

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

AOÛT 2006

**152**



# SOMMAIRE

<b>ÉDITORIAL</b>	■	Mondialisation, inflation et marchés financiers	
<b>ACTUALITÉ</b>	■	Sommaire	I
		Focus : Le comportement d'investissement des entreprises est-il « normal » ?	3
<b>ÉTUDES</b>	■	Sommaire	21
		<b>Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ?</b>	23
		Laure FREY, Gilles MOËC, Banque de France	
		<i>La mondialisation a contribué au ralentissement de l'inflation via une intensification de la concurrence. Mais la convergence des cycles économiques et la pression des émergents sur les marchés de matières premières peuvent créer de nouveaux risques pour la stabilité des prix.</i>	
		<b>Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral</b>	35
		Christian BARONTINI, Philippe BONZOM, Banque de France	
		<i>L'Eurosystème a adopté un mode d'organisation décentralisé. Cet article analyse les raisons de ce choix et le rôle des banques centrales nationales (dont la Banque de France) au sein de l'équipe monétaire animée et coordonnée par la Banque centrale européenne.</i>	
		<b>Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement</b>	45
		Laurent DANIEL, Arnaud MANAS, Banque de France	
		<i>En 2005 et au début 2006, plus de 50 milliards de dollars de créances ont été remboursés par anticipation par les débiteurs du Club de Paris. Modéliser ces rachats comme l'exercice d'options financières permet d'étudier l'intérêt et le coût de ce type d'opération.</i>	
		<b>Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises</b>	57
		Annie SAUVÉ, Banque de France	
		<i>La réforme de 2006 abaissant le seuil de déclaration des crédits aux entreprises et adaptant la nomenclature, améliore l'information des banques et répond à leur préoccupation de meilleure maîtrise du risque de crédit.</i>	
		<b>Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans</b>	65
		Bernard BARDES, Banque de France	
		<i>Les premiers résultats de l'enquête annuelle sur l'évolution des comptes des PME de l'industrie au cours de l'année écoulée sont marqués par une stabilisation de la contrainte de solvabilité.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	■	Sommaire	79
<b>DIVERS</b>	■	Abréviations	I
		Documents publiés	III
		Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 92 d'août 2006	XI
		Coupon-abonnement	XIII

Achévé de rédiger le 31 août 2006

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



## Mondialisation, inflation et marchés financiers

Depuis deux décennies, un fort ralentissement de l'inflation est observé dans tous les pays développés et émergents. Ce ralentissement a coïncidé avec l'accélération de la mondialisation. Il est donc naturel de s'interroger sur le lien entre ces deux phénomènes.

La mondialisation a contribué à freiner ou limiter l'inflation à travers plusieurs canaux :

- l'ouverture et l'interdépendance croissante des économies. Celles-ci accroissent la concurrence, rendent plus risqué, pour les entreprises, de procéder à des hausses de prix et plus difficile, pour les salariés, d'obtenir des hausses de rémunérations au-delà des gains de productivité dégagés. En économie ouverte, le déclenchement de spirales prix – salaires est donc moins probable ;
- l'entrée sur le marché mondial de centaines de millions de travailleurs à faible salaire dans les pays émergents, au premier rang desquels la Chine. Ceci provoque une baisse des prix sur le marché mondial, notamment pour les biens les plus « échangeables », dont les produits industriels.

L'inflation dans chaque pays a donc dépendu moins des conditions spécifiques à ce pays et plus de l'environnement international dans lequel ce pays s'insère.

On a constaté ainsi une déconnexion entre la pression exercée par la demande intérieure des pays sur l'offre de ces mêmes pays, que l'on peut mesurer par leur taux d'utilisation des capacités de production, d'une part, et leur performance en matière d'inflation, d'autre part. Ceci s'explique aisément : en économie fermée, l'inflation est influencée, à court terme, par le seul équilibre interne de l'offre et de la demande, mais, en économie ouverte, les biens et services s'échangent librement et deviennent, à très long terme, totalement substituables. L'équilibre mondial entre offre et demande influence donc plus qu'auparavant le profil de l'inflation dans chaque pays.

Ce phénomène est-il stable et permanent ? Il est difficile aujourd'hui de répondre à cette question.

Fondamentalement, l'inflation est un processus permanent de hausse des prix déterminé, sur le long terme, par les conditions monétaires de l'économie. La crédibilité accrue des banques centrales au cours de la dernière décennie a puissamment contribué à la désinflation mondiale et l'on peut anticiper que tel sera le cas également dans l'avenir.

