen termes

Les flux de placements des sociétés non financières autres que les actions témoignent de modifications importantes des comportements : les portefeuilles de titres de créances négociables et de titres d'OPCVM monétaires s'allègent au profit des obligations (3,3 milliards d'euros, après - 19,1 milliards) et des dépôts (16,3 milliards d'euros, après 5,3 milliards), notamment des dépôts à vue.

3| Baisse du besoin de financement des administrations publiques

Le besoin de financement des administrations publiques (APU) reste important (- 50 milliards d'euros en 2005) mais connaît une baisse plus marquée que l'année précédente (- 60,7 milliards d'euros en 2004, après - 66,3 milliards en 2003). Son repli est principalement imputable à la réduction du besoin de financement des administrations de sécurité sociale. En revanche, l'État ne réduit que légèrement le sien (- 51,8 milliards d'euros, après - 52,8 milliards) tandis que la capacité de financement des organismes divers d'administration centrale (ODAC) s'amenuise (7,4 milliards d'euros, après 10,3 milliards).

Pour se financer, l'État continue de privilégier les émissions d'obligations (42,6 milliards d'euros, montant le plus élevé des dix dernières années) par rapport à celles de bons du Trésor (3,2 milliards d'euros, après 4,7 milliards) : il tire ainsi parti du profil de la courbe des rendements et du niveau remarquablement bas des taux d'intérêt à long terme, tout en répondant à la demande croissante des investisseurs pour des instruments de placement à long terme ou à très long terme. Rompant avec la politique de réduction de la durée de vie moyenne de la dette publique suivie jusqu'en 2003, l'État va ainsi jusqu'à émettre une obligation assimilable du Trésor (OAT) à 50 ans. Pour abaisser ses coûts de financement, il continue également de recourir largement aux émissions d'obligations indexées, qui représentent en 2005 près de 25 % du volume global des émissions brutes d'OAT. Ces émissions sont en grande partie souscrites par les non-résidents, qui détiennent désormais 49,7 % de l'encours global d'OAT.

Le besoin de financement des administrations de sécurité sociale diminue fortement (- 3,8 milliards d'euros, après - 15,9 milliards). De ce fait, elles réduisent à 12,2 milliards d'euros, après 20,6 milliards leurs utilisations nouvelles de crédits à court terme, notamment des avances de la Caisse des dépôts et consignations. Par ailleurs, le montant de la dette de l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS) ³ repris par la CADES ⁴ s'élève à 6,6 milliards d'euros en 2005, après 35 milliards en 2004.

Enfin, comme en 2004, les administrations publiques locales ont un léger besoin de financement (- 1,8 milliard d'euros), plus que couvert par des emprunts bancaires (4,5 milliards d'euros).

4| Les sociétés d'assurance et les OPCVM achètent des montants élevés d'obligations

Réalisant une abondante collecte en assurance-vie (cf. *supra*), les sociétés d'assurance investissent massivement en obligations (49,8 milliards d'euros, soit 48,3 % des achats des résidents) et réduisent fortement leurs achats de titres de créances négociables (0,2 milliard d'euros, après 7,3 milliards) et de titres d'OPCVM monétaires (0,3 milliard d'euros, après 2,8 milliards). En liaison avec le développement des flux de souscriptions de contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte (17,7 % des flux totaux), elles continuent de renforcer leurs flux de placements en titres d'OPCVM non monétaires (38,6 milliards d'euros, après 25,1 milliards d'euros) et en actions cotées (3,2 milliards d'euros, après 0,5 milliard).

Les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM monétaires augmentent (31,9 milliards d'euros, après 24,6 milliards), émanant de plus en plus des OPCVM résidents. Les souscriptions nettes de titres d'OPCVM non monétaires sont également en forte hausse (79,4 milliards d'euros, après 58,9 milliards). Elles proviennent essentiellement des sociétés d'assurance et, dans une moindre mesure, des OPCVM. Ces derniers

³ ACOSS : Agence centrale des organismes de sécurité sociale, qui gère leur trésorerie

⁴ CADES (Caisse d'amortissement de la dette sociale) : ODAC (Organisme divers d'administration centrale) chargé d'apurer la dette de la Sécurité sociale

achètent par ailleurs des montants élevés d'obligations (42,1 milliards d'euros), ainsi que des montants appréciables d'actions (17,1 milliards d'euros).

5| Les établissements de crédit intensifient leur distribution de prêts

Les flux de dépôts des agents non financiers auprès des établissements de crédit et des institutions financières diverses (IFD) ⁵ varient peu (49,2 milliards d'euros, après 51,4 milliards). De même, le solde de refinancement des établissements de crédit auprès d'institutions financières du Reste du monde, de la Banque centrale et des OPCVM augmente peu (44,8 milliards d'euros, après 40,6 milliards en 2004). Les émissions de titres de créances négociables sont en baisse sensible (43,9 milliards d'euros, après 76,1 milliards). En revanche, comme pour les administrations publiques, les émissions d'obligations se renforcent (12,4 milliards d'euros, après 4,4 milliards).

Par rapport à l'année précédente, les établissements de crédit réduisent sensiblement leurs acquisitions de titres, qu'il s'agisse d'actions (12,9 milliards d'euros, après 41,6 milliards), d'obligations (3,9 milliards d'euros, après 15,8 milliards) ou de titres de créances négociables (22,2 milliards d'euros, après 36,6 milliards). Les flux d'achats de titres d'OPCVM non monétaires sont les seuls à progresser légèrement (12,4 milliards d'euros, après 11,8 milliards). En revanche, les crédits accordés sont en forte augmentation, à long terme (102,4 milliards d'euros, après 70,3 milliards) comme à court terme (40,3 milliards d'euros, après 6,3 milliards), au profit principalement des ménages et, dans une moindre mesure, des sociétés non financières (cf. *supra*).

6| Le mouvement d'internationalisation des portefeuilles se poursuit

Les émissions nettes d'obligations par les résidents (59,6 milliards d'euros, après 20,6 milliards) augmentent de façon marquée (cf. tableau 2), tout comme d'ailleurs les acquisitions d'obligations étrangères par les résidents (103,7 milliards d'euros, après 67,5 milliards).

Les établissements de crédit se désengagent des placements obligataires. Ce mouvement est largement compensé par l'augmentation des investissements des sociétés d'assurance et des OPCVM non monétaires sur ce segment. Le Reste du monde reste toutefois le premier acquéreur d'obligations émises par des résidents.

Les flux d'émission d'actions des sociétés non financières, des sociétés d'assurance ou des établissements de crédit sont en légère baisse. Cela n'empêche pas les non-résidents d'augmenter fortement leurs achats d'actions émises par des résidents (42,5 milliards d'euros, après 17,7 milliards en 2004), ce qui compense largement les moindres acquisitions des résidents.

En solde, les résidents sont acheteurs nets de titres à long terme : obligations (43,4 milliards d'euros, après 27,6 milliards) et actions (31,2 milliards d'euros, après 42 milliards). En contrepartie, le Reste du monde accorde des financements nets aux résidents sous forme de prêts interbancaires (53 milliards d'euros) et par des acquisitions de titres de créances négociables, dont le flux augmente fortement (39,3 milliards d'euros, après 1 milliard). Sont tout particulièrement concernés les bons du Trésor français, de plus en plus majoritairement détenus par le Reste du monde (près des trois quarts de l'encours à fin 2005).

⁵ IFD (Institutions financières diverses) : sous-secteur de la comptabilité nationale constitué d'intermédiaires financiers autres que les IFM (Institutions financières monétaires : outre la Banque de France et les OPCVM monétaires, elles incluent les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations) et les sociétés d'assurance.

La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005

Jean-Guillaume POULAIN

Direction de la Balance des paiements

Service des Mouvements de capitaux extérieurs

Au 31 décembre 2005, les non-résidents détenaient 46,4 % de la capitalisation boursière des principales sociétés françaises¹. Après une stabilisation en 2004, le taux de détention a progressé de 2 points en 2005. Il s'agit de la plus forte hausse depuis quatre ans.

Dans un contexte de bénéfices record annoncés et réalisés en 2005, l'indice CAC 40 a progressé de 23,4 % sur l'année, encourageant les investissements de portefeuille des non-résidents en actions françaises. En effet, les flux d'acquisitions nets sur les titres de l'échantillon retenu pour cette étude se sont élevés à 24,5 milliards d'euros (sur un total de 29 milliards d'achats d'actions hors titres d'OPCVM par les non-résidents) en 2005, d'après les dernières données de balance des paiements². Une part importante de ces flux tient aux nombreuses opérations de fusions et acquisitions à l'étranger effectuées en 2005, dont certaines ont été en partie financées par échanges de titres. C'est le même mécanisme qui a été à l'origine de la forte augmentation du taux de détention du capital des principales sociétés françaises par les non-résidents entre 1999 et 2000³.

Depuis trois ans, ce sont les investisseurs de la zone euro qui ont vu leur taux de détention des principales sociétés françaises progresser le plus fortement, son augmentation (2,9 points) représentant les trois quarts de la hausse globale. Ils confortent ainsi leur place de premiers investisseurs non-résidents dans ces sociétés (détenant environ 20 % de la capitalisation boursière), devant les investisseurs américains (14,6 %) et britanniques (5,8 %).

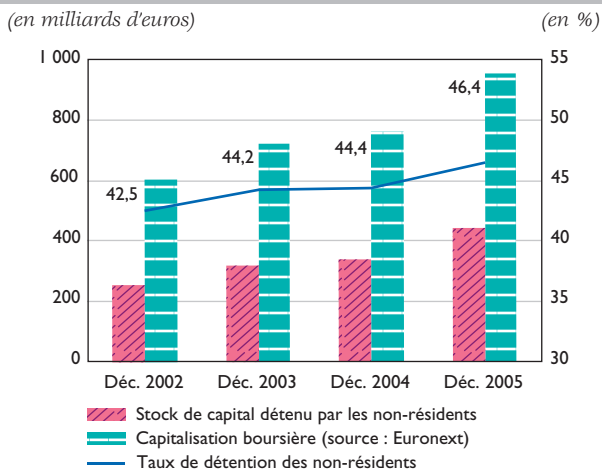
Mots-clés : marchés boursiers, investissements de portefeuille, taux de détention, non-résidents, CAC 40, fusions et acquisitions

Codes JEL : F21, F23, F36, G15, G34

¹ L'échantillon retenu pour cette étude est composé de 37 entreprises résidentes (EADS, Arcelor, Dexia et ST Microelectronics sont des entreprises dont le siège social n'est pas situé en France) étant ou ayant été dans l'indice CAC 40 depuis 2002 et représentant environ 95 % de la capitalisation flottante des entreprises incluses dans l'indice au 30 décembre 2005. Toutes les évolutions présentées dans cet article sont calculées à échantillon constant, sauf indication contraire. Le taux de détention, mis à jour annuellement, figure également en page S10 du cahier Statistiques.

² Inversement, en 2005, les résidents français ont acquis pour 29,9 milliards d'euros d'actions hors OPCVM émises à l'étranger au titre d'investissements de portefeuille.

³ Cf. l'article « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 de 1997 à 2002 », J.G. Poulain, Bulletin de la Banque de France d'avril 2004, disponible sur Internet : http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu124_1.pdf

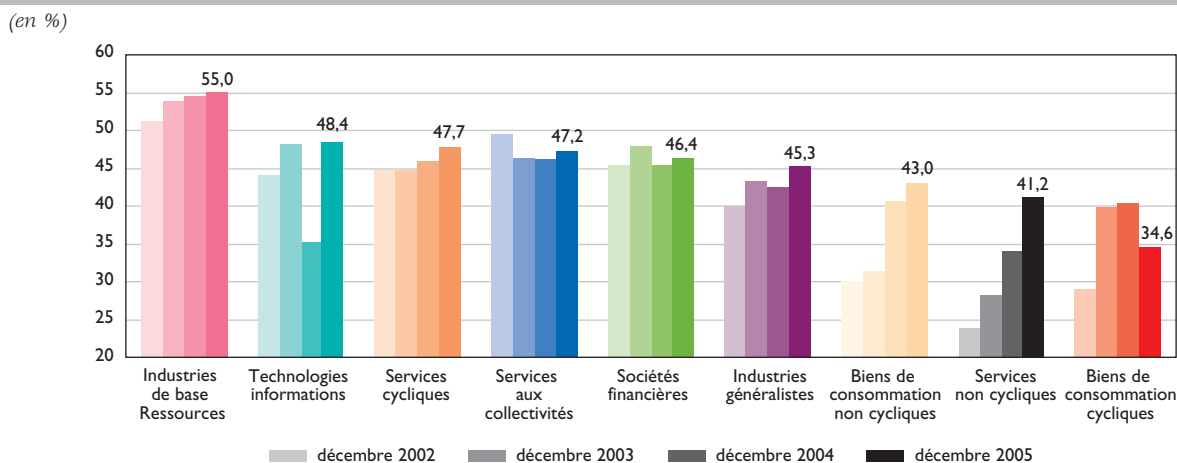
Graphique 1 Taux de détention du capital des principales sociétés françaises par les non-résidents

Sur les 37 valeurs de l'échantillon, 16 sont désormais détenues à plus de 50 % par les non-résidents, contre 13 l'an dernier et 10 en 2002. En outre,

les non-résidents ont augmenté leur exposition sur 24 des 37 valeurs en 2005. Néanmoins, aucun nouvel investissement direct ⁴ étranger dans l'une des sociétés de l'échantillon n'a été constaté : le stock de titres détenu par des non-résidents correspond donc toujours à hauteur de 97 % à des investissements de portefeuille ⁵.

I | Ventilation sectorielle

À l'exception des entreprises du secteur des biens de consommation cycliques sur lequel les non-résidents ont réduit leur exposition (- 5,7 points à 34,6 %), la hausse du taux de détention par les non-résidents a concerné tous les secteurs. Les progressions les plus marquées ont été relevées pour les secteurs des technologies de l'information (+ 13,2 points à 48,4 %) et des services non cycliques (+ 8,1 points à 41,2 %).

Graphique 2 Taux de détention du capital des principales sociétés françaises par les non-résidents par secteurs d'activité

Note : Les sociétés de l'échantillon ont été réparties par secteur d'activité selon la classification utilisée par Euronext.

⁴ On classe en investissements de portefeuille les investissements à la suite desquels le capital détenu par un investisseur reste inférieur à 10 % de la capitalisation boursière totale d'un titre. Lorsque la part du capital détenu dépasse 10 %, on parle d'investissement direct.

⁵ Lorsqu'une société française réalise l'acquisition d'une cible étrangère et qu'une partie de l'opération est financée par échange de titres, la part de la capitalisation boursière de l'acquéreur acquise par un précédent détenteur de titres de la cible ne dépasse en pratique quasiment jamais le seuil de 10 %. Par conséquent, lorsqu'une société française réalise un investissement direct à l'étranger, l'augmentation de la détention de son capital par des non-résidents correspond généralement à des investissements de portefeuille.

2| Ventilation géographique

Il est possible d'estimer la ventilation géographique des détenteurs finaux non résidents des actions des sociétés de l'échantillon à partir des résultats de l'enquête CPIS⁶. En raison du délai de 15 mois nécessaire à l'établissement des résultats de l'enquête par le FMI, les données à fin 2005 ne sont pas encore disponibles. Néanmoins, en appliquant au taux de détention par les non-résidents la dernière ventilation géographique des détenteurs d'actions françaises issue de l'enquête à fin 2004, les résidents des pays de

la zone euro détiendraient environ 20 % du capital des principales sociétés françaises, ceux des États-Unis 14,6 % et ceux du Royaume-Uni 5,8 % à fin 2005.

3| Influence des changements de composition du CAC 40

Les analyses précédentes ont été effectuées à partir de l'échantillon stable de 37 valeurs défini initialement. On peut également raisonner sur un échantillon de taille fixe mais dont la composition suivrait les entrées et sorties de l'indice CAC 40, un « CAC 36 » excluant les 4 sociétés non résidentes (Arcelor, Dexia, EADS, ST Microelectronics) et rassemblant à chaque instant les 36 valeurs résidentes de l'indice.

Entre fin 2004 et fin 2005, les changements de périmètre ont été constitués par les sorties de Sodexho, Casino et TF1 et les entrées d'Essilor, GDF et EDF. Malgré l'augmentation du taux de détention du capital des sociétés présentes dans l'indice au cours des deux années, ces mouvements ont fait passer le taux de détention du « CAC 36 » par les non-résidents de 44,3 % à 43,3 % entre fin 2004 et fin 2005. En effet, les deux dernières sociétés entrées dans la composition de l'indice étaient précédemment détenues à 100 % par l'État qui conserve toujours une part largement majoritaire de leur capital.

Tableau I Ventilation géographique estimée des détenteurs du capital des principales sociétés françaises

(en %)

	Taux de détention à fin 2002	Taux de détention à fin 2005	Variation
Résidents	57,5	53,6	- 3,9
Non-résidents	42,5	46,4	3,9
Zone euro	17,0	19,9	2,9
États-Unis	12,8	14,6	1,8
Royaume-Uni	6,3	5,8	- 0,5
Autres pays	6,4	6,1	- 0,3

Note : Parmi les autres pays, on distingue en particulier le Japon, la Suisse et le Canada, dont le taux de détention avoisine 1 %. Aucune évolution notable n'est à souligner concernant la détention des « autres pays ».

⁶ Coordonnée au niveau mondial par le FMI, l'enquête CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) sur les investissements de portefeuille transfrontières permet à chaque pays déclarant ses stocks de titres étrangers (actions, obligations, instruments de marché monétaire) de connaître la nationalité des détenteurs finaux des titres émis par ses résidents.

Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004

Bruno TERRIEN

Joëlle TINGUELY

Direction de la Balance des paiements

À la fin de l'année 2004, la position nette d'investissements directs de la France avec l'étranger s'élevait à 154,0 milliards d'euros en valeur comptable, soit 9,4 % du PIB. Elle s'inscrivait en repli de 1,8 milliard par rapport à fin 2003 où elle atteignait 155,8 milliards. Cette quasi-stabilité résulte d'une progression équivalente, bien que pour des raisons différentes, des avoirs et des engagements en investissements directs de la France.

Ainsi, le stock des investissements directs français à l'étranger est passé de 573,6 milliards d'euros fin 2003 à 608,8 milliards fin 2004. Cette progression des avoirs français à l'étranger de 35,2 milliards s'explique principalement par les flux d'investissements directs sortants qui se sont élevés à 45,9 milliards en 2004. Ces flux ont été en partie compensés par la dépréciation des avoirs libellés en devises (– 7,4 milliards d'euros), l'euro s'étant globalement apprécié.

Si la progression du stock d'investissements directs étrangers en France est du même ordre de grandeur (37,1 milliards), la part qui revient aux flux s'avère bien moindre puisque la France n'a attiré que 25,3 milliards de nouveaux investissements directs en provenance de l'étranger. L'impact des effets de change dans cette variation est limité à 1 milliard d'euros, compte tenu d'une faible proportion d'engagements des groupes résidents libellés en devises. La valeur du stock d'investissements directs a progressé plus que ne le laissaient attendre les flux d'investissements directs et l'impact des variations de change, car certains désinvestissements étrangers en France, portant sur des titres cotés et donc mesurés en valeur de marché, ont davantage contribué à réduire le montant des flux nets qu'ils n'ont pesé sur les stocks.

Mots-clés : position extérieure, investissements directs, IDE

Code JEL : F21

NB : La version intégrale de la note est disponible sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr) dans la rubrique Balance des paiements et position extérieure de la France de l'onglet Statistiques et enquêtes. Les flux révisés de l'année 2004 et ceux de l'année 2005 seront publiés dans le Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France à paraître en juin 2006 sur le site Internet de la Banque de France.

I | Les stocks d'investissements directs français à l'étranger : une progression de 6 % en valeur comptable

La valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger a progressé de 6 % entre fin 2003 et fin 2004, passant de 573,6 milliards d'euros à 608,8 milliards. Cette progression tient aux flux nets d'investissements directs français à l'étranger, qui ont atteint 45,9 milliards en 2004. Les effets de change et des valeurs d'acquisition supérieures aux valeurs des fonds propres pour certains actifs ont en revanche joué en sens inverse.