L'inflation est aussi influencée, dans le court et moyen termes, par les « chocs » subis par l'économie, soit du côté de l'offre (variations des coûts et de la productivité), soit du côté de la demande (dont la pression varie selon la position dans le cycle économique et l'écart à la production potentielle). Les chocs nés de la mondialisation ont très probablement été, depuis plus de dix ans, favorables à la désinflation. Mais on assiste actuellement à un retournement. D'abord, parce que la baisse des prix industriels est de plus en plus compensée par la hausse des prix des matières premières due, en particulier, à la forte demande (actuelle et anticipée) en provenance des zones émergentes et, notamment, de la Chine. Ensuite, parce que plusieurs années de croissance forte et simultanée dans toutes les régions du monde ont entraîné des tensions sur les capacités de production et,

dans certains pays, sur l'emploi, ce qui pourrait se manifester, notamment aux États-Unis, par une accélération des hausses de salaires.

Dans l'avenir prévisible, l'environnement international sera moins favorable qu'auparavant à la maîtrise de l'inflation. Cela contribue à expliquer que, dans toutes les grandes zones du monde, les politiques monétaires soient orientées, à des degrés et avec des calendriers divers, dans le sens d'un resserrement.

À plus long terme, néanmoins, les perspectives demeurent positives. La crédibilité des banques centrales demeure très forte et l'entrée, chaque année, de plusieurs dizaines de millions de personnes dans le marché mondial va se poursuivre, contribuant à la modération des évolutions de coûts et de prix.

Cette situation a été perçue par les marchés. Ceux-ci intègrent des hausses de taux d'intérêt et d'inflation dans la période à venir (variables selon les pays). Cependant les anticipations à plus long terme, telles que mesurées par l'écart de rendement entre titres indexés et non indexés sur l'inflation, manifestent une grande stabilité.

Cette contradiction entre les perspectives de court et long termes est, dans les circonstances actuelles, normale. Mais il subsiste une incertitude sur l'articulation entre ces deux horizons : dans quel délai, et à quel rythme, l'inflation retrouvera-t-elle sa tendance antérieure si, comme il est possible, d'autres chocs, par exemple de nature géopolitique, affectent notamment les marchés de matières premières ? Comme il est naturel, cette incertitude se traduit par un moindre « appétit pour le risque » et une hausse des primes de risque incorporées dans la valorisation de certains actifs.

C'est ainsi, semble-t-il, que l'on peut interpréter les corrections intervenues, en mai et juin 2006, sur les marchés financiers : moins le signe d'une « peur » générale de l'inflation (qui n'apparaît pas dans les taux d'intérêt à long terme) que celui d'une incertitude sur son cheminement immédiat. Cette interprétation est validée par la distribution très asymétrique (et très atypique) des anticipations d'inflation mesurées par sondages et questionnaires (voir l'article « Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? » dans ce numéro du *Bulletin de la Banque de France*). Dans ce contexte, une politique monétaire ancrée sur la stabilisation des anticipations contribue également fortement à la stabilité des marchés financiers.

<b>Focus</b> : Le comportement d'investissement des entreprises est-il « normal » ?	3
<b>Faits saillants</b>	6
<b>1  La situation économique de la France</b>	7
1 1 La croissance et les prix	7
1 2 La balance des paiements	11
<b>2  La monnaie, les placements et les financements</b>	13
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	13
2 2 L'endettement intérieur total – France	13
2 3 L'endettement sur les marchés	14
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	14
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	15
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	15
<b>3  Les marchés de capitaux</b>	17
3 1 Les marchés de change et de matières premières	17
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	18
3 3 Les marchés boursiers	19

## ENCADRÉS

1 <i>Compétitivité de l'économie française</i>	8
2 <i>Zone euro et évolution récente de l'environnement international</i>	10
3 <i>Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2005</i>	15
4 <i>Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2006</i>	16
5 <i>Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juillet 2006</i>	16
6 <i>Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)</i>	20





## Focus

### Le comportement d'investissement des entreprises est-il « normal » ?

Les observateurs du système financier international soulignent la persistance de déséquilibres des balances courantes de grande ampleur. Une autre forme de « déséquilibre mondial », beaucoup moins fréquemment évoquée, est peut-être la plus importante de toutes : il s'agit de l'écart qui sépare, dans les pays du G 7, l'épargne des entreprises privées de leur investissement productif.