Les variations de change ont pesé négativement sur la valorisation comptable des avoirs détenus dans des

devises qui se sont dépréciées par rapport à l'euro. En effet, en 2004, l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain et du yen, qui ont cédé respectivement plus de 7 % et plus de 3 %. Au total, les stocks d'investissements directs en valeur comptable ont été dévalués de 7,4 milliards en 2004 en raison de la dépréciation des devises par rapport à l'euro.

Le second élément expliquant la moindre progression de la valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger par rapport aux flux tient au fait que les valeurs d'acquisition de certains actifs (telles qu'elles sont reprises dans les flux) ont été supérieures aux valeurs des fonds propres de ces mêmes actifs (mode de valorisation retenu pour les stocks). Cet effet est cependant demeuré d'ampleur limitée en 2004 puisqu'il a été de 3,2 milliards (contre 13,5 milliards l'année précédente).

ENCADRÉ I

Stocks des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2004

Le stock d'investissements directs à l'étranger détenu par les entreprises résidentes, industrielles et commerciales, compagnies d'assurance et établissements de crédit, est évalué grâce à une enquête annuelle réalisée par la Banque de France.

Selon cette source unique, le stock d'investissements directs à l'étranger s'élève à fin 2004 à 608,8 milliards d'euros en valeur comptable, contre 573,6 milliards à fin 2003 (données révisées). La progression du stock imputable aux nouveaux investissements directs français à l'étranger (enregistrés dans les flux de balance des paiements pour 45,9 milliards en 2004) a été compensée en partie par la dépréciation des investissements directs libellés en devises (– 7,4 milliards d'euros), ainsi que par d'autres variations liées principalement aux différences entre valeur comptable (unité de mesure du stock) et valeur de marché (dans laquelle les flux sont exprimés).

Le stock 2004 se décompose comme suit (en milliards d'euros et en pourcentage du total) :

• capitaux propres (hors investissements immobiliers) :	393,9	(64,7 %)
• prêts et placements entre affiliés :	204,3	(33,6 %)
• investissements immobiliers :	10,6	(1,7 %)
	<u>608,8</u>	<u>(100,0 %)</u>

Estimation du stock à fin 2005

Compte tenu du délai nécessaire à l'établissement et au traitement des documents comptables arrêtés au 31 décembre 2005, les stocks définitifs à fin 2005 ne seront pas disponibles avant mai 2007. On peut observer cependant que l'année 2005 s'est traduite à la fois par une forte progression des flux d'investissements directs français à l'étranger (93,0 milliards d'euros en 2005, contre 45,9 milliards en 2004) et par une appréciation des principales devises (et notamment du dollar) vis-à-vis de l'euro (dont l'impact sur les stocks est évalué à + 20,2 milliards d'euros). Ces deux éléments permettent d'estimer la valeur comptable du stock d'investissements directs français à l'étranger à environ 720 milliards à la fin de l'année 2005 (soit une progression de 18 %). Une estimation des stocks d'investissements directs en valeur de marché à fin 2005 sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France de juin 2006, dans le cadre d'un article consacré à la position extérieure de la France.

2| Progression des stocks d'investissements directs étrangers en France de près de 9 %

À fin 2004, le stock d'investissements directs étrangers en France en valeur comptable s'élevait à 454,9 milliards d'euros (contre 417,8 milliards à fin 2003), soit une progression de près de 9 %. Cette augmentation correspond dans une large mesure aux flux d'investissements de 28,1 milliards que la France a attirés en 2004.

À l'inverse toutefois de ce que l'on a pu constater pour les investissements français à l'étranger, la valeur comptable des stocks d'investissements directs étrangers en France a progressé davantage que ne le laissent envisager les flux. À titre d'illustration, on peut citer le cas d'un désinvestissement étranger en France dans le secteur de la pharmacie, consécutif à une opération de fusion-acquisition : la transaction, évaluée en valeur de marché, s'est traduite par un flux de désinvestissement significatif, alors que l'annulation de la valeur comptable enregistrée dans les stocks à fin 2003 a eu un effet beaucoup plus faible, en raison de la sous-évaluation de la valeur comptable par rapport à la valeur de marché.

ENCADRÉ 2

Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2004

Le stock d'investissements directs étrangers en France est évalué à partir des données comptables des entreprises résidentes collectées par la Banque de France (Direction des Entreprises pour le secteur industriel et commercial et Secrétariat général de la Commission bancaire pour le secteur bancaire et financier) et par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (Commission de contrôle des assurances pour le secteur des assurances).

Selon ces sources, le stock d'investissements directs étrangers en France s'établit à fin 2004 à 454,9 milliards d'euros en valeur comptable, contre 417,8 milliards à fin 2003. Cette augmentation de 37,1 milliards reflète à la fois les nouveaux investissements étrangers en France enregistrés dans les flux de balance des paiements (+ 25,3 milliards), la dépréciation monétaire relative aux dettes libellées en devises des entreprises résidentes auprès de leurs affiliés étrangers (– 1 milliard), mais aussi les actualisations de valeur comptable sur une base plus proche de la valeur de marché survenues à la suite de transactions d'investissements directs (+ 12,8 milliards).

Le stock 2004 se décompose de la façon suivante (en milliards d'euros et en pourcentage du total) :

• capitaux propres (hors investissements immobiliers) :	225,9	(49,6 %)
• prêts et placements entre affiliés :	178,2	(39,2 %)
• investissements immobiliers :	50,8	(11,2 %)
	454,9	(100,0 %)

Estimation du stock à fin 2005

Compte tenu du délai nécessaire à l'établissement et au traitement des documents comptables arrêtés au 31 décembre 2005, les stocks définitifs à fin 2005 ne seront pas disponibles avant mai 2007. Le regain constaté sur le marché français des fusions acquisitions a contribué à la forte progression des flux d'investissements directs étrangers en France en 2005 qui se sont élevés à 51,1 milliards d'euros, contre 25,3 milliards en 2004. Aussi est-il possible d'estimer que la valeur comptable du stock d'investissements directs étrangers en France devrait s'établir à un peu moins de 510 milliards d'euros à fin 2005 (soit une progression de près de 12 %), compte tenu des nouveaux investissements directs étrangers en France enregistrés dans les flux de balance des paiements (+ 51,1 milliards) et de l'appréciation relative aux dettes libellées en devises, et plus particulièrement en dollars, des entreprises résidentes auprès de leurs affiliés étrangers (+ 2,6 milliards). Une estimation de la valeur de marché des stocks d'investissements directs étrangers en France à fin 2005 sera publiée dans le Bulletin de la Banque de France de juin 2006 dans le cadre d'un article consacré à la position extérieure de la France.

L'impact de l'appréciation de l'euro est évidemment bien plus faible que dans le cas des investissements français à l'étranger. Les investissements en capitaux propres effectués en France par des entreprises non résidentes sont en effet réalisés en euros et ne sont donc pas affectés par les variations du change. La part des emprunts en euros des sociétés affiliées résidentes est, quant à elle, nettement supérieure à celle des sociétés affiliées non résidentes. Au total, l'effet de la dépréciation des engagements exprimés en devises sur le stock d'investissements étrangers en France est limité à 1 milliard d'euros.

3| Quasi-stabilité de la position nette en valeur comptable pour les investissements directs

La position nette d'investissements directs de la France avec l'étranger à fin 2004 s'élevait à 154,0 milliards d'euros en valeur comptable, soit 9,4 % du PIB. Elle est demeurée quasiment stable par rapport à fin 2003 où elle atteignait 155,8 milliards (soit 9,8 % du PIB). Le tableau présente les évolutions de la position nette et de ses composantes.

Tableau I Position nette en valeur comptable des investissements directs et des composantes

(en milliards d'euros)

	Stocks 2003	Flux 2004	Variations dues au change	Autres variations (a)	Stocks 2004
Investissements directs français à l'étranger	573,6	+ 45,9	- 7,4	- 3,2	608,8
Capitaux propres et investissements immobiliers	380,1	+ 36,4	- 4,4	- 7,5	404,5
Prêts et placements entre affiliés	193,5	+ 9,5	- 2,9	+ 4,2	204,3
Investissements directs étrangers en France	417,8	+ 25,3	- 1,0	+ 12,8	454,9
Capitaux propres et investissements immobiliers	267,4	+ 9,0	–	+ 0,2	276,6
Prêts et placements entre affiliés	150,4	+ 16,2	- 1,0	+ 12,6	178,2
Position nette en investissements directs	155,8	+ 20,6	- 6,4	- 16,0	154,0
Capitaux propres et investissements immobiliers	112,7	+ 27,4	- 4,4	- 7,7	127,9
Prêts et placements entre affiliés	43,1	- 6,7	- 1,9	- 8,4	26,1

* Ces variations regroupent l'ensemble des évolutions de la position qui ne sont dues ni aux flux d'investissements directs, ni aux variations du taux de change. Le stock 2004 est ainsi égal au stock 2003 auquel on ajoute les flux de 2004, les variations dues au change et les autres variations. Il faut noter qu'à partir de 2004, les prêts subordonnés des établissements bancaires, précédemment classés dans les capitaux propres car leur étant assimilables, sont désormais classés dans les prêts : ce reclassement explique une partie significative des « autres variations » constatées sur les prêts, aussi bien français à l'étranger qu'étrangers en France, qui augmentent sans flux correspondant. Inversement, les capitaux propres se voient diminués du montant de ces prêts subordonnés. C'est pourquoi, les « autres variations » positives sur les prêts français à l'étranger compensent en partie celles calculées sur les capitaux propres. Quant aux investissements étrangers en France, les « autres variations » constatées sur les prêts résultent essentiellement de ce reclassement.

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'obligations et d'actions cotées 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 19 mai.

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

(données cvs)

	2005			2006			
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	-9	17	5	14	7	20	-2
Biens intermédiaires	-7	14	1	11	8	15	1
Biens d'équipement	2	17	19	12	11	24	5
Industrie automobile	-40	37	-12	28	-9	21	2
Biens de consommation	-8	18	11	17	7	20	-8
Industries agricoles et alimentaires	0	15	4	7	13	11	-9
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	16	9	14	11	16	12	14
Biens intermédiaires	12	9	14	7	11	12	15
Biens d'équipement	15	20	22	20	27	24	23
Industrie automobile	7	-19	14	1	14	-7	-3
Biens de consommation	25	18	18	12	14	16	20
Industries agricoles et alimentaires	14	4	2	15	10	7	14
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	-6	15	5	10	11	27	-2
Étrangères	1	18	5	11	11	26	3
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	7	8	9	14	17	21	17
Biens intermédiaires	0	8	5	9	6	11	8
Biens d'équipement	34	38	44	43	45	53	48
Biens de consommation	11	12	10	13	19	21	18
Industries agricoles et alimentaires	-7	-3	-6	2	4	5	2
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	5	4	4	5	4	7	6
Biens intermédiaires	5	2	2	2	0	1	5
Biens d'équipement	8	5	8	3	4	4	4
Industrie automobile	5	4	2	10	12	28	22
Biens de consommation	2	2	1	10	6	10	8
Industries agricoles et alimentaires	7	6	8	9	5	8	-1
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	83,3	83,8	82,5	84,2	84,1	84,7	84,3
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-4	-1	-2	-2	-4	-1	-1
Au cours des prochains mois	-6	-6	-5	-8	-6	-7	-7
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	102	105	101	105	103	108	106

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

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

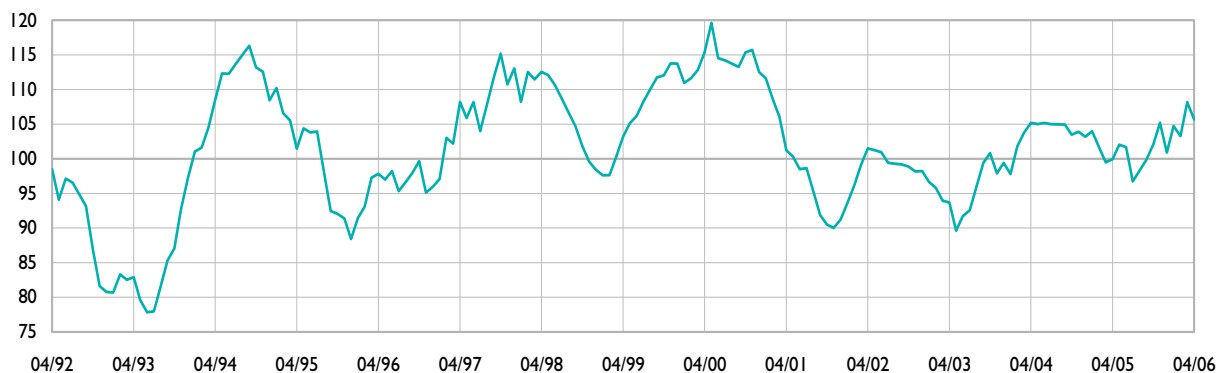
Source : Banque de France

Réalisé le 18 mai 2006

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

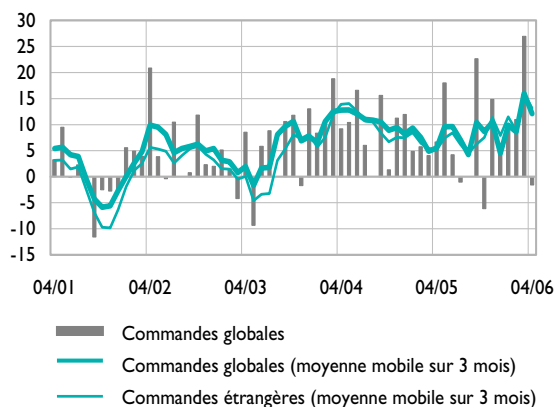
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



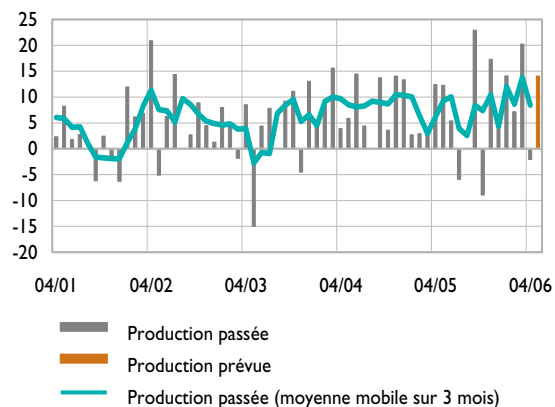
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



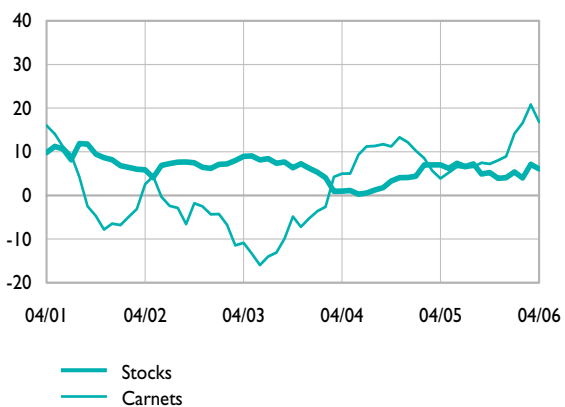
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)

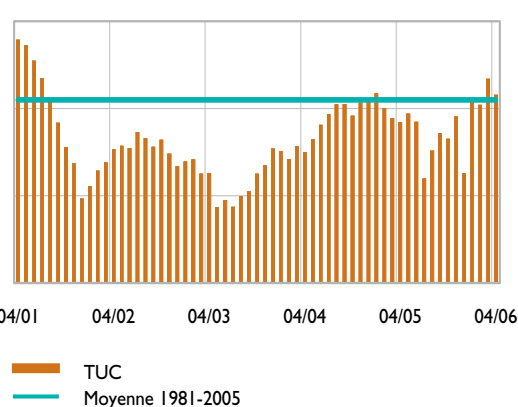
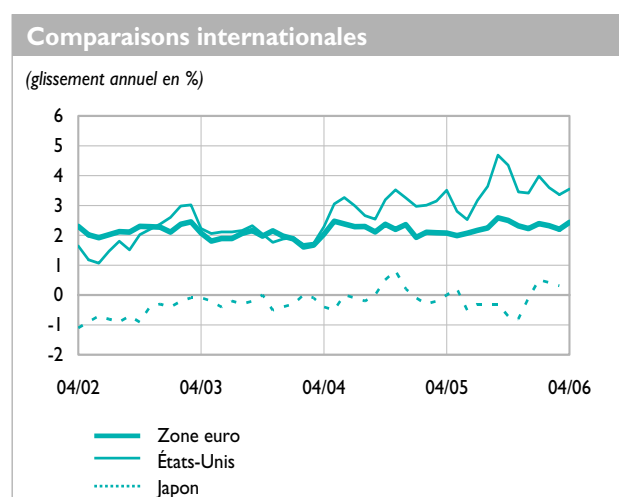
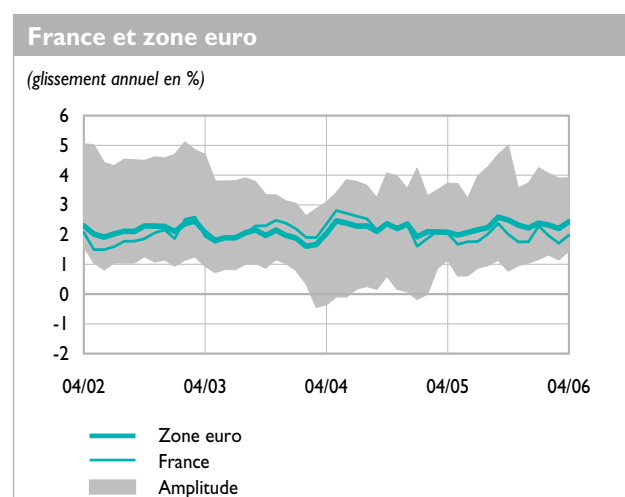


Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)									
	2005					2006			
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
France	2,0	2,4	2,0	1,8	1,8	2,3	2,0	1,7	2,0
Allemagne	1,9	2,5	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	1,9	2,3
Italie	2,1	2,2	2,6	2,4	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
Zone euro	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4
Royaume-Uni	2,3	2,4	2,3	2,1	1,9	1,9	2,1	1,8	2,0
Union européenne	2,2	2,5	2,4	2,3	2,1	2,3	2,2	2,1	2,3
États-Unis	3,6	4,7	4,3	3,5	3,4	4,0	3,6	3,4	3,5
Japon	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-0,1	0,5	0,4	0,3	nd

(moyenne annuelle) (variation mensuelle CVS)									
	2003	2004	2005	2005		2006			
				nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
France	2,2	2,3	1,9	0,0	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3
Allemagne	1,0	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,4
Italie	2,8	2,3	2,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3
Zone euro	2,1	2,1	2,2	-0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,4
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,3
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,3	2,7	3,4	-0,7	-0,1	0,7	0,1	0,4	0,6
Japon	-0,3	0,0	-0,3	0,1	0,2	0,4	-0,1	-0,1	nd



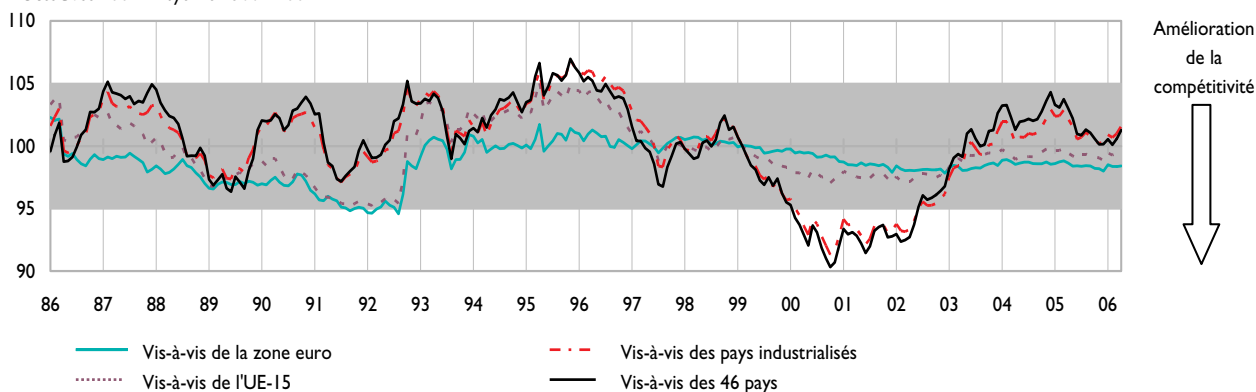
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

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

Figure 4
Compétitivité de l'économie française

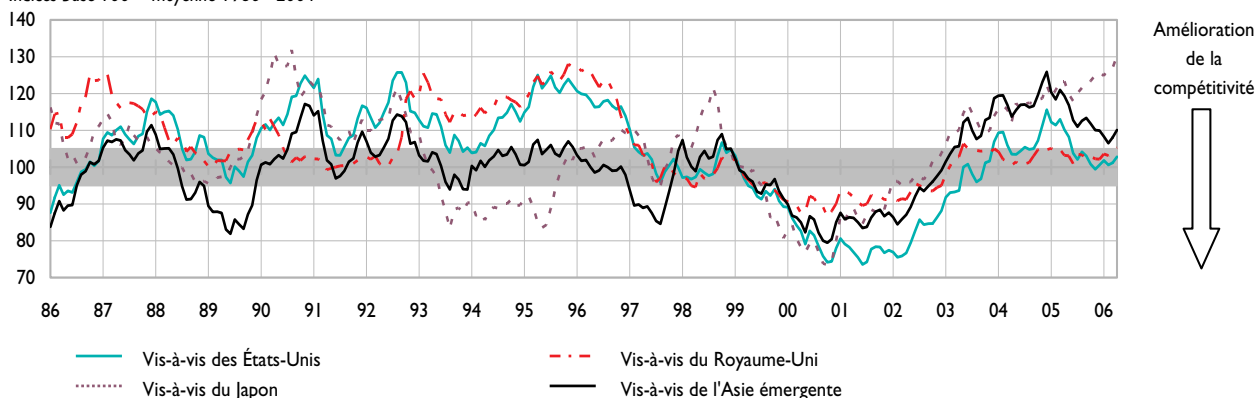
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



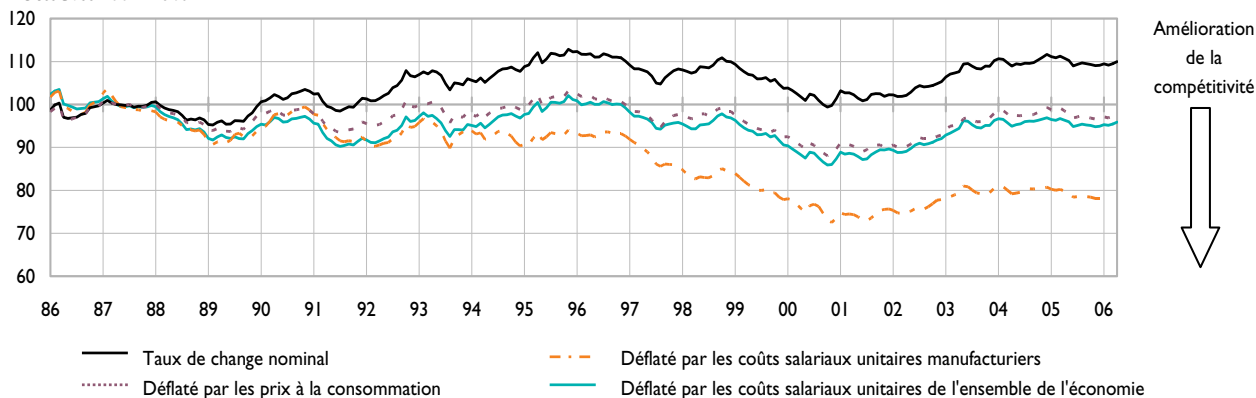
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

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 Datatstream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 18 mai 2006

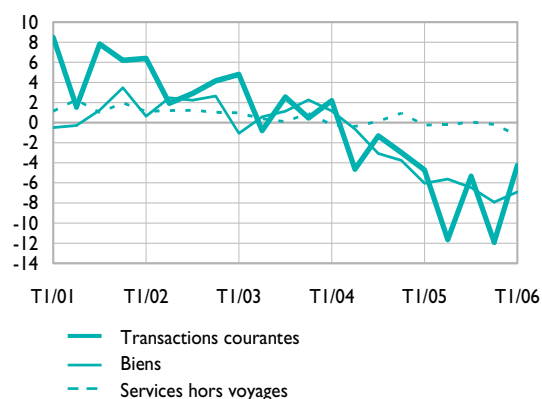
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005				2006
			T1	T2	T3	T4	
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	-6 753	-33 558	-4 709	-11 635	-5 325	-11 889	-4 266
Biens	-6 315	-26 022	-6 034	-5 623	-6 457	-7 908	-6 907
Services hors voyages	456	-590	-243	-211	52	-188	-1 269
Voyages	9 813	8 911	989	2 698	2 666	2 558	757
Revenus	6 858	6 246	3 785	-2 981	4 734	708	5 010
Transferts courants	-17 565	-22 103	-3 206	-5 518	-6 320	-7 059	-1 857
Compte de capital	1 741	525	135	386	377	-373	183
Compte financier	323	-1 405	-1 589	5 340	15 046	-20 202	33 246
Investissements directs	-18 913	-39 815	-7 411	3 385	-6 629	-29 160	1 987
Français à l'étranger	-38 498	-79 853	-18 166	-5 838	-16 203	-39 646	-13 047
Étrangers en France	19 585	40 038	10 755	9 223	9 574	10 486	15 034
Investissements de portefeuille	-46 322	-9 931	-12 599	-808	21 449	-17 973	-28 063
Avoirs	-179 964	-183 869	-52 424	-45 088	-25 794	-60 563	-64 601
Engagements	133 642	173 938	39 825	44 280	47 243	42 590	36 538
Produits financiers dérivés	5 100	5 518	-4 109	9 589	242	-204	422
Autres investissements	63 967	35 768	21 365	-7 882	-1 823	24 108	59 334
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 165	1 056	1 807	3 027	-434
Erreurs et omissions nettes	4 689	34 438	6 163	5 909	-10 098	32 464	-29 163

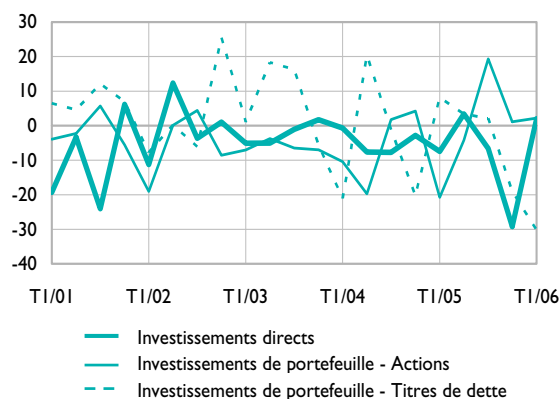
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005				2006
			T1	T2	T3	T4	
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	-6 753	-33 558	-4 709	-11 635	-5 325	-11 889	-4 266
Biens	-6 315	-26 022	-6 034	-5 623	-6 457	-7 908	-6 907
Exportations	338 689	354 230	86 034	90 326	84 230	93 640	96 929
Importations	345 004	380 252	92 068	95 949	90 687	101 548	103 836
Marchandises générales	-5 761	-24 318	-5 749	-5 231	-5 961	-7 377	-6 608
Avitaillement	-470	-983	-134	-227	-265	-357	-299
Travail à façon et réparations	-84	-721	-151	-165	-231	-174	0
Services hors voyages	456	-590	-243	-211	52	-188	-1 269
Exportations	55 985	58 570	13 739	14 471	14 792	15 568	13 425
Importations	55 529	59 160	13 982	14 682	14 740	15 756	14 694
Transports	-504	-884	-178	-221	-61	-424	-313
Services de communication	925	1 090	258	249	341	242	299
Services de construction	1 196	1 639	439	312	397	491	411
Services d'assurances	-544	-948	-347	-213	-298	-90	-362
Services financiers	-846	-781	-102	-168	-240	-271	-274
Services d'informatique et d'information	34	-86	-19	-28	-32	-7	111
Redevances et droits de licence	1 539	2 207	536	371	691	609	421
Autres services aux entreprises	-881	-2 213	-767	-353	-605	-488	-1 400
Services personnels, culturels et récréatifs	-253	-517	-38	-152	-115	-212	-142
Services des administrations publiques	-210	-97	-25	-8	-26	-38	-20
Voyages	9 813	8 911	989	2 698	2 666	2 558	757
Recettes	32 834	33 981	6 343	9 306	10 578	7 754	6 356
Dépenses	23 021	25 070	5 354	6 608	7 912	5 196	5 599
Revenus	6 858	6 246	3 785	-2 981	4 734	708	5 010
Rémunérations des salariés	8 409	8 471	2 115	2 123	2 129	2 104	2 128
Revenus des investissements	-1 551	-2 225	1 670	-5 104	2 605	-1 396	2 882
Directs	12 573	11 128	2 267	2 620	2 024	4 217	3 303
De portefeuille	-11 658	-9 589	509	-6 260	1 445	-5 283	1 064
Autres	-2 466	-3 764	-1 106	-1 464	-864	-330	-1 485
Transferts courants	-17 565	-22 103	-3 206	-5 518	-6 320	-7 059	-1 857
Transferts courants du secteur des APU	-10 947	-14 878	-1 185	-3 839	-4 299	-5 555	138
Transferts courants des autres secteurs	-6 618	-7 225	-2 021	-1 679	-2 021	-1 504	-1 995
dont envoi de fonds des travailleurs	-2 135	-2 087	-476	-510	-606	-495	-481
Compte de capital	1 741	525	135	386	377	-373	183

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

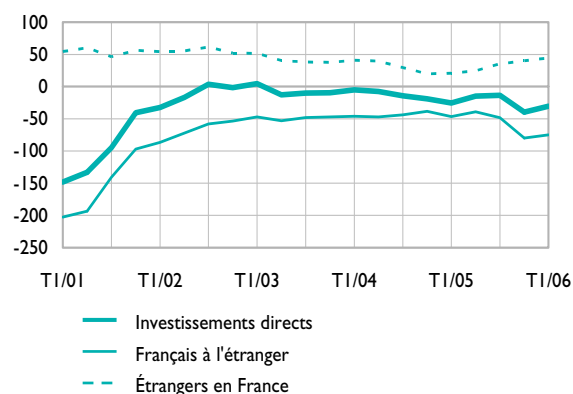
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005				2006 (b)
			T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	
Compte financier	323	-1 405	-1 589	5 340	15 046	-20 202	33 246
Investissements directs	-18 913	-39 815	-7 411	3 385	-6 629	-29 160	1 987
Français à l'étranger	-38 498	-79 853	-18 166	-5 838	-16 203	-39 646	-13 047
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-26 664	-34 153	-8 643	2 140	-8 159	-19 491	-5 616
Étrangers en France	19 585	40 038	10 755	9 223	9 574	10 486	15 034
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	5 551	17 165	5 817	2 438	3 171	5 739	6 559
Investissements de portefeuille	-46 322	-9 931	-12 599	-808	21 449	-17 973	-28 063
Avoirs	-179 964	-183 869	-52 424	-45 088	-25 794	-60 563	-64 601
Actions	-49 120	-47 015	-26 525	-821	42	-19 711	-11 105
Obligations	-119 388	-130 100	-34 971	-42 145	-17 703	-35 281	-52 942
Instruments du marché monétaire	-11 456	-6 754	9 072	-2 122	-8 133	-5 571	-554
Engagements	133 642	173 938	39 825	44 280	47 243	42 590	36 538
Actions	25 016	42 533	5 754	-3 345	19 261	20 863	13 291
Obligations	94 450	105 091	23 110	35 227	19 492	27 262	15 126
Instruments du marché monétaire	14 176	26 314	10 961	12 398	8 490	-5 535	8 121
Produits financiers dérivés	5 100	5 518	-4 109	9 589	242	-204	422
Autres investissements	63 967	35 768	21 365	-7 882	-1 823	24 108	59 334
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	40 659	12 199	8 940	-8 415	6 355	5 319	59 075
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 165	1 056	1 807	3 027	-434
Erreurs et omissions nettes	4 689	34 438	6 163	5 909	-10 098	32 464	-29 163

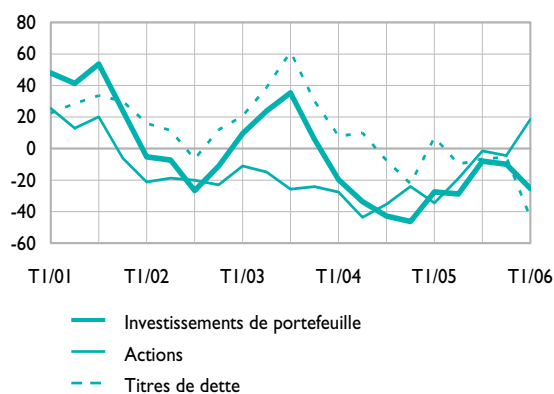
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	4ème trimestre 2005					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
Compte de transactions courantes	-15 059	-2 957	963	3 583	690	492
Recettes	66 257	19 741	4 799	13 909	2 629	5 527
Dépenses	81 316	22 698	3 836	10 326	1 939	5 035
Biens	-11 641	1 767	450	1 734	-31	309
Recettes	46 298	9 921	3 703	6 562	1 478	2 664
Dépenses	57 939	8 154	3 253	4 828	1 509	2 355
Services	-1 442	645	457	1 020	374	-59
Recettes	6 629	3 582	941	3 524	679	1 153
Dépenses	8 071	2 937	484	2 504	305	1 212
Revenus	-838	-1 516	40	995	348	514
Recettes	12 008	4 956	106	3 556	456	1 313
Dépenses	12 846	6 472	66	2 561	108	799
Transferts courants	-1 137	-3 855	16	-167	-1	-272
Compte financier	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Investissements directs	-15 337	-8 759	400	-1 255	-1 195	-2 083
Français à l'étranger	-20 155	-10 216	288	-3 388	-1 060	-2 956
Étrangers en France	4 818	1 457	112	2 133	-135	873
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-27 483	-6 571	-665	-3 260	-6 496	-3 030
Actions	-3 640	-8 154	-316	-3 175	-1 512	-2 543
Obligations	-14 674	-1 495	-364	-5 533	-3 988	67
Instruments du marché monétaire	-9 169	3 078	15	5 448	-997	-554
Autres investissements	-9 150	12 298	-1 457	16 939	173	-2 380
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-10 887	2 942	-1 958	12 533	57	-2 167

(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)

	2005	2006			Cumul 12 mois	
		janv.	fév.	mars	2005	2006
	mars (a)	(b)	(b)	(b)	mars (a)	mars (b)
Compte de transactions courantes	-1 345	-4 509	505	-262	-13 654	-33 115
Biens	-2 271	-3 884	-1 763	-1 260	-13 504	-26 895
Services hors voyages	116	-447	-603	-219	445	-1 616
Voyages	477	301	83	373	9 652	8 679
Revenus	2 273	669	2 022	2 319	8 638	7 471
Transferts courants	-1 940	-1 148	766	-1 475	-18 885	-20 754
Compte de capital	24	180	26	-23	1 563	573
Compte financier	-7 962	5 716	8 931	18 599	9 782	33 430
Investissements directs	-134	110	1 126	751	-25 606	-30 417
Français à l'étranger	-9 762	-3 414	-3 328	-6 305	-46 450	-74 734
Capital social	-2 143	-964	-491	-1 427	-27 097	-24 756
Bénéfices réinvestis	-404	-404	-1 165	-1 165	-4 113	-6 370
Autres opérations	-7 215	-2 046	-1 672	-3 713	-15 240	-43 608
Étrangers en France	9 628	3 524	4 454	7 056	20 844	44 317
Capital social	2 222	1 389	2 139	1 959	5 914	15 458
Bénéfices réinvestis	153	153	459	460	1 260	2 449
Autres opérations	7 253	1 982	1 856	4 637	13 670	26 410
Investissements de portefeuille	15 521	-29 091	-6 633	7 661	-27 485	-25 395
Avoirs	2 237	-37 124	-26 583	-894	-161 762	-196 046
Actions	-2 059	-4 788	-16 945	10 628	-61 987	-31 595
Obligations	1 521	-30 143	-17 155	-5 644	-110 381	-148 071
Instruments du marché monétaire	2 775	-2 193	7 517	-5 878	10 606	-16 380
Engagements	13 284	8 033	19 950	8 555	134 277	170 651
Actions	265	2 794	6 017	4 480	27 516	50 070
Obligations	10 894	-2 199	11 829	5 496	92 727	97 107
Instruments du marché monétaire	2 125	7 438	2 104	-1 421	14 034	23 474
Produits financiers dérivés	-3 531	506	539	-623	-2 211	10 049
Autres investissements	-21 068	34 981	14 094	10 259	68 400	73 737
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-21 163	33 293	11 097	14 685	48 280	62 334
Avoirs de réserve	1 250	-790	-195	551	-3 316	5 456
Erreurs et omissions nettes	9 283	-1 387	-9 462	-18 314	2 309	-888

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

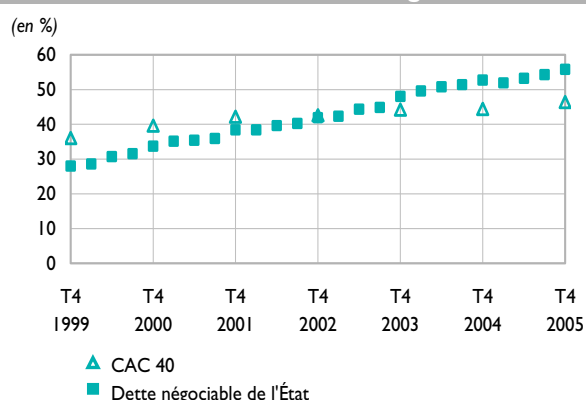
Réalisé le 19 mai 2006

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.	T4
Créances	2 011,3	2 327,6	2 347,0	2 518,1	2 831,2	3 539,0
Investissements directs français à l'étranger	478,3	577,4	559,1	570,2	599,7	700,9
<i>Capitaux propres</i>	353,1	409,6	390,2	376,7	396,7	447,1
<i>Autres opérations</i>	125,2	167,8	168,9	193,5	203,0	253,8
Investissements de portefeuille	713,3	826,6	888,6	1 084,4	1 290,9	1 552,7
(titres étrangers détenus par les résidents)						
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	274,4	301,8	390,5	480,3	575,2	676,4
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	438,9	524,8	498,1	604,1	715,7	876,3
Produits financiers dérivés	102,1	124,6	103,1	100,8	102,0	187,0
Autres investissements	649,2	732,3	737,4	706,7	781,8	1 035,3
<i>IFM</i>	461,8	514,2	516,4	492,0	577,3	825,7
<i>Non IFM</i>	187,4	218,1	221,0	214,7	204,6	209,6
Avoirs de réserve	68,3	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0
Engagements	-2 120,7	-2 356,9	-2 315,0	-2 582,9	-2 904,4	-3 630,3
Investissements directs étrangers en France	-279,2	-335,1	-367,3	-411,9	-430,4	-473,5
<i>Capitaux propres</i>	-195,3	-212,2	-232,3	-261,6	-267,1	-284,3
<i>Autres opérations</i>	-83,9	-122,9	-135,1	-150,3	-163,2	-189,3
Investissements de portefeuille	-1 020,1	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 466,9	-1 757,8
(titres français détenus par les non-résidents)						
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-182,9	-251,1	-242,9	-287,6	-320,1	-390,2
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-837,3	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 146,8	-1 367,6
Produits financiers dérivés	-105,6	-118,9	-107,1	-109,9	-109,9	-205,8
Autres investissements	-715,8	-784,8	-786,1	-773,2	-897,2	-1 193,1
<i>IFM</i>	-569,9	-622,1	-632,1	-624,2	-741,0	-1 011,1
<i>Non IFM</i>	-145,9	-162,7	-154,0	-149,1	-156,1	-182,0
Position nette	-109,4	-29,3	32,1	-64,7	-73,2	-91,3