#### Des entreprises en situation de prêteur net

En 2005, le secteur des entreprises a été globalement prêteur net pour un montant total de 1 300 milliards de dollars vis-à-vis des autres secteurs de l'économie. Cette situation sans précédent apparaît paradoxale et lourde de conséquences. En effet, au sein du déséquilibre épargne-investissement observé globalement dans l'économie mondiale, ce déséquilibre financier sectoriel est le plus important de tous, le montant de l'épargne nette du secteur des entreprises du G 7 dépassant de loin le déficit courant des États-Unis. Il est, par ailleurs, l'un des plus déconcertants, puisque l'on devrait normalement s'attendre à ce que les entreprises soient, dans l'ensemble, emprunteuses nettes. De fait, tel a toujours été le cas jusqu'à présent.

À l'évidence, une partie de l'explication réside dans la très forte rentabilité affichée par la plupart des sociétés ces dernières années. En pourcentage du PIB, les profits des entreprises sont à leur plus haut niveau depuis des décennies. Cette situation est à la fois le reflet de la vigueur du cycle économique actuel et le résultat du processus de restructuration engagé depuis 2001. Cette évolution, en elle-même, est normale et saine.

#### Mais que font les entreprises de ces profits ?

Premièrement, elles accumulent des liquidités considérables. Comme l'a souligné le FMI dans les dernières *Perspectives de l'économie mondiale* (WEO), les sociétés dégagent actuellement des excédents de liquidités massifs. Les actifs liquides représentent 9 % du total de leurs bilans, un niveau difficile à expliquer par un quelconque précédent historique ou une approche économique traditionnelle.

Deuxièmement, elles redistribuent beaucoup d'argent aux actionnaires. Aux États-Unis, les flux nets d'émissions d'actions du secteur des entreprises non financières ont été négatifs à hauteur de 350 milliards de dollars au total en 2005 (hors dividendes). En ce qui concerne l'Europe, les chiffres demeurent positifs, les émissions nettes d'actions par les sociétés non financières s'élevant à 180 milliards d'euros, mais s'inscrivent en forte réduction.

Troisièmement, les entreprises se sont engagées dans une activité intense de fusions et acquisitions, financées en partie par leur trésorerie, mais également par recours à l'emprunt. Ainsi, parallèlement à l'accumulation de liquidités et au rachat de leurs actions, elles ont commencé à accroître de nouveau leur niveau d'endettement à partir de niveaux très faibles initialement, du moins aux États-Unis (l'endettement des sociétés est beaucoup plus élevé en Europe). L'endettement des entreprises américaines a augmenté de 9,5 % en rythme annuel au premier trimestre 2006, soit la plus forte progression enregistrée depuis le deuxième trimestre 2000.

## Comment dans ces conditions, l'investissement des entreprises évolue-t-il ?

Il semble connaître une très forte progression : 8,7 % aux États-Unis et 7,4 % au Japon en rythme annuel au premier trimestre 2006 (respectivement 8,6 % et 7,8 % en 2005). Cependant, l'investissement des entreprises paraît faible si on le rapporte à leur valeur ajoutée ou au PIB total. Le ratio investissement/PIB se situe à son plus bas niveau depuis des dizaines d'années dans l'ensemble des pays du G 7. Aux États-Unis, le taux d'investissement des sociétés non financières s'élevait à 14,1 % en 2005, soit 0,4 point de pourcentage de moins que la moyenne observée sur vingt ans, et à son plus bas niveau en onze ans.

Ces données ne sont aucunement contradictoires : l'investissement enregistre une croissance rapide, mais il se situait au départ à un niveau très bas. D'un point de vue arithmétique, plus le niveau initial est faible, plus le taux de croissance semble important. Mais, d'un point de vue économique, la part réduite de l'investissement dans le PIB est au cœur du « déséquilibre » financier du secteur des entreprises et il convient de se demander si cette situation présente un caractère normal. Il est en effet particulièrement surprenant de constater que l'investissement n'ait pas été plus dynamique lorsque les taux d'intérêt réels à long terme se situaient à leur plus bas niveau historique.

Il se peut, cependant, que cette image déforme légèrement la réalité. Il faut y apporter deux corrections. Premièrement, la baisse des prix relatifs des biens d'équipement pourrait conduire à minorer le ratio investissement effectif/PIB, généralement calculé en valeur. Deuxièmement, le « déséquilibre » financier du secteur des entreprises semble être moins marqué si l'on tient compte des investissements directs étrangers réalisés par les entreprises des pays du G 7 dans les économies émergentes. On assiste, manifestement, à un phénomène de substitution.

**Néanmoins, ces deux éléments ne suffisent pas à rendre compte de la totalité du profil surprenant de l'investissement sur la période récente. Deux grandes interprétations de ce phénomène semblent envisageables.**

**La première, que l'on pourrait qualifier « d'optimiste », serait de considérer que la situation actuelle est normale et temporaire**

Cette situation est normale, parce que le phénomène de sur-accumulation constaté au cours de la dernière décennie est toujours en voie de résorption, ce qui freine considérablement la formation de capital fixe. Un modèle simple, développé à la Banque de France, qui repose sur le mécanisme de l'accélérateur-profit, tend à sous-estimer l'effort d'investissement américain dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix (situation compatible avec un excès d'investissement), puis à le surestimer depuis cinq ans, cette dernière période pouvant alors s'analyser comme la simple compensation du sur-investissement des années quatre-vingt-dix.

Cette situation est également temporaire, parce que l'on peut s'attendre, au fur et à mesure du déroulement du cycle économique, à une normalisation de la situation financière des entreprises. Aux États-Unis, la croissance des salaires finira par s'ajuster aux gains de productivité déjà enregistrés, de sorte que la part des profits des entreprises dans le PIB devrait diminuer. Parallèlement, l'investissement devrait continuer d'augmenter, notamment sous l'effet du retour récent des taux d'utilisation des capacités de production vers des niveaux supérieurs à leur moyenne de long terme. Ces deux évolutions (une diminution de la part des profits et une augmentation du ratio d'investissement) devraient contribuer à réduire « l'excédent d'épargne » des entreprises. En conséquence, les taux d'intérêt réels devraient progressivement augmenter, mettant un terme à l'énigme de la pente de la courbe des rendements.

Ce scénario « optimiste » signifierait toutefois que les taux d'investissement devraient augmenter parallèlement à une diminution de la part des profits dans le PIB. Cela ne peut se produire que dans l'hypothèse d'une hausse rapide de la demande globale. On peut également contester l'existence d'une sur-accumulation persistante de capital plus de cinq ans après l'éclatement de la bulle technologique. Selon certaines études reposant sur des données sectorielles, les secteurs qui ont le plus (le moins) investi à la fin des années quatre-vingt-dix sont également ceux dans lesquels l'investissement affiche actuellement le dynamisme le plus (le moins) marqué.<sup>1</sup> S'il y avait sur-accumulation du capital dans les années quatre-vingt-dix, on devrait au contraire observer aujourd'hui, dans les secteurs correspondants, un sous-investissement.

### Une conjecture moins optimiste

Il est possible que le comportement des entreprises puisse provenir, au moins en partie, d'une très forte aversion au risque en ce qui concerne les nouveaux investissements. Ce phénomène expliquerait pourquoi une telle proportion des bénéfices vient alimenter les liquidités ou est redistribuée aux actionnaires, malgré la forte croissance de l'économie mondiale et la rentabilité de nombreux investissements. La situation actuelle serait très spécifique, les investissements physiques étant assortis de primes de risque élevées par rapport aux actifs financiers.

Trois raisons peuvent expliquer cette situation :

- premièrement, les incertitudes géopolitiques, qui freinent les décisions d'investissement et qui pourraient jouer un rôle important dans un certain nombre de secteurs, en premier lieu dans celui de l'énergie ;
- deuxièmement, les déséquilibres mondiaux en matière de transactions courantes alimenteraient les anticipations d'ajustement des taux de change qui sont de grands changements dans les prix et coûts relatifs entre les régions du monde. Ces anticipations peuvent freiner l'investissement si les entreprises décident d'attendre que les ajustements de taux de change aient eu lieu pour localiser leurs équipements de production ;
- enfin, la menace du protectionnisme pourrait jouer un rôle important d'amplification de la perception du risque relatif aux activités qui dépendent fortement des marchés mondiaux.

À ce stade, il ne s'agit encore que de simples conjectures. Mais il peut être utile d'étudier plus avant certaines de leurs implications. Une situation où les primes de risque des actifs physiques seraient très différentes de celles des actifs financiers ne peut s'éterniser. À long terme, les actifs financiers ne font que refléter une réalité économique sous-jacente « réelle ». Aussi, ces deux catégories de primes de risque ne peuvent que converger à terme.