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



Position extérieure de la France

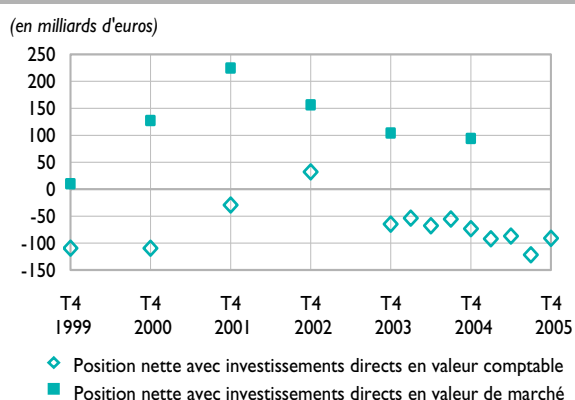


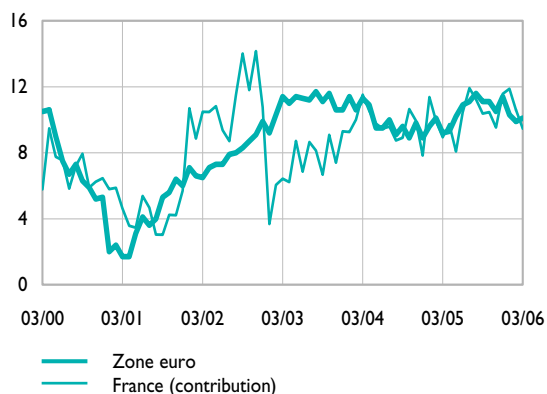
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

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

	2003	2004	2005	2005	2005				2006		
	déc.	déc.	déc.	mars	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
M1											
Zone euro	10,6	8,9	11,4	9,2	11,1	11,1	10,5	11,4	10,3	9,9	10,1
France (contribution)	9,3	7,8	11,6	8,9	10,4	10,5	9,5	11,6	11,9	10,6	9,5
M2											
Zone euro	7,6	6,7	8,5	7,1	8,8	8,6	8,2	8,5	8,4	8,7	9,0
France (contribution)	7,4	7,1	8,1	8,0	8,5	8,0	6,6	8,1	8,2	7,8	7,6
M3											
Zone euro	7,1	6,6	7,4	6,5	8,4	7,9	7,6	7,4	7,7	7,9	8,6
France (contribution)	4,8	8,2	8,5	8,5	10,2	9,4	8,4	8,5	8,7	8,5	9,0
Crédits au secteur privé											
Zone euro	5,5	7,2	9,2	7,6	8,8	8,9	9,0	9,2	9,7	10,4	10,8
France	5,3	9,0	9,3	8,9	9,5	8,3	9,0	9,3	11,2	12,6	12,4

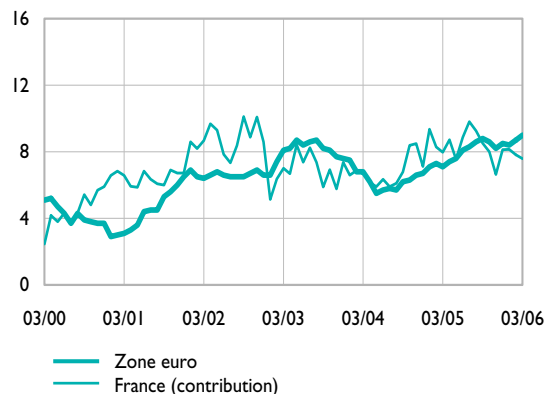
M1

(taux de croissance annuel en %)



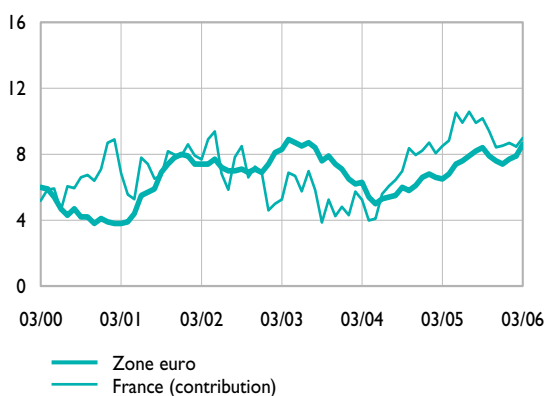
M2

(taux de croissance annuel en %)



M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)

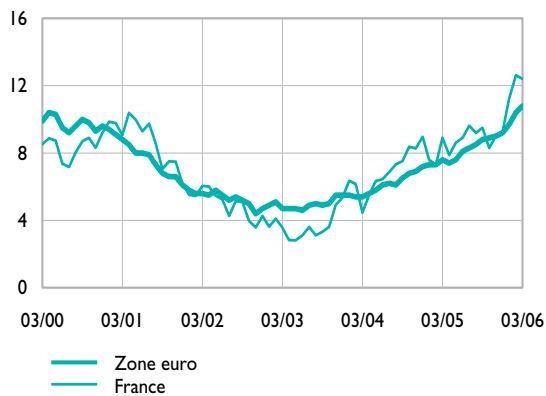


Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2003	2004	2005	2005	2005	2006		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
Actif								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	27,9	34,2	31,8	34,3	29,9
Crédits	11,5	17,7	27,4	21,2	27,4	24,3	26,8	23,3
IFM	11,1	17,3	27,1	20,8	27,1	24,0	26,5	23,0
Administration centrale	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	4,9	5,5	6,8	6,7	6,8	7,5	7,6	6,6
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	4,9	5,5	6,8	6,7	6,8	7,5	7,6	6,6
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	32,5	23,9	20,4	12,0	20,4	19,0	16,9	16,4
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	25,7	22,8	25,2	26,2	25,8
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	31,4	39,5	42,6	42,3	43,5
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	73,3	93,1	90,8	90,9	96,6
Total	158,9	174,9	210,0	170,3	210,0	209,4	210,6	212,2
Passif								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	24,8	29,6	31,5	32,5	30,5
IFM	27,8	28,7	28,6	24,1	28,6	30,6	31,7	29,7
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	3,8	7,3	8,2	6,4	8,2	9,8	10,0	9,7
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	139,1	172,2	168,2	168,1	172,0
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	97,6	110,2	106,7	107,5	108,6
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	35,5	32,9	45,7	34,7	45,7	46,6	46,6	50,0
Autres	5,8	7,4	16,3	6,7	16,3	14,9	14,0	13,3
Total	158,9	174,9	210,0	170,3	210,0	209,4	210,6	212,2

(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)

	2003	2004	2005	2005	2005	2006		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
Actif								
Territoire national	2 999,4	3 200,9	3 290,9	3 243,6	3 290,9	3 321,4	3 367,5	3 368,1
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,5	2 440,5	2 523,5	2 536,0	2 565,0	2 562,0
IFM	947,8	1 013,1	996,3	1 023,7	996,3	993,2	997,7	980,7
APU	142,0	139,5	150,8	130,0	150,8	142,7	143,1	148,3
Secteur privé	1 175,9	1 263,8	1 376,4	1 286,8	1 376,4	1 400,0	1 424,2	1 433,0
Titres autres que des actions	431,2	460,8	455,3	474,5	455,3	467,9	482,5	480,1
IFM ≤ 2 ans	129,8	162,6	140,0	153,3	140,0	148,9	157,6	154,8
IFM > 2 ans	49,8	53,3	57,4	53,7	57,4	58,3	59,5	58,9
APU	157,5	155,8	168,6	169,2	168,6	167,6	173,5	175,1
Secteur privé	94,2	89,2	89,4	98,4	89,4	93,1	91,9	91,3
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	67,6	78,1	81,3	80,6	78,8
Actions et autres participations	238,8	255,9	234,0	261,1	234,0	236,2	239,3	247,3
Autres États de la zone euro	465,9	553,9	725,8	563,7	725,8	777,0	790,4	777,8
Reste du monde	502,8	608,3	868,9	667,4	868,9	914,5	920,6	932,3
Non ventilés par zones géographiques	379,1	417,0	603,0	486,0	603,0	687,1	714,3	716,2
Total	4 347,1	4 780,2	5 488,6	4 960,7	5 488,6	5 700,1	5 792,8	5 794,5
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 207,9	2 242,3	2 213,9	2 212,9	2 211,3
IFM	933,2	1 006,6	1 011,3	1 034,5	1 011,3	994,4	995,0	987,6
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	38,1	45,2	33,8	49,1	51,8
Autres secteurs	1 075,5	1 129,6	1 185,8	1 135,3	1 185,8	1 185,8	1 168,8	1 172,0
Dépôts à vue	344,1	357,1	395,3	354,9	395,3	391,6	378,6	382,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	45,5	53,4	47,4	53,4	52,6	54,9	56,3
Dépôts à terme > 2 ans	299,3	306,4	307,1	306,3	307,1	304,7	299,7	300,9
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	351,8	377,5	392,6	383,8	392,6	398,9	399,5	400,6
Pensions	30,7	43,2	37,4	42,9	37,4	38,0	36,0	31,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	232,1	271,1	286,9	294,0	293,6
IFM	173,6	201,5	226,4	198,6	226,4	239,3	248,0	246,5
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	33,6	44,7	47,5	46,0	47,1
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	566,0	757,2	807,9	823,6	832,4
Non ventilés par zones géographiques	1 667,8	1 849,6	2 218,0	1 954,7	2 218,0	2 391,4	2 462,4	2 457,2
Titres de créance émis ≤ 2 ans	218,3	259,4	271,3	259,8	271,3	292,3	309,1	311,0
Titres de créance émis > 2 ans	375,2	404,8	458,6	414,3	458,6	460,2	467,6	467,9
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	366,0	387,8	399,1	403,4	404,2
Capital et réserves	294,9	310,2	316,1	313,7	316,1	319,3	319,4	327,0
Autres	451,6	521,1	784,2	600,9	784,2	920,6	962,9	947,1
Total	4 347,1	4 780,2	5 488,6	4 960,7	5 488,6	5 700,1	5 792,8	5 794,5

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 ».

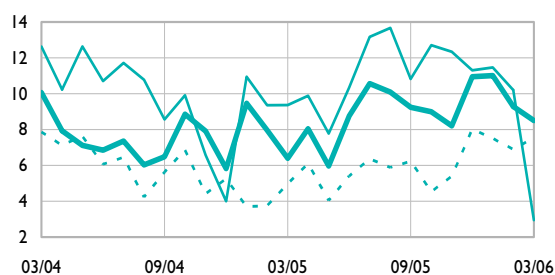
Figure 14
Dépôts – France

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

	2003	2004	2005	2005	2005	2006		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	377,1	425,6	411,5	406,3	405,0
Ménages et assimilés	202,4	212,9	230,1	208,8	230,1	225,8	221,2	224,6
Sociétés non financières	120,0	124,2	139,9	124,8	139,9	133,4	132,6	129,5
Administrations publiques (hors adm. centrales)	39,2	47,8	55,6	43,5	55,6	52,3	52,6	50,9
Autres agents	19,2	17,5	22,6	19,9	22,6	30,4	23,1	26,7
Total – Encours	380,9	402,4	448,1	397,0	448,1	441,9	429,4	431,8
Total – Taux de croissance	6,6	5,8	10,9	6,4	10,9	11,0	9,3	8,5
Comptes sur livret								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	113,9	112,1	113,0	112,7	112,1
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,5	16,9	17,1	17,2	17,2
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	39,2	39,1	39,4	39,1	38,9
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,7	47,0	48,1	48,3	48,6
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	56,3	56,8	56,3	56,4	56,6
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,1	6,4	6,4	6,3	6,4
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	105,1	114,2	118,7	119,5	120,9
Total – Encours	351,8	377,5	392,6	383,8	392,6	398,9	399,5	400,6
Total – Taux de croissance	10,0	7,3	4,0	7,2	4,0	4,1	4,3	4,4

Dépôts à vue

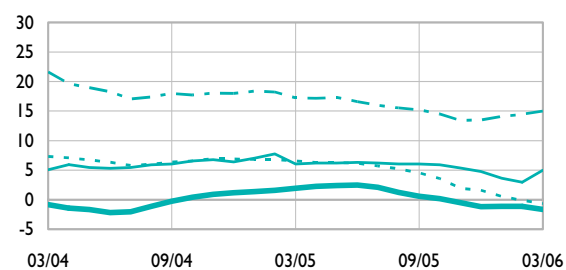
(en taux de croissance annuel)



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

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



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

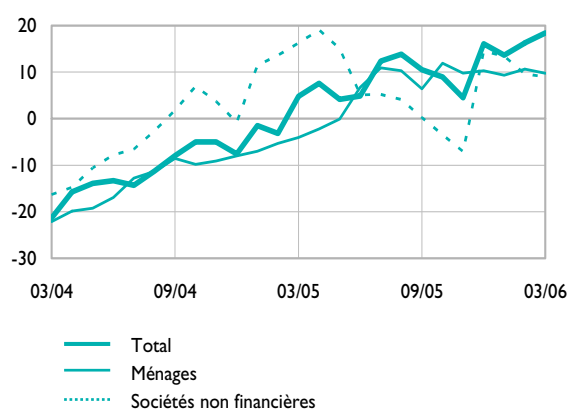
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2003	2004	2005	2005	2005	2006		
	déc.	déc.	déc.	mars	déc.	janv.	fév.	mars
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	44,0	47,6	48,2	48,5	48,6
Ménages et assimilés	20,4	18,6	20,8	19,0	20,8	20,8	21,2	21,0
Sociétés non financières	23,3	22,8	26,5	24,7	26,5	27,1	27,0	27,1
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Autres agents	5,5	3,8	5,8	3,3	5,8	4,4	6,4	7,8
Total – Encours	49,6	45,5	53,4	47,4	53,4	52,6	54,9	56,3
Total – Taux de croissance	-16,9	-7,6	16,1	4,8	16,1	13,7	16,3	18,4
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	296,1	294,9	292,7	287,3	283,3
Ménages et assimilés	279,1	282,6	281,4	282,5	281,4	279,3	274,8	270,3
PEL	216,7	224,2	225,6	224,4	225,6	223,1	219,0	215,3
PEP	46,0	42,5	39,0	41,4	39,0	38,8	38,1	37,5
Autres	16,4	15,9	16,8	16,7	16,8	17,5	17,6	17,6
Sociétés non financières	9,9	13,1	13,5	13,6	13,5	13,3	12,5	13,0
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres agents	10,3	10,6	12,1	10,2	12,1	12,0	12,4	17,6
Total – Encours	299,3	306,4	307,1	306,3	307,1	304,7	299,7	300,9
Total – Taux de croissance	4,9	2,3	0,2	2,0	0,2	-1,2	-2,4	-3,2

Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

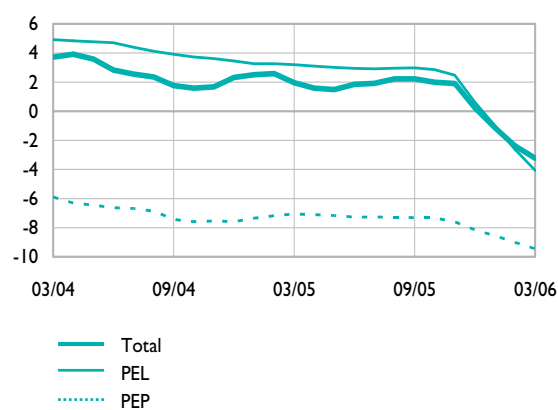


Figure 16
Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France

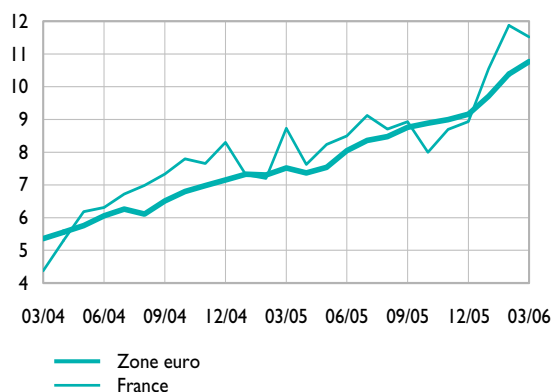
(encours fin de période en milliards d'euros et taux de croissance annuel en %)

	2003	2004	2005	2005	2005		2006		
	déc.	déc.	déc.	mars	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 287,0	1 361,2	1 376,6	1 400,2	1 424,4	1 433,2
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	130,1	134,9	150,9	142,8	143,2	148,4
Total – Encours	1 318,4	1 403,7	1 527,5	1 417,2	1 496,1	1 527,5	1 543,1	1 567,6	1 581,6
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	8,7	8,7	8,9	10,5	11,9	11,5
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	-8,3	1,7	7,8	5,0	7,4	13,9
Total – Taux de croissance	6,0	7,4	8,8	6,9	8,0	8,8	10,0	11,5	11,7
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	207,1	216,3	229,9	218,1	224,7	229,9	231,2	232,8	236,4
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	142,5	153,0	156,7	160,1	162,9	164,2
Autres objets	171,2	180,9	193,0	179,7	190,3	193,0	191,7	193,7	195,8
Total – Encours	514,8	541,5	579,6	540,4	568,0	579,6	583,1	589,5	596,3
Total – Taux de croissance	-1,1	6,0	7,2	5,8	6,9	7,2	8,7	10,1	10,6
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	385,5	438,1	503,6	450,7	493,4	503,6	508,8	514,0	519,3
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	119,0	125,1	128,0	128,1	127,8	128,4
Autres objets	81,3	82,8	81,4	82,8	82,4	81,4	82,4	80,4	81,0
Total – Encours	580,5	639,5	712,9	652,4	700,8	712,9	719,3	722,2	728,8
Total – Taux de croissance	7,8	9,6	11,7	9,9	10,8	11,7	12,3	12,2	11,9

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

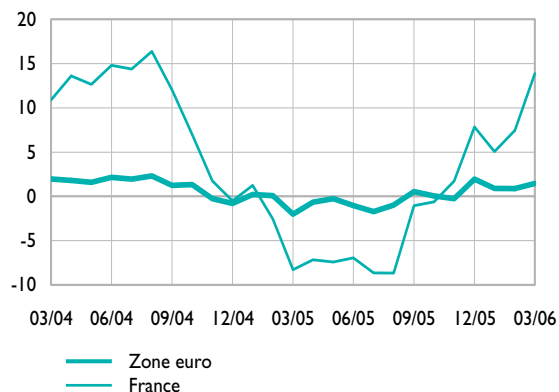
Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



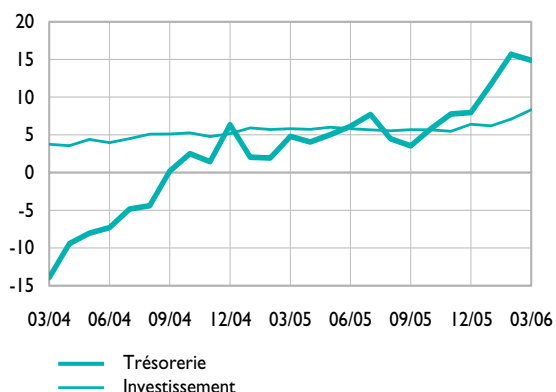
Crédits au secteur public

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux sociétés non financières – France

(taux de croissance annuel en %)



Crédits aux ménages – France

(taux de croissance annuel en %)