Ce rapprochement peut intervenir de deux façons. Soit les primes de risque financier augmentent, ainsi qu'elles ont commencé de le faire, au moins pour certaines catégories d'actifs, soit les primes de risque des actifs physiques diminuent. Plus vraisemblablement, le processus sera une combinaison de ces deux modes d'ajustement. Ils devraient tous deux conduire à une hausse des taux d'intérêt réels, mais seul le deuxième canal favoriserait une croissance de l'investissement. En tout cas, il apparaît de la plus grande importance pour l'économie mondiale que ce processus se déroule d'une manière ordonnée et participe à la réduction de ce « déséquilibre mondial » particulier.

<sup>1</sup> Cf. Desai et Goolsbee (2004) : "Investment Overhang and Tax Policy", Brooking papers on economic activity, février

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- Le PIB a accéléré au deuxième trimestre de 2006 : d'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, il aurait progressé de 1,1 %, après 0,5 % au premier trimestre.
- La conjoncture industrielle demeure bien orientée : d'après l'*Enquête mensuelle dans l'industrie* de l'INSEE, les carnets de commandes sont toujours bien garnis et la demande étrangère est jugée plus dynamique.
- Le taux de chômage au sens du BIT s'est replié de 0,1 point en juillet, à 8,9 % de la population active.
- L'inflation est restée stable en juillet : le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est maintenu à 2,2 %.

### La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est ralentie en juin (8,5 %, après 8,8 % en mai) sous l'effet d'évolutions plus modérées des dépôts à vue (9,0 %, après 9,9 %) et des instruments négociables constitutifs de M3 - M2 (4,9 %, après 6,9 %). Le taux de progression annuel des concours au secteur privé a légèrement baissé en juin (11,5 %, après 11,8 %).
- En France, la croissance annuelle des crédits au secteur privé s'est maintenue à 11,5 %, alors que les crédits aux ménages restent sur un rythme élevé (11,9 %, après 11,8 %), l'accélération des crédits aux sociétés non financières (11,3 %, après 10,6 %) n'est compensée que par le ralentissement des crédits au secteur financier.

### Les marchés de capitaux

- Les anticipations de resserrements monétaires à court terme se sont confirmées dans la zone euro, alors qu'elles se sont nettement dissipées aux États-Unis, en liaison avec les signes de ralentissement de l'économie américaine.
- La Banque du Japon a mis fin à sa politique de taux zéro et relevé de 25 points de base à 0,25 % son taux directeur.
- S'il a contribué au repli des rendements obligataires, le conflit israélo-libanais n'a pas eu d'impact durable sur les divers segments des marchés financiers.

## I | La situation économique de la France

### I | I | La croissance et les prix

#### Rebond de l'activité au deuxième trimestre

D'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, le PIB a progressé de 1,1 % au deuxième trimestre de 2006, après 0,5 % au premier trimestre. Ainsi, l'activité a été beaucoup plus dynamique qu'attendu. À la fin du deuxième trimestre, l'acquis de croissance pour l'année 2006 est de 1,9 %.

La croissance du trimestre est due, à parts égales, à la demande interne hors stocks et aux variations de stocks (contributions de 0,8 point chacune).

La consommation des ménages est restée relativement soutenue (0,7 %, après 0,9 %) — grâce à une accélération de la consommation en produits manufacturés et en services et en dépit d'un ralentissement de la consommation en énergie — et l'investissement des entreprises non financières a rebondi (1,8 %, après - 0,5 %).

La valeur ajoutée a progressé plus rapidement qu'au premier trimestre dans le secteur manufacturier et les services ; elle a, en revanche, ralenti dans le secteur de l'énergie.

La contribution du commerce extérieur est, pour sa part, redevenue négative (- 0,5 point, après 0,6 point), sous l'effet de la conjugaison d'un ralentissement des exportations (1,8 %, après 3,4 %) et d'une accélération des importations (3,3 %, après 1,2 %).

#### Persistance d'un climat conjoncturel favorable

L'indice de la production industrielle, hors énergie et industries agricoles et alimentaires, s'est replié de 0,5 % au mois de juin 2006, en données cvs-cjo, après une hausse de 2,9 % en mai. Dans ces conditions, à la fin du mois de juin, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre est de 0,6 %.