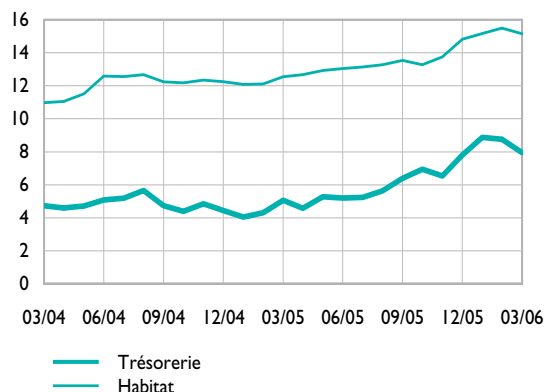


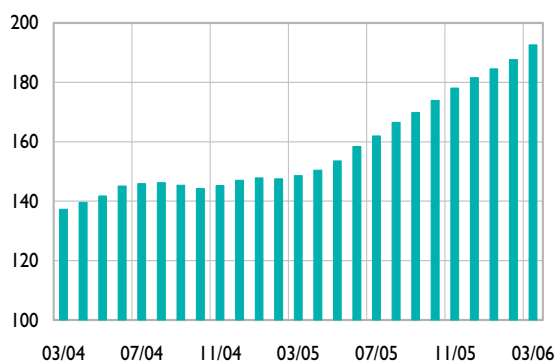
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

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

	2005			2006		
	janv.	fév.	mars	janv.	fév.	mars
Ensemble des contrats nouveaux	364,8	369,4	374,7	486,1	499,4	508,6
Crédits aux ménages	147,8	147,5	148,6	184,6	187,6	192,6
Consommation (hors découvert)	47,4	47,3	47,6	49,2	49,4	49,9
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	33,9	34,3	35,0	42,6	42,3	42,4
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	66,5	65,9	66,0	92,8	96,0	100,3
Crédits aux sociétés non financières	217,0	221,9	226,1	301,6	311,8	316,0
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	167,8	171,8	175,0	232,9	241,9	241,7
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	49,2	50,1	51,1	68,7	69,9	74,3

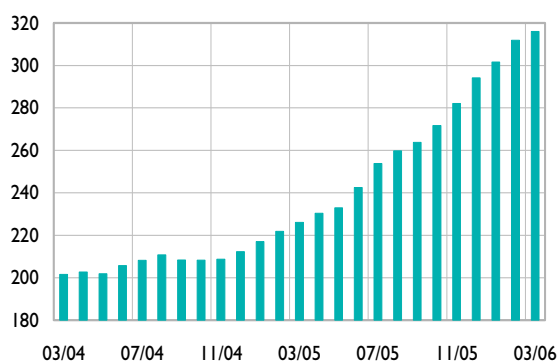
Ménages

(en milliards d'euros)



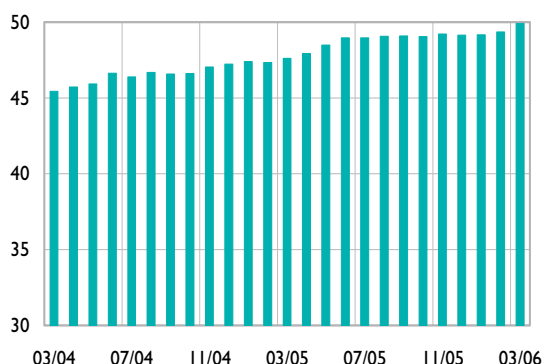
Sociétés

(en milliards d'euros)



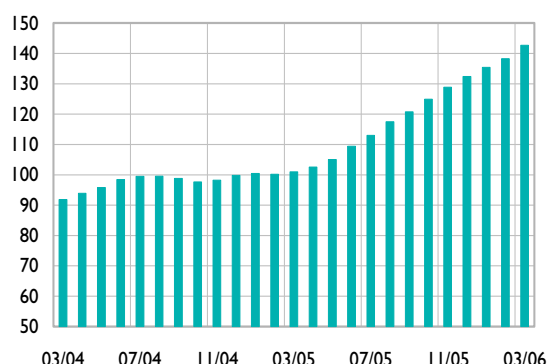
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

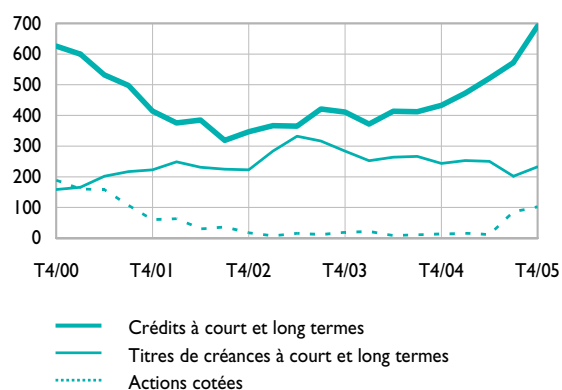
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements							
Endettement	708,1	749,7	805,3	802,3	952,7	263,1	15 469,9
Crédits à court terme	27,6	38,6	63,5	65,2	92,0	46,5	1 656,2
Crédits à long terme	405,2	433,5	457,5	506,9	599,4	220,4	7 964,1
Titres de créances à court terme	51,3	24,3	17,0	4,1	8,3	-28,4	822,1
Titres de créances à long terme	192,3	229,0	233,3	197,6	224,2	4,9	4 805,0
Dépôts reçus par les administrations centrales	31,8	24,3	34,1	28,5	28,8	19,6	222,6
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	13,8	15,7	12,1	85,1	102,3	19,9	3 676,1
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,3	13,0	13,3	13,4	12,5	3,1	313,3
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	61,3	57,6	58,5	56,0	53,9	28,1	467,6
Dépôts à vue	144,2	159,2	188,2	176,2	230,3	119,3	2 559,2
Dépôts remboursables avec préavis	93,2	86,5	76,8	70,0	45,3	14,2	1 489,8
Dépôts à terme à moins de 2 ans	24,9	23,3	27,9	41,1	25,1	33,9	1 602,1
Dépôts des administrations centrales	6,1	3,1	-12,3	-22,0	11,2	-8,6	173,9
Dépôts auprès des non IFM	37,4	33,3	37,5	32,6	37,3	19,9	353,7
Titres de créances à court terme	60,2	32,6	9,5	0,0	-16,1	-12,9	240,4
Titres d'OPCVM monétaires	-6,3	-13,9	-14,3	-8,1	0,0	-8,3	399,8
Pensions sur titres auprès des IFM	3,0	-2,7	-1,7	-5,2	-8,2	2,4	80,3
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	107,8	116,2	122,1	115,4	109,0	42,3	1 513,0
Placements de type obligataire	13,5	56,8	61,8	44,9	73,0	18,6	1 809,2
Placements de type actions et autres participations	22,4	18,2	-22,8	-38,9	24,7	11,9	2 656,3
Assurance-vie et fonds de pension	265,1	263,4	273,0	282,9	291,7	72,7	4 613,5
Titres d'OPCVM non monétaires	37,9	51,2	64,1	85,4	91,0	11,1	1 783,1

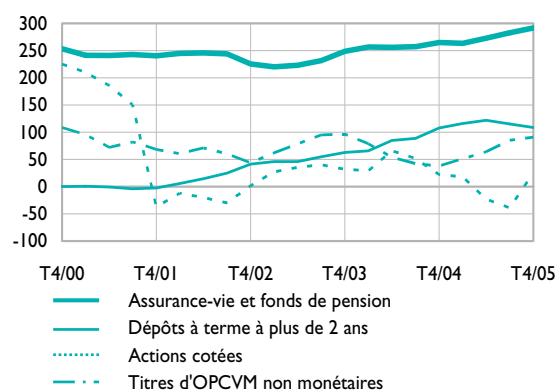
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 mai 2006

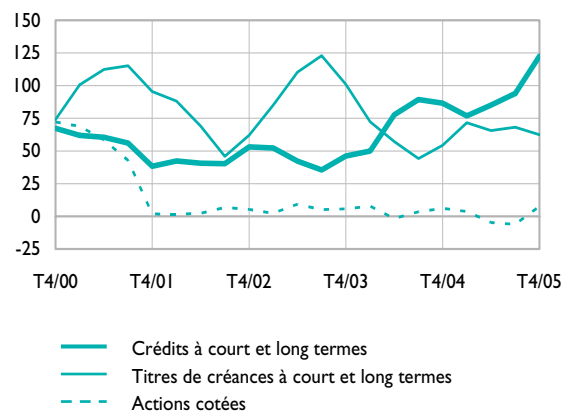
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	163,9	175,1	188,9	195,8	223,9	63,6	2 835,1
Crédits à court terme	5,2	-2,1	-3,8	-1,0	8,7	6,8	213,9
Crédits à long terme	81,4	79,0	88,9	95,2	113,9	47,1	1 278,5
Crédits vis-à-vis des non-résidents	23,0	26,4	38,1	33,4	38,9	10,4	313,8
Titres de créances à court terme	-6,1	-6,1	-10,1	-12,7	-1,3	-2,6	135,9
Titres de créances à long terme	60,4	77,8	75,8	81,0	63,7	2,0	1 117,4
Émissions d'actions et autres parts sociales	79,6	75,3	63,4	61,8	70,0	26,4	3 694,9
Actions cotées	6,1	3,8	-4,7	-6,0	7,5	11,7	1 120,7
Autres types de parts sociales	73,5	71,5	68,1	67,8	62,5	14,7	2 574,2
Placements							
Dépôts et titres à court terme	91,3	51,2	81,3	85,9	106,5	59,9	1 345,4
Monnaie fiduciaire	3,1	3,6	4,0	4,1	4,1	2,0	39,9
Dépôts à vue	24,0	24,7	30,7	31,7	38,9	32,6	425,6
Placements à vue	25,2	25,4	25,3	21,1	15,0	4,2	387,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-1,9	2,6	2,4	1,3	5,3	1,1	47,6
Dépôts des administrations centrales	4,5	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	12,6	45,5
Autres dépôts (à l'étranger ...) (b)	15,4	-1,8	10,7	9,7	24,1	6,4	120,9
Titres de créances à court terme	7,2	-3,6	10,8	17,2	5,6	2,7	56,3
Titres d'OPCVM monétaires	11,8	2,6	5,1	8,0	12,1	-2,1	208,5
Pensions sur titres d'IFM	0,3	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	0,3	1,0
Autres titres à court terme	1,9	-0,6	-0,6	-0,3	0,8	0,0	12,9
Placements à moyen et long termes	123,8	133,4	132,0	127,6	154,2	56,5	4 978,0
Dépôts à terme à plus de 2 ans	6,8	6,8	5,6	5,3	-0,8	2,5	294,9
Placements de type obligataire	-13,3	-8,4	-1,5	2,3	13,0	6,5	178,1
Placements de type actions et autres participations	72,2	67,3	69,1	57,7	86,4	44,1	3 307,1
Assurance-vie et fonds de pension	67,6	68,1	70,2	73,8	77,3	17,1	1 004,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-9,5	-0,4	-11,4	-11,6	-21,7	-13,9	193,2

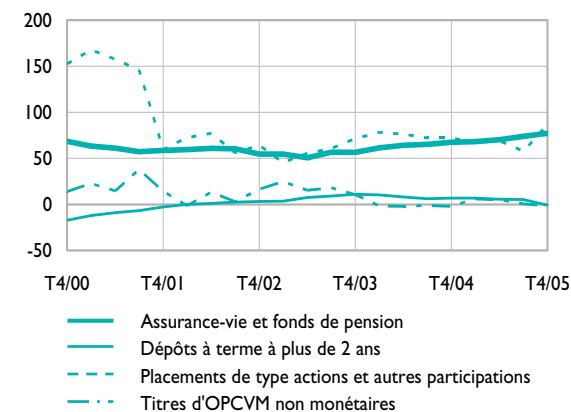
Financements

(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) Encours : estimation

Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 2006

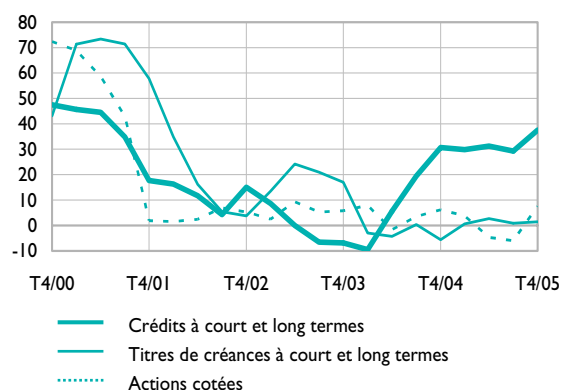
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	48,0	56,9	72,1	63,5	77,9	24,3	907,9
Crédits à court terme	6,2	10,7	7,9	3,6	5,4	9,0	150,4
Crédits à long terme	24,4	19,2	23,4	25,7	32,1	11,9	457,9
Crédits vis-à-vis des non-résidents	23,0	26,4	38,1	33,4	38,9	10,4	313,8
Titres de créances à court terme	1,3	3,4	2,0	1,4	3,8	-5,7	39,7
Titres de créances à long terme	-6,9	-2,7	0,7	-0,6	-2,3	-1,3	262,4
Émissions d'actions et autres parts sociales	79,6	75,3	63,4	61,8	70,0	26,4	3 694,9
Actions cotées	6,1	3,8	-4,7	-6,0	7,5	11,7	1 120,7
Autres types de parts sociales	73,5	71,5	68,1	67,8	62,5	14,7	2 574,2
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	24,7	24,2	27,7	34,9	30,7	10,3	372,3
Monnaie fiduciaire	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,7
Dépôts à vue	4,8	10,7	12,2	12,6	14,1	9,3	139,9
Placements à vue	0,8	0,8	1,1	0,4	0,0	-0,4	4,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	3,5	1,2	0,1	3,3	1,2	26,5
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	0,3	0,0	0,1	0,1	0,3	0,1	1,3
Titres de créances à court terme	5,8	4,5	10,4	15,3	4,3	2,4	46,3
Titres d'OPCVM monétaires	11,6	4,3	3,5	7,5	8,6	-2,9	143,1
Pensions sur titres d'IFM	0,3	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	0,3	1,0
Autres titres à court terme	1,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,9	0,2	9,4
Placements à moyen et long termes	39,1	41,8	32,1	27,5	51,0	30,3	2 496,1
Dépôts à terme à plus de 2 ans	3,3	2,5	1,4	1,6	0,3	0,8	13,5
Placements de type obligataire	-17,4	-10,3	-7,1	-0,1	7,5	2,5	58,2
Placements de type actions et autres participations	55,5	46,8	38,4	28,6	47,3	28,3	2 387,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-2,3	2,7	-0,7	-2,5	-4,2	-1,1	36,7

Financements

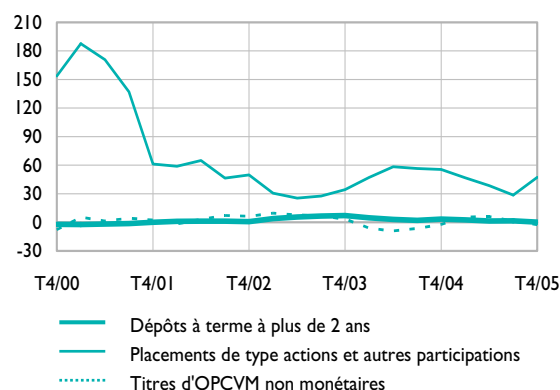
(en milliards d'euros, flux cumulés sur 4 trimestres)



(a) Encours : estimation

Placements à moyen et long termes

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



Source : Banque de France

Réalisé le 19 mai 2006

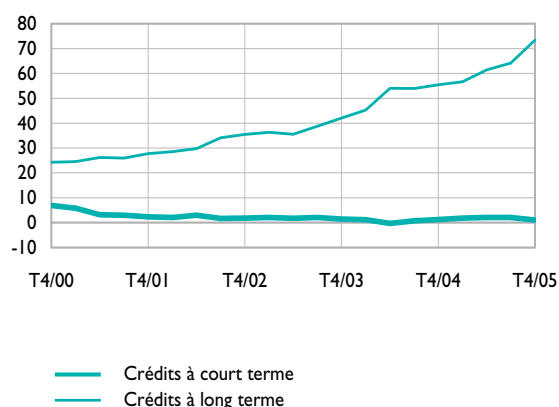
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	56,7	58,5	63,4	66,2	74,5	22,7	732,2
Crédits à court terme	1,3	1,8	2,1	2,1	1,0	0,7	38,6
Crédits à long terme	55,4	56,7	61,4	64,2	73,4	22,0	693,5
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	50,0	23,3	49,6	48,9	62,0	20,3	842,2
Monnaie fiduciaire	3,0	3,5	3,9	4,0	4,0	2,0	39,2
Dépôts à vue	10,6	9,9	11,1	12,9	17,1	10,7	230,1
Placements à vue	24,3	24,5	24,1	20,6	14,9	4,6	382,8
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-1,6	-0,8	1,3	1,3	1,9	-0,2	20,8
Autres dépôts (à l'étranger ...) (a)	15,1	-1,7	10,5	9,6	23,8	6,4	119,5
Titres de créances à court terme	0,7	-9,1	-0,2	1,3	1,5	0,3	6,1
Titres d'OPCVM monétaires	-2,1	-3,0	-1,2	-0,9	-1,1	-3,2	43,6
Autres titres à court terme	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,0
Placements à moyen et long termes	79,7	80,9	89,5	91,5	96,1	26,7	2 165,2
Dépôts à terme à plus de 2 ans	3,5	4,3	4,1	3,8	-1,1	1,8	281,4
Placements de type obligataire	0,1	-0,8	3,3	-0,8	0,9	2,1	81,5
Placements de type actions et autres participations	15,2	14,0	24,9	25,2	34,7	16,2	655,6
Assurance-vie et fonds de pension	67,6	68,1	70,2	73,8	77,3	17,1	1 004,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-6,6	-4,7	-13,0	-10,6	-15,6	-10,4	141,9

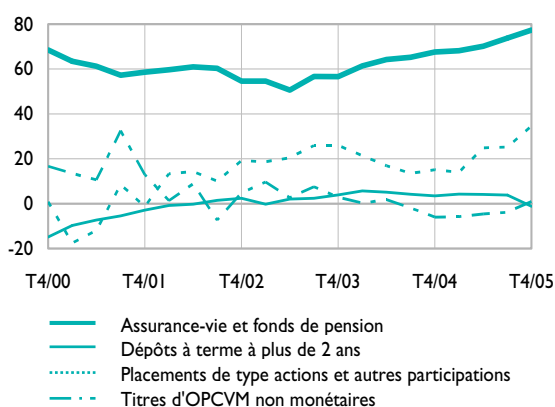
Financements

(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) Encours : estimation

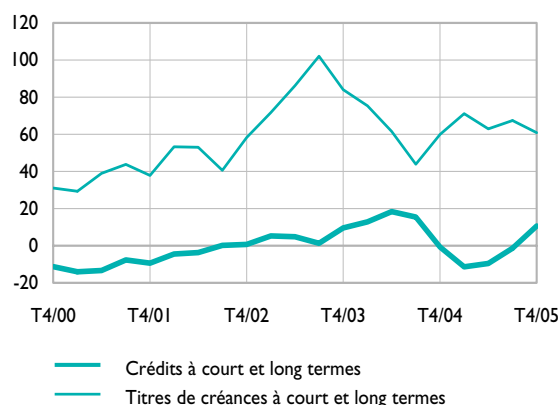
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2004	2005				2005	2005
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	59,2	59,7	53,4	66,1	71,5	16,6	1 195,1
Crédits à court terme	-2,3	-14,6	-13,7	-6,7	2,3	-2,9	24,9
Crédits à long terme	1,5	3,2	4,1	5,4	8,4	13,1	127,0
Titres de créances à court terme	-7,4	-9,5	-12,1	-14,2	-5,1	3,1	96,2
Titres de créances à long terme	67,4	80,5	75,1	81,6	66,0	3,3	855,0
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	16,6	3,7	4,0	2,1	13,7	29,3	130,9
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	8,6	4,1	7,4	6,2	7,8	12,6	55,6
Placements à vue	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3
Dépôts des administrations centrales	4,5	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	12,6	45,5
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	0,8	0,9	0,6	0,7	-0,1	0,0	3,9
Titres d'OPCVM monétaires	2,3	1,3	2,8	1,4	4,7	4,1	21,8
Autres titres à court terme	0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,1	3,4
Placements à moyen et long termes	4,9	10,7	10,4	8,6	7,1	-0,6	316,8
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	4,0	2,6	2,3	3,2	4,6	2,0	38,3
Placements de type actions et autres participations	1,5	6,5	5,8	3,9	4,5	-0,3	263,7
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-0,6	1,6	2,3	1,5	-1,9	-2,3	14,6