Cependant, d'après l'*Enquête mensuelle dans l'industrie* de l'INSEE, la conjoncture industrielle demeure bien orientée. L'indicateur synthétique a atteint 109 en

juillet, après 107 en juin. Les carnets de commandes sont toujours bien garnis et la demande étrangère jugée plus dynamique.

D'après l'*Enquête mensuelle dans les services* de l'INSEE, la conjoncture est toujours porteuse dans ce secteur. L'indicateur synthétique a lui aussi atteint 109 en juillet, après 107 en juin.

Parallèlement, l'indicateur résumé de l'opinion des ménages a poursuivi sa progression (- 25, après - 28 en juin).

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés ont accéléré en juin, avec une croissance de 1,7 % sur le mois en données cvs-cjo, après 0,9 % en mai. Compte tenu de cette bonne orientation à la fin du deuxième trimestre, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre atteignait 1,4 % fin juin (soit l'équivalent de la progression du deuxième trimestre).

Au mois de juillet, les immatriculations de voitures particulières neuves se sont toutefois repliées (- 6,2 % en données cvs-cjo, après + 2,6 % en juin), prolongeant le profil erratique observé depuis plusieurs années.

#### Dynamisme persistant de la construction de logements neufs en juin

Comparées à la même période de 2005, les mises en chantier de logements neufs sur les trois derniers mois ont conservé, en juin, un rythme de progression quasi inchangé, à un niveau élevé (11,0 %, après 11,6 % en mai).

Ceci peut augurer de la persistance de la bonne tenue de l'investissement des ménages enregistrée au deuxième trimestre de 2006 (0,9 %, après 0,6 %).

#### Baisse du taux de chômage en juillet

Au deuxième trimestre de 2006, l'emploi a accéléré : 0,3 %, après 0,1 % au premier trimestre, grâce au dynamisme du secteur tertiaire.

Le taux de chômage au sens du BIT a poursuivi sa baisse en juillet, pour atteindre 8,9 % de la population active, après 9,0 % en juin.

### Stabilité de l'inflation en dépit d'une accélération du prix du Brent

En juillet, l'indice du prix des matières premières importées par la France, exprimé en euros, a progressé de 5,7 % sur le mois, après être resté stable en juin. L'énergie a sensiblement accéléré, progressant de 6,1 %, après 0,4 %. Le glissement annuel a peu varié, à 28,7 %, après 28,8 % en juin.

En juin, la croissance des prix à la production dans l'industrie est restée modérée : elle s'est établie à 0,1 % en variation mensuelle, après 0,3 % en mai. Sur un an, la progression a atteint 3,9 % (et 2,4 % hors énergie et industries agricoles et alimentaires).

En juillet, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est resté inchangé par rapport au mois précédent, à 2,2 %.

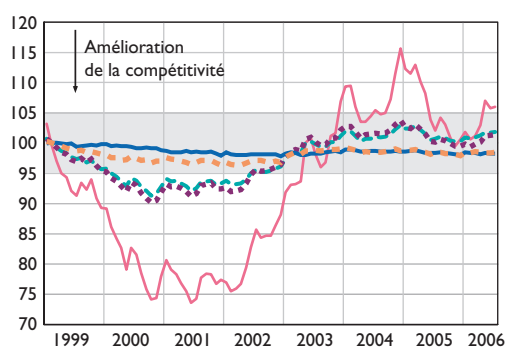
ENCADRÉ I

### Compétitivité de l'économie française

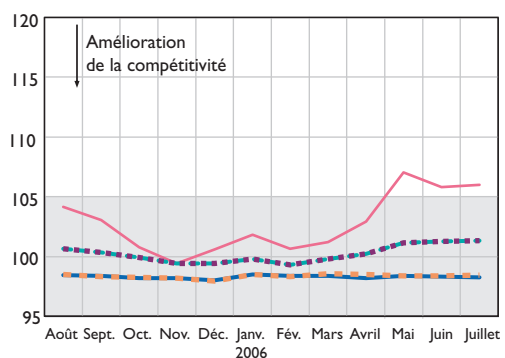
#### Mesurée par les prix à la consommation

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

... depuis 1999



... sur un an

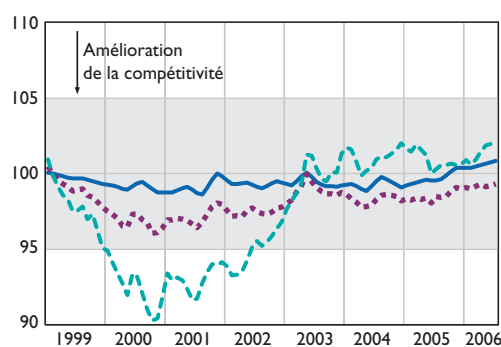


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- Vis-à-vis des pays industrialisés
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 1999

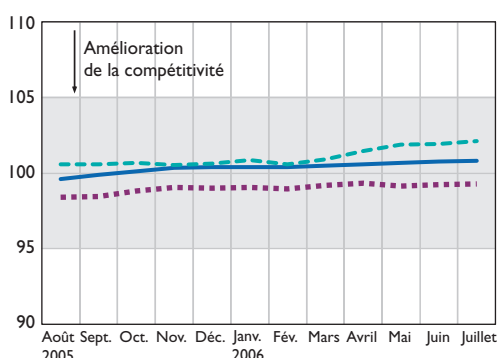
#### Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

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

... depuis 1999



... sur un an



- 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<sup>er</sup> trimestre 1999

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

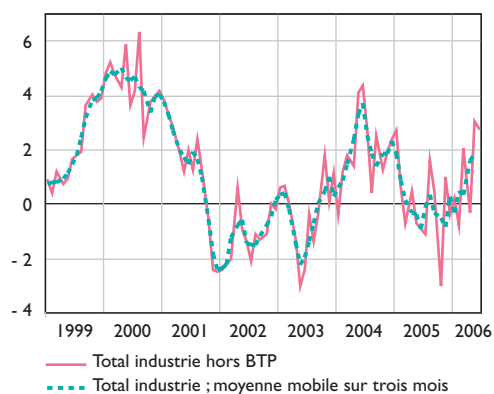
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

## Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

## Production industrielle

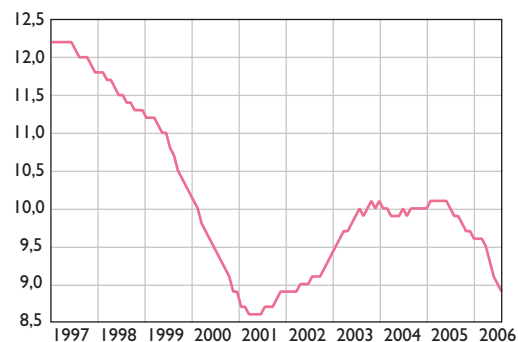
(glissement annuel, en %)



Source : INSEE

## Taux de chômage au sens du BIT

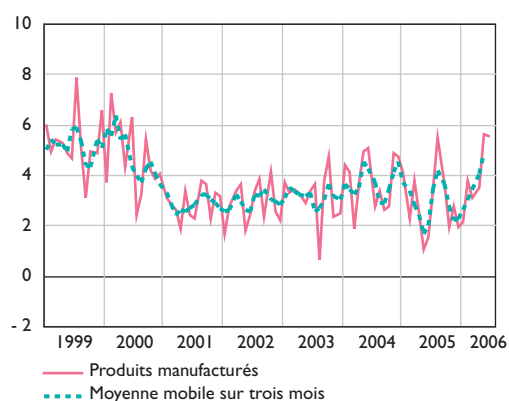
(% , données cvs)



Source : Dares

## Consommation des ménages

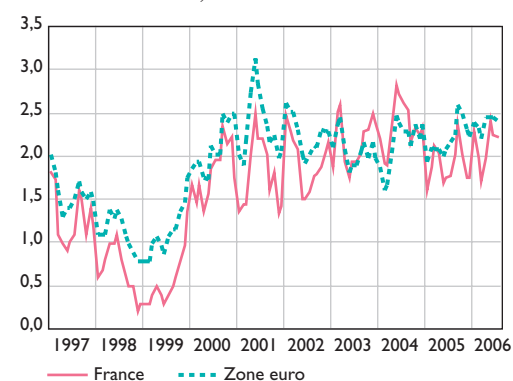
(glissement annuel, en %)



Source : INSEE

## Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, Eurostat

## Le PIB et ses composantes en 2005 et 2006

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

(variations trimestrielles, en %)

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

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 22 août 2006 (premiers résultats du deuxième trimestre 2006)