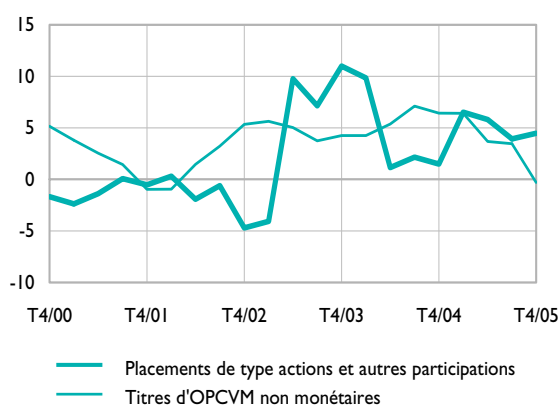
Financements

(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) 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) Encours : estimation

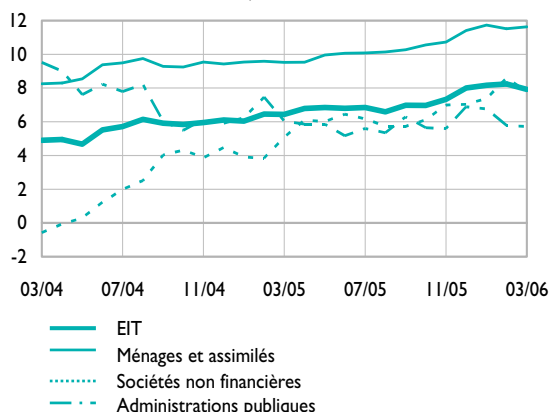
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2003	2004	2005	2006			2006
	déc.	déc.	déc.	janv.	fév.	mars	mars
Endettement Intérieur Total	6,2	6,1	8,0	8,2	8,2	7,9	3 111,2
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,7	11,5	11,6	748,6
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	6,3	6,0	5,9	39,9
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	11,9	12,0	708,7
Sociétés non financières	1,9	4,5	7,0	7,4	8,6	7,8	1 235,6
≤ 1 an	-1,2	8,1	11,0	10,3	10,7	9,3	460,9
> 1 an	3,5	2,5	4,8	5,7	7,4	6,9	774,7
Administrations publiques	10,6	5,9	6,9	6,8	5,8	5,7	1 127,0
≤ 1 an	25,9	-7,6	-1,8	0,4	-1,6	-3,3	122,3
> 1 an	8,3	8,2	8,2	7,7	6,8	6,9	1 004,8
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	3,7	6,7	9,2	9,6	10,3	11,2	1 525,5
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,7	11,5	11,6	748,6
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	6,3	6,0	5,9	39,9
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	11,9	12,0	708,7
Sociétés non financières	-1,2	5,6	7,0	8,3	9,6	10,1	627,7
≤ 1 an	-3,0	4,5	4,8	5,9	7,4	8,8	155,0
> 1 an	-0,6	6,0	7,7	9,1	10,3	10,5	472,7
Administrations publiques (c)	7,4	-0,5	7,3	4,6	6,9	13,3	149,3
≤ 1 an	50,4	-9,9	9,9	14,1	22,0	34,6	24,5
> 1 an	0,3	1,4	6,9	2,9	4,4	9,9	124,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	4,3	9,0	14,1	14,7	16,5	13,3	318,5
Financements de marché	9,7	4,8	5,3	5,1	4,1	3,1	1 267,2
Sociétés non financières	5,7	-1,8	0,6	-1,0	-0,4	-1,7	298,8
≤ 1 an	-20,2	3,9	10,7	-1,7	-6,0	-7,9	42,2
> 1 an	10,2	-2,5	-0,8	-0,9	0,6	-0,6	256,6
Administrations publiques	11,3	7,2	6,8	7,1	5,6	4,6	968,3
≤ 1 an	23,3	-6,8	-5,0	-2,9	-6,8	-11,1	88,4
> 1 an	9,7	9,3	8,4	8,4	7,1	6,5	879,9

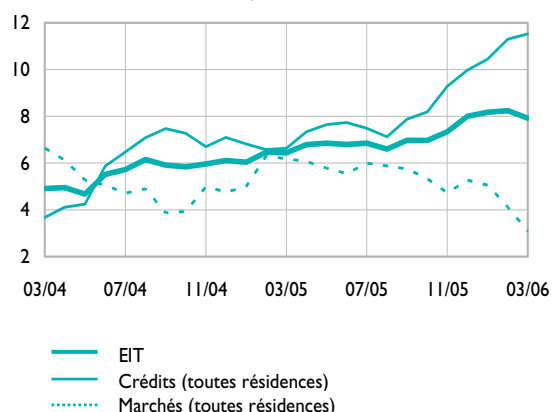
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



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

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

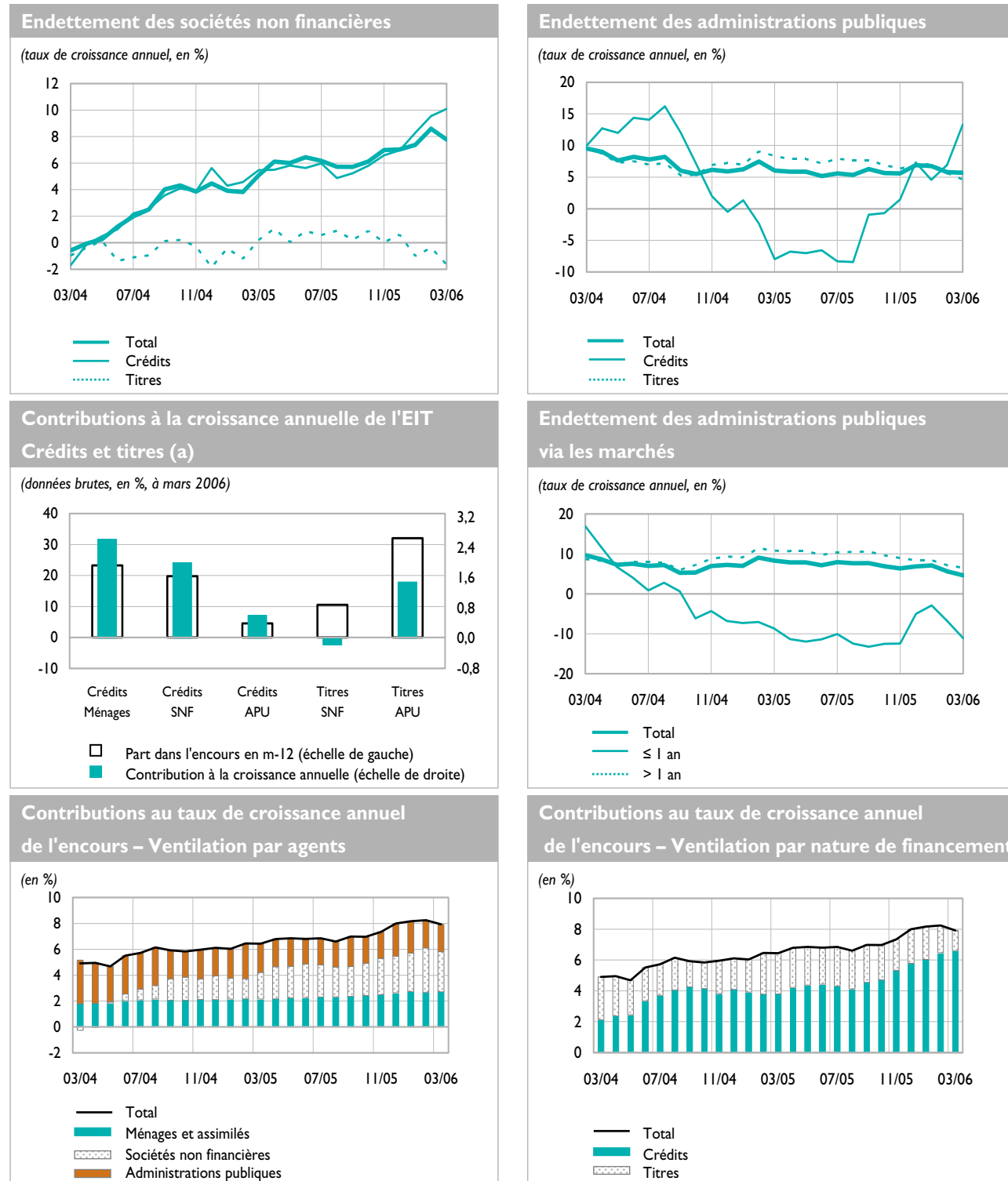
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efpiposte).

(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 18 mai 2006

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 18 mai 2006

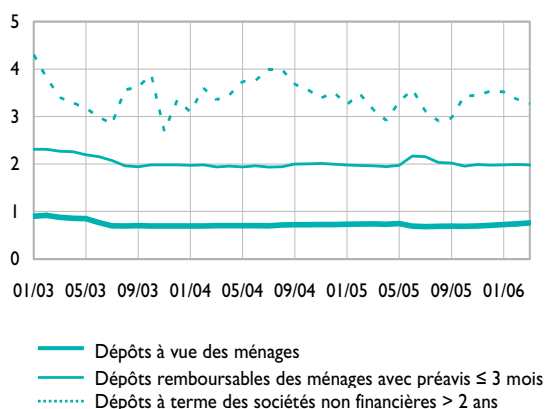
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2005		2006		
	déc.	déc.	mars	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,74	0,70	0,71	0,73	0,74	0,76
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,99	1,98	1,96	1,99	1,98	1,99	1,99	1,98
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,51	3,53	3,15	3,44	3,53	3,52	3,37	3,27
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,25	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,35	2,10	2,10	2,10	2,35	2,35
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,34	2,12	2,18	2,17	2,21	2,35
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,49	2,49	2,65	2,68	2,73	2,70
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,67	3,59	3,68	3,63	3,31	3,43

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

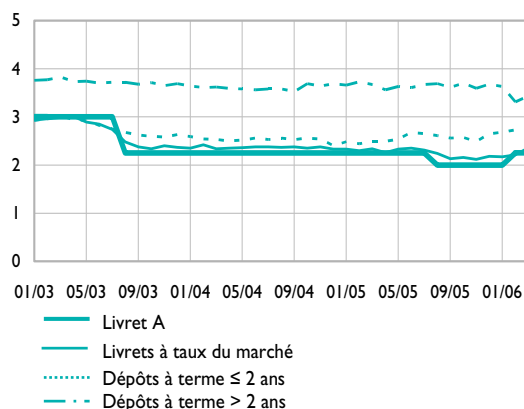


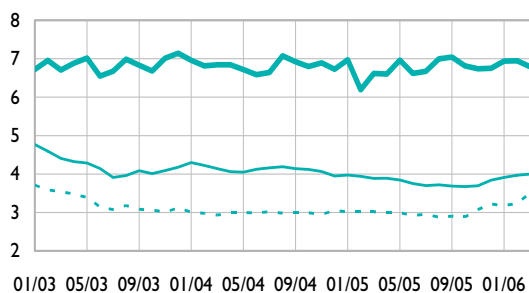
Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005										2006		
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.		janv.	fév.	mars
Zone euro													
Consommation des ménages													
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,60	6,96	6,62	6,67	6,99	7,04	6,82	6,74	6,75	6,94	6,95	6,79	
Habitat													
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,89	3,85	3,76	3,70	3,72	3,69	3,67	3,69	3,84	3,91	3,97	4,00	
SNF > à EUR 1 million													
Pfit ≤ 1 an (a)	3,00	2,99	2,92	2,96	2,87	2,90	2,88	3,08	3,22	3,18	3,24	3,50	
France													
Consommation des ménages	6,12	6,00	6,07	6,17	6,11	5,80	5,68	6,02	6,11	6,21	6,09	5,94	
Habitat													
Pfit ≤ 1 an (a)	3,43	3,46	3,37	3,36	3,34	3,35	3,30	3,27	3,30	3,34	3,45	3,46	
Pfit > 1 an (a)	3,83	3,80	3,74	3,69	3,63	3,59	3,52	3,50	3,51	3,52	3,60	3,62	
SNF													
Pfit ≤ 1 an (a)	2,82	3,00	3,04	3,07	3,07	2,97	3,15	3,07	3,09	3,23	3,35	3,41	
Pfit > 1 an (a)	4,14	4,06	4,03	3,92	3,80	3,68	3,81	3,72	3,76	3,87	3,78	3,78	

Zone euro

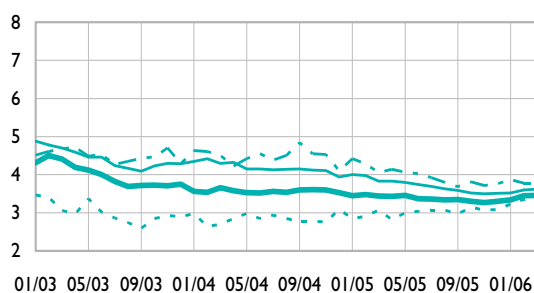
(en points de %)



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

France

(en points de %)



— 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 %)

	2005				2006
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,40	12,58	13,08	13,03	13,36
Prêts personnels > 1 524 €	6,65	6,22	6,25	5,92	6,30
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,72	4,52	4,40	4,29	4,35
Prêts à taux variable	4,27	4,15	4,11	4,02	4,11
Seuils applicables à partir du 1 ^{er} jour de la période indiquée	2005			2006	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,53	16,77	17,44	17,37	17,81
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,87	8,29	8,33	7,89	8,40
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,29	6,03	5,87	5,72	5,80
Prêts à taux variable	5,69	5,53	5,48	5,36	5,48
	2005				2006
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,66	4,72	4,72	4,47	4,87
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,31	5,33	5,44	5,03	5,47
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,09	5,43	5,48	5,00	5,47
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,57	4,49	4,26	4,36	4,69
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,59	3,91	3,44	3,43	3,66
> 1 524 490 €	2,69	4,13	2,72	2,98	3,05
Découvert					
≤ 15 245 €	9,21	9,24	8,68	8,62	9,01
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,61	7,43	7,26	6,73	8,35
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,23	6,60	5,47	5,69	7,03
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,16	5,01	4,38	4,39	4,85
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,15	3,94	3,47	3,20	3,87
> 1 524 490 €	2,85	4,08	3,69	2,81	3,13
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,53	4,26	4,31	4,17	4,28
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,54	4,45	4,79	4,64	4,73
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,41	4,15	4,37	4,32	4,66
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,79	3,74	4,05	3,67	4,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,11	3,18	3,19	3,02	3,42
> 1 524 490 €	2,94	3,01	2,98	2,81	3,03
Crédits à moyen et long terme					
≤ 15 245 €	4,14	3,99	3,83	3,68	3,83
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,04	3,89	3,71	3,60	3,75
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,00	3,80	3,61	3,52	3,61
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,92	3,78	3,61	3,47	3,58
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,72	3,58	3,47	3,40	3,49
> 1 524 490 €	3,36	3,29	3,02	3,00	3,30

Source : Banque de France

Réalisé le 18 mai 2006

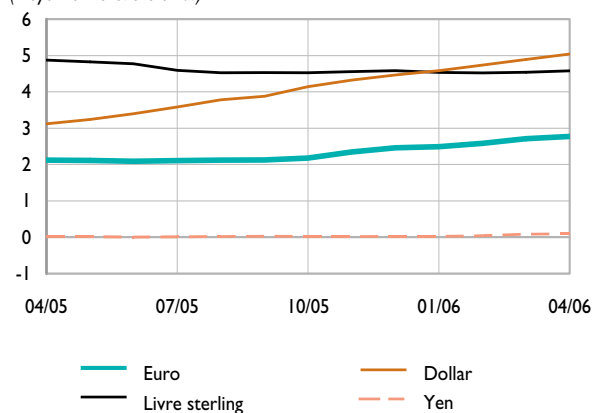
Figure 29
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/05/06
	2005						2006				
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											2,50
Au jour le jour	2,05	2,06	2,09	2,06	2,07	2,27	2,31	2,33	2,51	2,61	
À 3 mois	2,11	2,12	2,13	2,18	2,35	2,46	2,49	2,58	2,71	2,77	
À 1an	2,14	2,20	2,20	2,40	2,66	2,77	2,82	2,90	3,09	3,21	
Livre sterling											4,50
Au jour le jour	4,75	4,56	4,55	4,43	4,55	4,53	4,49	4,44	4,47	4,49	
À 3 mois	4,60	4,53	4,53	4,53	4,56	4,58	4,53	4,52	4,54	4,58	
À 1an	4,42	4,49	4,47	4,51	4,63	4,62	4,57	4,58	4,67	4,74	
Dollar											5,00
Au jour le jour	3,25	3,45	3,64	3,79	4,00	4,18	4,30	4,50	4,58	4,78	
À 3 mois	3,58	3,78	3,88	4,14	4,32	4,47	4,58	4,74	4,89	5,04	
À 1an	4,02	4,24	4,18	4,55	4,75	4,81	4,82	5,05	5,16	5,29	
Yen											0,10
Au jour le jour (b)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,01	0,00	0,00	
À 3 mois	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,09	
À 1an	0,07	0,08	0,09	0,12	0,12	0,12	0,12	0,18	0,31	0,39	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,27	3,30	3,13	3,29	3,50	3,38	3,34	3,51	3,69	3,96	
Allemagne	3,23	3,25	3,09	3,26	3,47	3,37	3,34	3,48	3,66	3,92	
Zone euro	3,32	3,32	3,16	3,32	3,53	3,41	3,39	3,55	3,73	4,01	
Royaume-Uni	4,29	4,30	4,21	4,34	4,31	4,21	4,08	4,17	4,31	4,51	
États-Unis	4,20	4,31	4,23	4,49	4,59	4,52	4,46	4,62	4,78	5,04	
Japon	1,26	1,43	1,38	1,54	1,52	1,54	1,47	1,57	1,70	1,91	

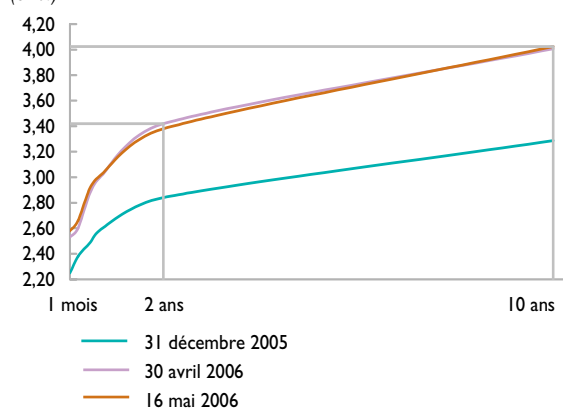
Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)



Courbe des rendements des titres d'État – France

(en %)



(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 18 mai 2006

Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/03/2006 au 11/04/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	404,6	0,3	403,3
Opération principale de refinancement	290,1		290,1
Opération de refinancement à plus long terme	113,7		113,7
Facilités permanentes	0,1	0,3	-0,2
Autres opérations	0,7	0,0	0,7
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	363,1	608,1	-245,0
Billets en circulation		556,4	-556,4
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		51,7	-51,7
Réserves nettes de change (y compris l'or)	326,8		326,8
Autres facteurs (net)	36,3		36,3
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			159,3
dont réserves obligatoires			158,9

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/03/2006 au 11/04/2006)

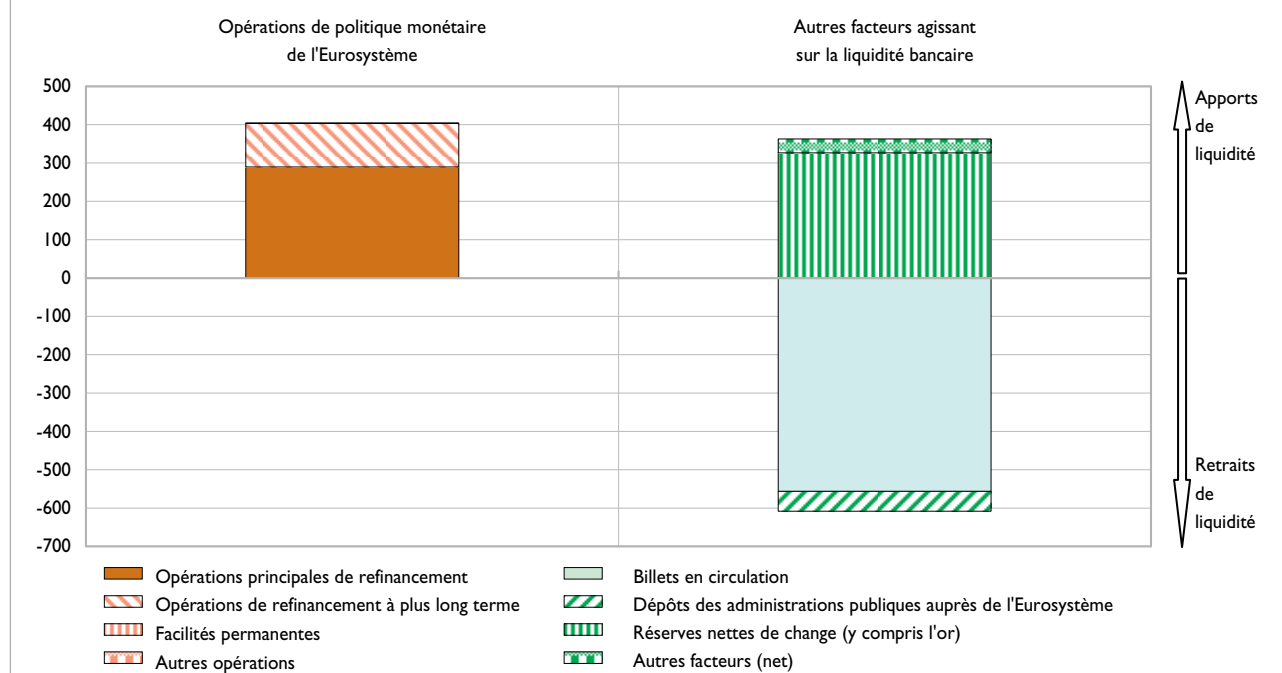


Figure 3 I
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
05/06/03	09/06/03	2,00	05/06/03	06/06/03	1,00	3,00
01/12/05	06/12/05	2,25	01/12/05	06/12/05	1,25	3,25
02/03/06	08/03/06	2,50	02/03/06	08/03/06	1,50	3,50

(en %)

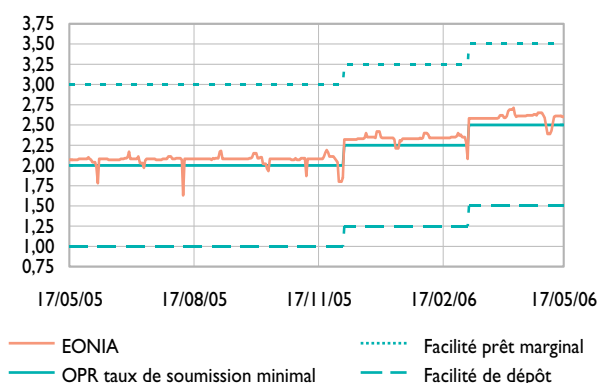
Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme	
		Taux marginal	Taux moyen pondéré		
2006	12 avril	2,57	2,58	2005 22 décembre	2,45
	19 avril	2,58	2,58	23 décembre	2,44
	27 avril	2,59	2,60	2006 26 janvier	2,47
	4 mai	2,59	2,60	23 février	2,57
	10 mai	2,58	2,59	30 mars	2,73
	17 mai	2,58	2,59	27 avril	2,76

(en milliards d'euros, taux en %)

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	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
2006	17 janvier	153,25	28,44	154,06	28,52	0,81	0,08	2,29
	7 février	154,66	28,60	155,36	28,69	0,70	0,09	2,30
	7 mars	157,66	29,74	158,29	29,86	0,63	0,12	2,31
	11 avril	158,88	30,62	159,49	30,71	0,61	0,09	2,56

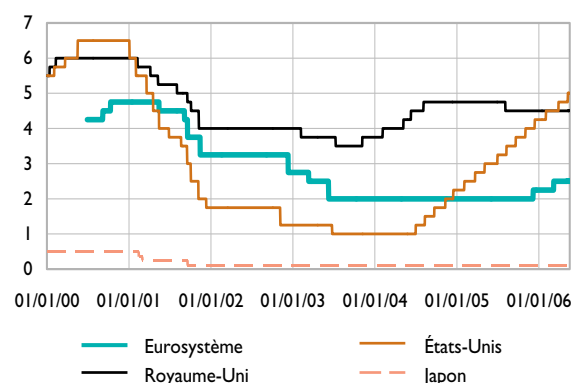
Taux directeurs de l'Eurosystème et de l'EONIA

(en %)



Taux d'intérêt directeurs

(en %)



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 18 mai 2006

Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/02/06 au 10/02/06	130,17	250,45	225
11/02/06 au 17/02/06	125,41	254,60	224
18/02/06 au 24/02/06	132,07	259,70	226
25/02/06 au 03/03/06	142,13	258,91	227
04/03/06 au 10/03/06	137,59	256,61	228
11/03/06 au 17/03/06	117,49	263,33	229
18/03/06 au 24/03/06	115,95	269,17	229
25/03/06 au 31/03/06	117,05	269,41	230
01/04/06 au 07/04/06	106,71	269,90	229
08/04/06 au 14/04/06	100,72	268,83	231
15/04/06 au 21/04/06	120,43	270,63	231
22/04/06 au 28/04/06	173,70	286,18	233
29/04/06 au 05/05/06	126,54	283,87	232

Billets de trésorerie			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/02/06 au 10/02/06	15,12	68,54	83
11/02/06 au 17/02/06	17,02	68,82	84
18/02/06 au 24/02/06	19,42	69,37	84
25/02/06 au 03/03/06	21,71	69,18	83
04/03/06 au 10/03/06	16,59	70,56	83
11/03/06 au 17/03/06	20,54	69,26	84
18/03/06 au 24/03/06	20,24	69,11	82
25/03/06 au 31/03/06	17,54	67,72	82
01/04/06 au 07/04/06	16,49	68,27	83
08/04/06 au 14/04/06	14,88	69,90	84
15/04/06 au 21/04/06	16,76	68,92	83
22/04/06 au 28/04/06	20,19	68,84	85
29/04/06 au 05/05/06	13,78	71,28	84

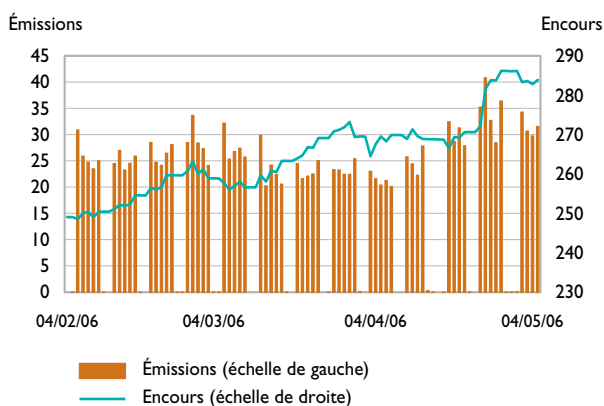
Bons à moyen terme négociables			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/02/06 au 10/02/06	0,28	55,06	145
11/02/06 au 17/02/06	0,26	55,17	146
18/02/06 au 24/02/06	2,31	57,37	147
25/02/06 au 03/03/06	0,38	57,53	146
04/03/06 au 10/03/06	0,17	57,54	146
11/03/06 au 17/03/06	0,22	57,55	147
18/03/06 au 24/03/06	0,26	57,55	147
25/03/06 au 31/03/06	0,42	57,82	146
01/04/06 au 07/04/06	0,31	57,93	143
08/04/06 au 14/04/06	0,32	58,05	143
15/04/06 au 21/04/06	0,21	58,12	143
22/04/06 au 28/04/06	0,30	57,76	142
29/04/06 au 05/05/06	0,24	57,81	142

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

Source : Banque de France

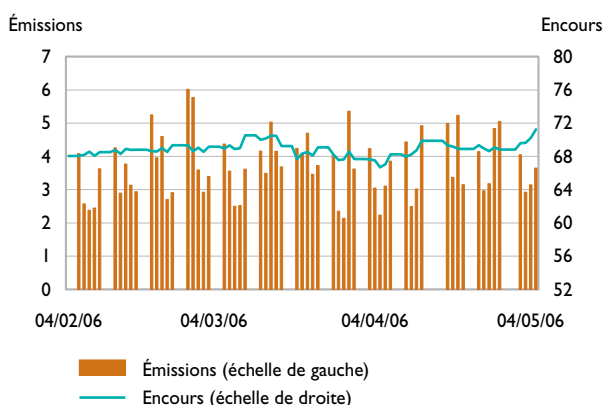
Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)



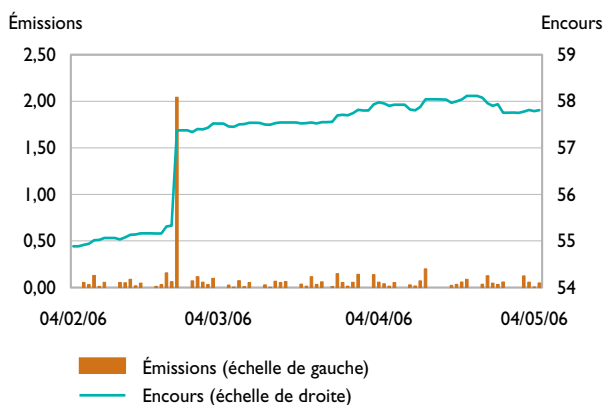
Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)



Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)

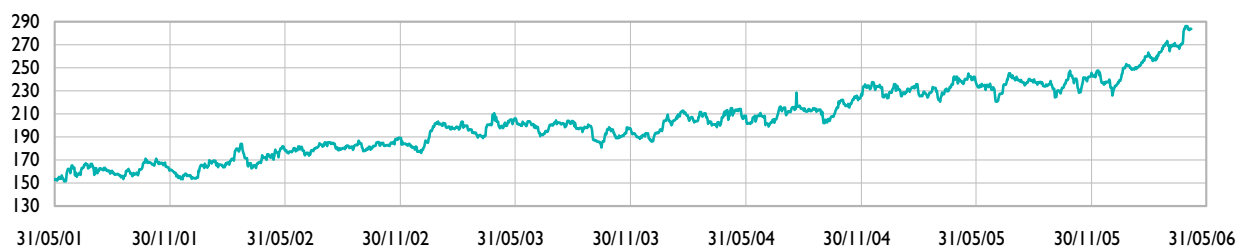


Réalisé le 18 mai 2006

Figure 33
Titres de créances négociables – France

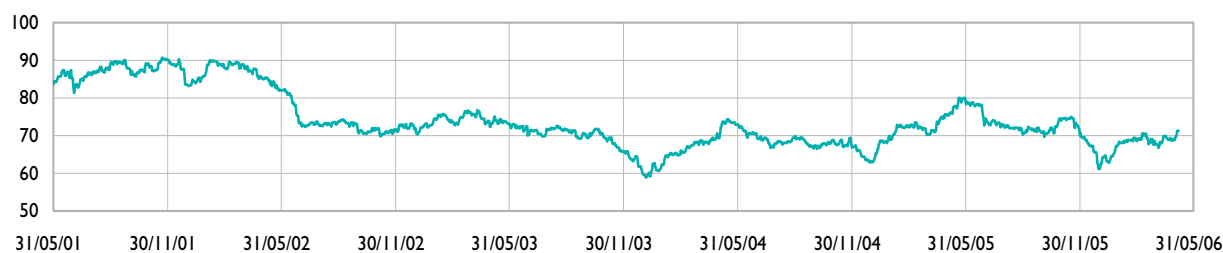
Certificats de dépôt

(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 18 mai 2006

Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2005			2006
	juin	sept.	déc.	mars
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	377,95	393,62	387,77	404,21
OPCVM obligations	204,79	214,04	182,82	
OPCVM actions	214,26	237,93	255,30	
OPCVM diversifiés	232,06	242,55	250,06	
OPCVM de fonds alternatifs	13,08	14,16	15,95	
OPCVM garantis	0,22	0,21	0,09	
Fonds à formule	59,63	60,69	61,19	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

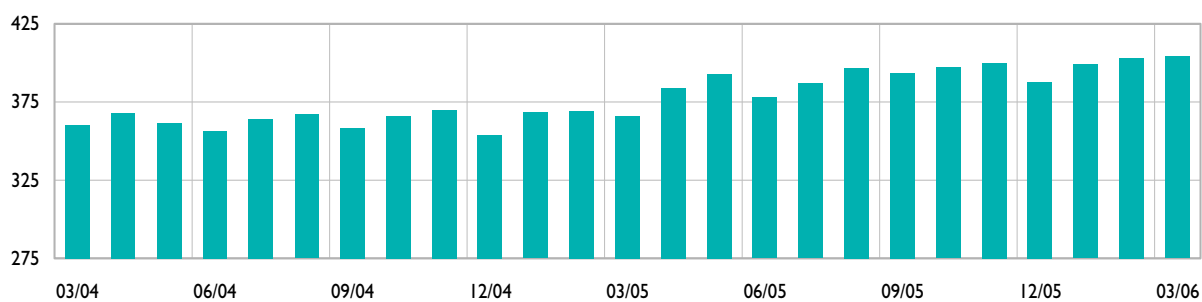


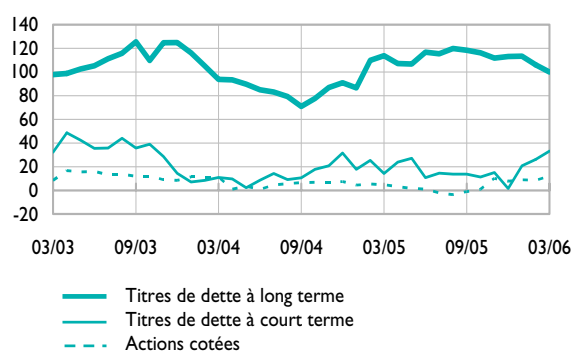
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	mars	12 mois	mars	déc.	mars
Titres de dette émis par les résidents français							
Total	1 856,6	1 981,5	2 038,6	133,4	2,3	6,2	7,0
Titres de dette à long terme	1 505,9	1 627,6	1 651,3	100,1	6,6	7,5	6,4
Administrations publiques	788,0	855,0	879,9	53,9	7,4	8,4	6,5
Institutions financières monétaires (IFM)	422,0	477,5	482,4	46,7	1,1	11,4	10,7
Sociétés hors IFM	295,9	295,1	289,0	-0,6	-1,9	-0,4	-0,2
Titres de dette à court terme	350,7	353,9	387,2	33,3	-4,3	0,5	9,4
Administrations publiques	101,3	96,2	88,4	-11,0	-4,6	-5,0	-11,1
Institutions financières monétaires (IFM)	213,6	218,0	256,6	47,2	2,2	1,5	22,6
Sociétés hors IFM	35,8	39,7	42,2	-2,9	-1,9	10,1	-6,3
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	1 027,1	1 375,0	1 550,3	12,1	2,9	0,6	0,9

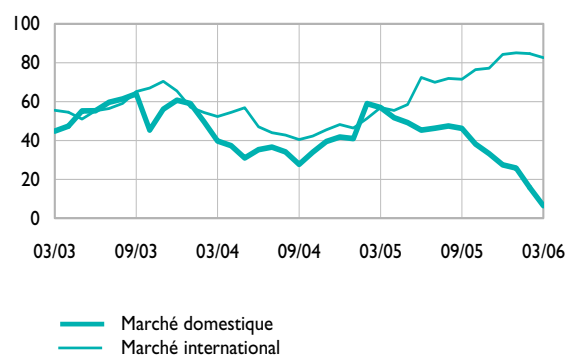
Émissions nettes de titres par les résidents français

(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'obligations et d'actions cotées par les résidents français

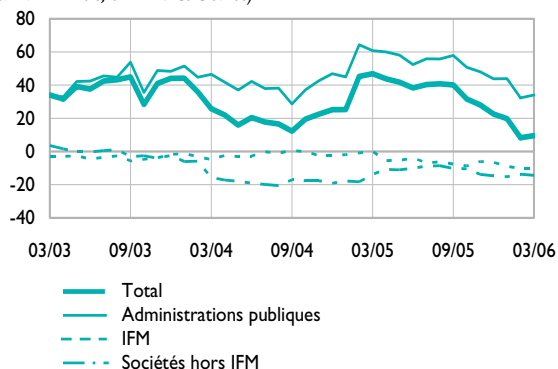
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	Cumul	2006
	déc.	déc.	mars	12 mois	mars	12 mois	mars
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	887,9	903,8	918,3	9,6	5,2	85,7	7,7
Administrations publiques	595,7	635,4	659,2	34,1	6,8	73,0	6,8
Institutions financières monétaires (IFM)	156,8	150,1	145,3	-10,1	-1,4	9,2	0,7
Sociétés hors IFM	135,4	118,3	113,8	-14,4	-0,2	3,5	0,2
Actions françaises cotées							
Total	1 027,1	1 375,0	1 550,3	12,1	2,9	29,2	6,7
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	197,7	3,0	5,6	7,0	5,6
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 352,5	9,1	-2,7	22,3	1,1

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

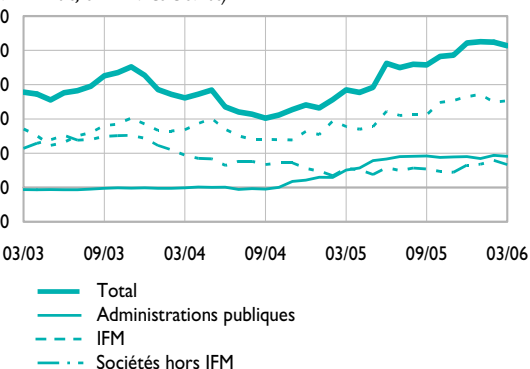
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



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

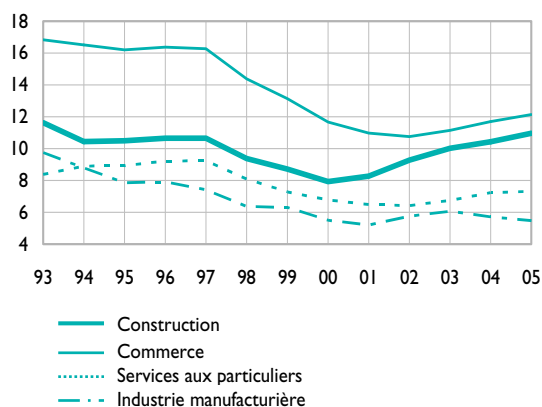
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005										2006		
	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.		janv.	fév.	mars (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	151	152	146	122	83	140	120	145	132		129	125	131
Industrie	471	538	491	417	428	448	429	441	453		380	405	382
Agriculture et alimentaire	101	98	105	93	97	93	87	86	123		84	86	87
Biens de consommation	151	159	157	143	140	151	130	151	128		113	113	121
Automobile	4	3	7	4	1	6	5	4	6		7	3	3
Biens d'équipement	86	121	80	84	78	79	78	74	69		87	98	76
Biens intermédiaires	129	157	142	93	112	119	129	126	127		89	105	95
Construction	920	951	928	831	929	914	886	949	861		792	816	875
Commerce	1039	1068	1055	1010	974	1008	933	1047	964		930	903	902
Transports	172	166	167	182	155	175	155	166	153		141	140	148
Activités immobilières	130	86	142	117	130	113	103	108	120		97	89	103
Services aux entreprises	533	538	546	489	524	521	506	515	475		512	506	501
Services aux particuliers	630	630	654	567	591	640	576	583	567		557	496	538

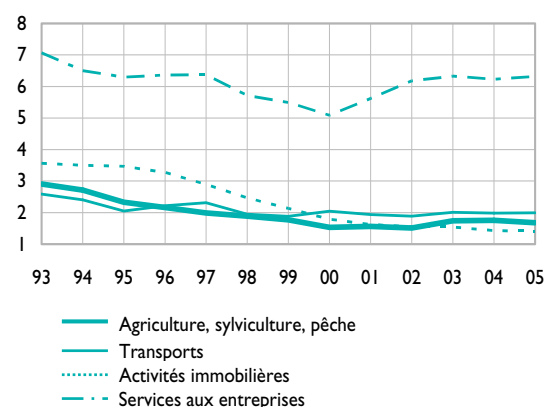
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



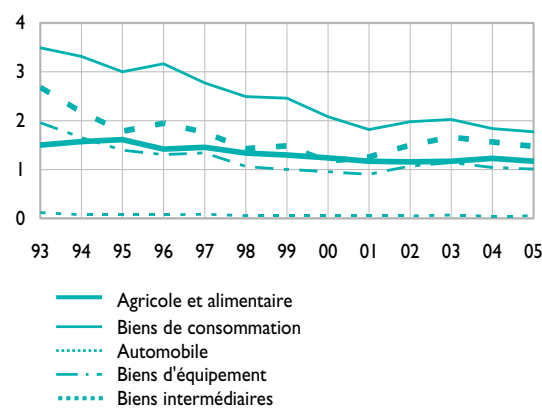
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

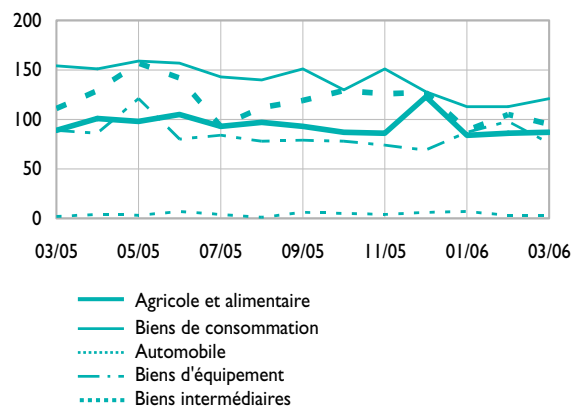


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.

Source : Banque de France

Réalisé le 18 mai 2006

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

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

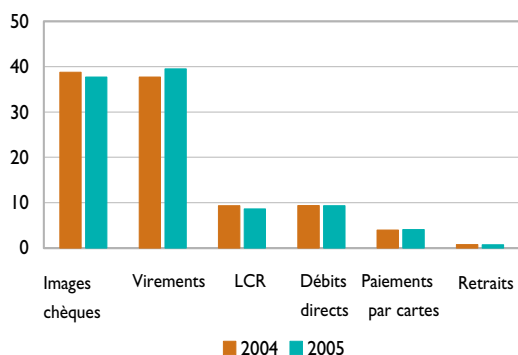
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					fév.	mars	avril	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 001	6 960	6 624	8 663	38,0
Virements	6 169	6 163	6 651	7 336	7 621	7 780	9 143	40,1
Virements	5 756	5 706	6 124	6 674	6 967	7 084	8 161	35,8
Télépaiements	413	457	527	662	654	696	983	4,3
LCR	1 710	1 661	1 652	1 601	1 692	1 665	1 839	8,1
Débits directs	1 608	1 619	1 658	1 738	2 004	1 719	2 102	9,2
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 580	1 822	1 619	1 980	8,7
TIP	162	165	164	157	182	100	122	0,5
Paiements par cartes	625	664	705	763	745	720	889	3,9
Retraits	141	137	133	135	129	127	153	0,7
Total	17 422	18 319	17 634	18 573	19 150	18 635	22 789	100,0

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					fév.	mars	avril	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 634	11 997	11 608	13 552	25,6
Virements	6 374	6 600	6 705	6 973	7 254	7 397	8 126	15,3
Virements	6 368	6 593	6 695	6 956	7 229	7 383	8 101	15,3
Télépaiements	6	7	10	17	26	14	25	0,0
LCR	431	419	408	396	407	406	462	0,9
Débits directs	6 493	6 772	7 113	7 599	8 252	7 688	9 262	17,5
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 094	7 781	7 264	8 807	16,6
TIP	558	557	554	505	470	425	454	0,9
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 311	16 003	15 402	18 824	35,5
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 447	2 357	2 335	2 745	5,2
Total	43 308	44 307	44 845	46 360	46 271	44 837	52 970	100,0

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

(% des montants échangés)



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

(% des volumes échangés)

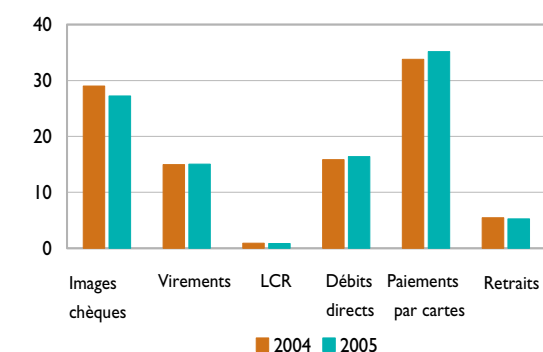


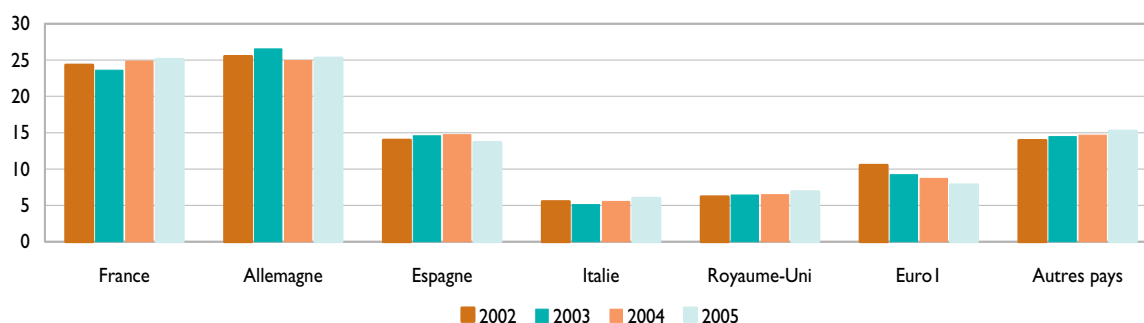
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2002	2003	2004	2005	2005		2006	2006
					nov.	déc.	janv.	Part
France	435	448	486	537	544	574	595	26,2
Target transfrontière	69	75	81	94	99	106	101	4,5
Target domestique (TBF)	287	302	338	382	389	408	432	19,1
Système net (PNS)	78	70	67	61	56	61	61	2,7
Allemagne	489	504	488	541	575	613	572	25,3
Target transfrontière	129	141	143	161	174	180	177	7,8
Target domestique (ELS puis RTGS+)	360	364	345	380	402	433	396	17,5
Espagne	250	277	288	292	348	305	300	13,2
Target transfrontière	18	20	23	23	25	26	25	1,1
Target domestique (SLBE)	231	255	265	270	323	279	274	12,1
Système net (SEPI) (a)	1	1	1	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	443	142	137	137	6,1
Target transfrontière	34	33	32	40	44	46	44	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	64	76	88	98	90	93	4,1
Royaume-Uni	111	122	127	315	162	156	153	6,8
Target transfrontière	85	93	101	113	123	118	117	5,1
Target domestique (Chaps Euro)	26	29	26	35	39	39	36	1,6
Euro I (b)	188	175	170	168	172	177	166	7,3
Autres pays	249	275	287	326	328	349	343	15,1
Total Union européenne (à 15)	1 821	1 899	1 955	2 140	2 272	2 311	2 265	100,0
Target transfrontière	485	537	564	644	676	699	685	30,3
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 266	1 367	1 372	1 351	59,7
Systèmes nets	269	249	240	231	230	240	229	10,1

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 Euro 1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.

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.

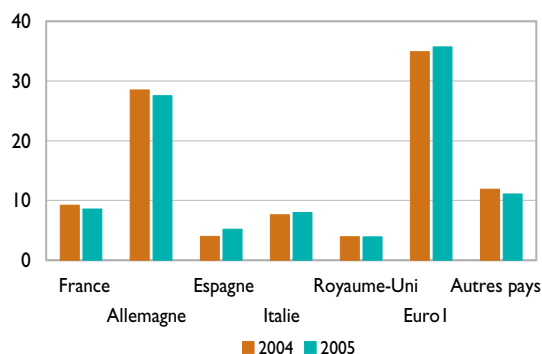
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2002	2003	2004	2005	2005		2006	2006
					nov.	déc.	janv.	Part
France	44 651	43 906	42 510	43 523	42 667	48 286	42 227	4,9
Target transfrontière	6 471	6 804	7 382	8 375	8 571	9 619	8 636	1,0
Target domestique (TBF)	8 490	8 353	8 069	8 473	8 238	10 048	7 909	0,9
Système net (PNS)	29 690	28 749	27 058	26 676	25 857	28 619	25 682	3,0
Allemagne	125 075	128 596	131 502	139 688	146 905	156 476	132 455	15,5
Target transfrontière	16 855	18 027	19 232	19 590	20 381	21 000	17 955	2,1
Target domestique (ELS puis RTGS+)	108 220	110 569	112 270	120 098	126 524	135 476	114 500	13,4
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 367	35 000	38 048	34 409	4,0
Target transfrontière	1 729	2 333	2 761	3 344	3 667	3 857	3 773	0,4
Target domestique (SLBE)	10 373	10 776	11 625	23 023	31 333	34 190	30 636	3,6
Système net (SEPI) (a)	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	40 523	44 619	50 524	32 955	3,8
Target transfrontière	6 173	6 741	7 274	7 688	8 190	8 524	7 318	0,9
Target domestique (BI-REL)	31 525	30 216	27 792	32 836	36 429	42 000	25 636	3,0
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	19 805	20 667	20 905	19 455	2,3
Target transfrontière	9 549	11 388	12 803	14 035	14 952	14 952	14 136	1,7
Target domestique (Chaps Euro)	4 820	5 447	5 320	5 770	5 714	5 952	5 318	0,6
Euro I (b)	134 902	152 365	161 085	181 281	192 048	199 143	180 227	21,0
Autres pays	51 404	52 941	54 892	56 316	60 381	61 000	414 591	48,4
Total Union européenne (à 15)	427 165	451 694	461 645	507 504	542 286	574 381	856 318	100,0
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 055	72 524	74 952	67 091	7,8
Target domestique	199 157	201 392	202 193	228 367	250 048	269 619	221 000	25,8
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	210 309	220 048	230 095	207 909	24,3

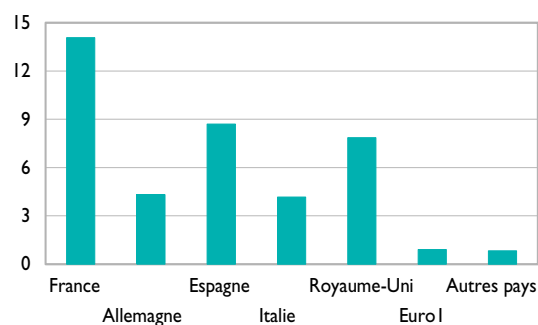
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en janvier 2006

(en millions d'euros)



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

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

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.

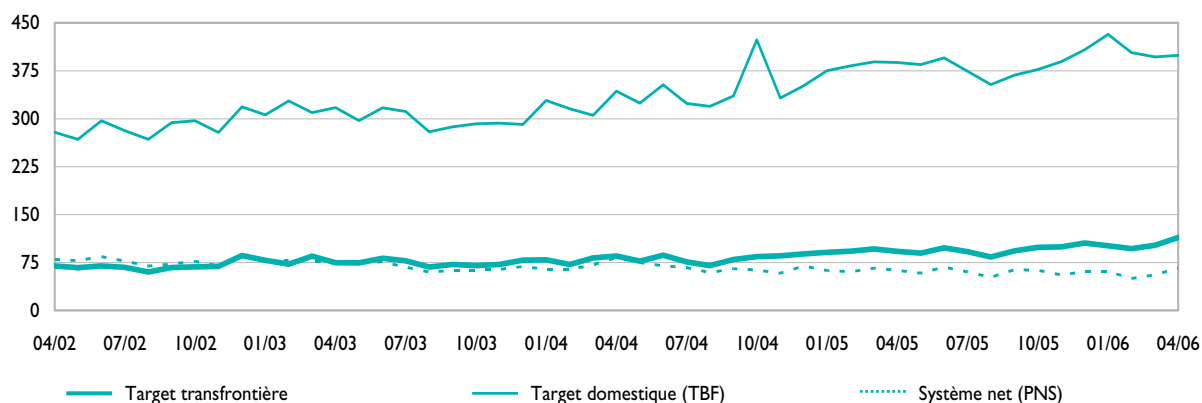
Figure 4I
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					fév.	mars	avril	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	13,6	13,3	13,0	34,6
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	6,4	6,5	7,2	19,1
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	7,0	7,6	8,1	21,5
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	8,9	9,6	9,3	24,7
Total	24,8	25,3	30,7	33,9	35,9	37,0	37,6	100,0

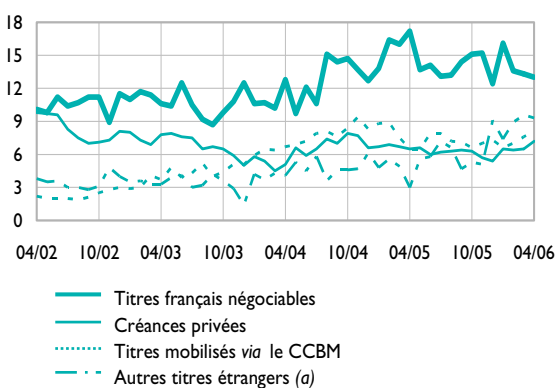
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

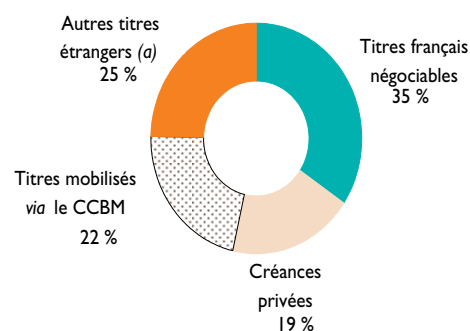


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en avril 2006



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

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

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

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

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

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

I | 2 Balance des paiements

Définitions

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

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

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

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

Mode d'enregistrement

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

¹ Buldorini, Makrydakis 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^e Manuel de la balance des paiements du FMI, les composantes types de la balance des paiements sont réparties entre le compte de transactions courantes, le compte de capital et le compte financier. Le poste des [erreurs et omissions nettes](#) est un poste d'ajustement dont l'existence tient à ce que, à la différence d'un véritable système de comptabilisation en partie double, les enregistrements en débit et crédit dans la balance des paiements ne sont pas inscrits simultanément à l'occasion de chaque transaction, mais résultent de déclarations indépendantes qui peuvent générer des erreurs, des oublis ou des décalages de période.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I | 3 La position extérieure

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Statistiques de l'eurosystème (a)

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

(a) La rubrique « statistiques de l'eurosystème » a été récemment ouverte sur le site internet. Elle comprend plusieurs tableaux de données européennes avec leurs ventilations nationales, simultanément mis à jour et publiés, par la BCE et les banques centrales nationales, sur leurs sites.

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

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

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

Enquête de conjoncture

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

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

Balance des paiements

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

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

Position extérieure

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

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

Activité financière internationale

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

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

Comptes nationaux financiers

(Méthodologie, consultation des séries)

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

- Séries longues

Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

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

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

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

Abréviations

| Organismes et institutions

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

| Indices

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

| Pays

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

| Autres sigles

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

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

Documents publiés

Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

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

Année 2004

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

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

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

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

« Indicateurs de productivité », n° 121, janvier

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

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

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

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

« Quels indicateurs pour la dette des entreprises françaises ? », n° 122, février

« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 2003 », n° 122, février

« Enquête financière – Quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les placements en valeurs mobilières au troisième trimestre 2003 », n° 122, février

« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2003 », n° 122, février

« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2003 », n° 122, février

« Le concept d'attractivité en Union monétaire », n° 123, mars

« L'attractivité des places financières », n° 123, mars

« L'attraction des investissements directs et des filiales étrangères dans la globalisation », n° 123, mars

« L'attractivité de la France au travers d'une sélection d'indicateurs », n° 123, mars

« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents de 1997 à 2002 », n° 124, avril

« Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne », n° 124, avril

« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2003 », n° 124, avril

« Les normes financières et comptables et la gouvernance d'entreprise », n° 125, mai

« Les comptes financiers de la Nation en 2003 : désendettement des entreprises et croissance de la dette publique », n° 125, mai

« Une détention internationale des titres européens plus centrée sur l'Europe », n° 125, mai

« Enquête financière – Premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Structure du bilan des institutions financières monétaires en France et dans la zone euro », n° 125, mai

« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2004 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

« Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 2002 », n° 125, mai

NB : Ces documents sont disponibles sur le site internet www.banque-france.fr.

- « La balance des paiements de la France en 2003 », n° 126, juin
- « La position extérieure de la France à fin 2003 : une diminution significative du solde de la position nette vis-à-vis de l'étranger », n° 126, juin
- « Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2003 », n° 126, juin
- « Écarts de productivité entre l'Europe et les États-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

Année 2006

« Allocution introductive au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Remarques conclusives au colloque Productivité, compétitivité et globalisation », n° 145, janvier
« Analyse des taux de soumission aux appels d'offres de l'Eurosystème », n° 145, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 145, janvier
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », n° 145, janvier

« Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
« Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février

« La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
« Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars

« La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
« La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
« La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

« Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
« 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
« Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006

Débats économiques

- "Global imbalances, saving glut and investment strike"*, Occasional paper n° 1, 2006

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 89 (mai 2006)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>). Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris ¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

Textes officiels de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Banque de France

Délégation de signature

DR n° 2179 du 23 mars 2006 – Organisation du Secrétariat général

DR n° 2180 du 7 avril 2006 – Commission consultative sur les incompatibilités

DR n° 2181 du 7 avril 2006 – Indemnisation des agents détachés dans un organisme international

Liste des opérateurs signataires d'une Convention relative au traitement automatique des monnaies métalliques en euros susceptibles d'être versées à la Banque de France ou à l'Institut d'émission des départements d'outre-mer

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Modifications apportées à la liste des établissements de crédit – en février 2006

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement – en février 2006

Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés

Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels

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

Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____

Nom : _____

Société : _____

Fonction : _____

Adresse : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____

Nom : _____

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

Prénom : _____

Nom : _____

☐ Particulier

☐ Professionnel

Adresse : _____

Fonction : _____

Société : _____

Code postal : _____

Activité : _____

Ville : _____

Adresse : _____

Pays : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnements.publications@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

Michel Cardona
Unités de la Banque de France représentées : DEPE, DESM, DIR, DRIE, DBDP, DCSF, DOM, DSJ, DIRCOM, DSGSB, DAMEP, DE

Pour joindre votre correspondant,
composez le 01 42 92 suivi des quatre chiffres indiqués

Rédacteur en chef

Jean-Yves Greuet 29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)

Situation économique de la France (DAMEP-DIAGCONJ) 29 39
Zone euro et environnement international (DAMEP-SEMSI) 29 38
Compétitivité de l'économie française (DAMEP-SEMSI) 34 73
La balance des paiements (DBDP) 32 82
La monnaie, les placements et les financements (DESM-SICOS/DBDP-SERIB) 28 08/59 96
Les marchés de capitaux (DOM-SAM/MOPM) 41 59/28 07

Articles

La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne 49 42
Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises 75 82
La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 52 20
Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 56 45/34 25

Secrétaires de rédaction

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

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 : mai 2006