## ENCADRÉ 2

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

## États-Unis

- Baisse de l'indice des **prix à la consommation** en juillet : 4,1 % en glissement annuel, après 4,3 % en juin (0,4 % en variation mensuelle, contre 0,2 % en juin). Accélération de l'**inflation sous-jacente** en juillet : 2,7 % en glissement annuel, après 2,6 % en juin
- Décélération du **PIB en volume** au deuxième trimestre 2006 : 2,5 % en variation trimestrielle annualisée (en première estimation), après 5,6 % au premier trimestre
- Ralentissement sur un mois de la **production industrielle** en juillet : 0,4 %, après 0,8 % en juin. En glissement annuel, 4,9 % en juillet, après 4,4 % en juin
- Baisse de l'**indice ISM non manufacturier** en juillet : 54,8, après 57,0 en juin et hausse de l'**indice ISM manufacturier** : 54,7 en juillet, après 53,8 en juin
- Hausse du **taux de chômage** en juillet : 4,8 %, contre 4,6 % en juin
- Baisse de l'**indice de confiance des consommateurs de l'université de Michigan** en août (selon l'estimation préliminaire) : 78,7, après 84,7 en juillet
- Hausse de l'**indice de confiance du Conference Board** en juillet : 106,5, après 105,4 en juin
- Légère baisse du déficit de la **balance des biens et services** en juin : - 64,8 milliards de dollars, après - 65,0 milliards en mai

## Japon

- Relèvement du **taux de référence** de la Banque du Japon à 0,25 %, contre 0 % précédemment
- Hausse de l'indice des **prix à la consommation** en juin : 1,0 % en glissement annuel, après 0,6 % en mai ; stabilité de l'**indice sous-jacent** en juin : 0,6 % sur un an, comme en mai
- Décélération du **PIB en volume** au deuxième trimestre 2006 : 0,2 % en variation trimestrielle, après 0,7 % au premier. En glissement annuel : 2,2 % au deuxième trimestre 2006, après 3,4 % au premier trimestre
- **Production industrielle** en hausse en juin : 2,1 % sur un mois, après - 1,3 % en mai (5,0 % en glissement annuel en juin, après 4,0 % en mai)
- Baisse des dépenses de **consommation des ménages** en juin : - 2,2 % sur un an (- 1,8 % en mai)
- Hausse du **taux de chômage** en juin : 4,2 %, après 4,0 % en mai
- Hausse de l'**indice de confiance des consommateurs** en juillet : 48,6, après 47,2 en juin
- Hausse de l'**indice PMI du secteur manufacturier** en juillet : 55,7, contre 54,3 en juin
- Diminution de l'**excédent commercial** sur un an en juin (données brutes des douanes) : 807,9 milliards de yens, contre 853,3 milliards en juin 2005

## Royaume-Uni

- Relèvement de 25 points de base, à 4,75 %, du **taux directeur** de la Banque d'Angleterre
- Baisse de l'**IPCH** en juillet : 2,4 % en glissement annuel (2,5 % en juin)
- Hausse du **PIB** (estimation préliminaire) au deuxième trimestre : 0,8 % en variation trimestrielle, après 0,7 % au premier trimestre

## Zone euro

- Estimation précoce Eurostat du 14 août (portant exclusivement sur le deuxième trimestre 2006) : le **PIB** de la zone euro aurait progressé de 0,9 % au deuxième trimestre 2006 (après 0,6 % au premier trimestre - chiffre susceptible d'être modifié pour intégrer les révisions nationales). Au deuxième trimestre, la **croissance** aurait été plus soutenue qu'attendu dans les grands pays de la zone. La Commission européenne a revu à la hausse sa prévision de croissance pour le troisième trimestre (et légèrement à la baisse celle du quatrième trimestre)
- Diminution de 0,1 % de la **production industrielle, hors construction**, au mois de juin, soit une progression trimestrielle de 1,0 % au deuxième trimestre 2006, après 1,1 % au premier trimestre
- Repli de 0,1 point en août du glissement annuel de l'**IPCH**, à 2,3 % (estimation précoce du 31 août)
- En juillet, légère baisse de l'**indice PMI du secteur manufacturier** (57,4, après 57,7 en juin) et repli de l'**indice PMI du secteur des services** (57,9, après 60,7 en juin)
- Poursuite du repli du **taux de chômage** en juin, à 7,8 % de la population active, contre 7,9 % en mai
- Déficit de 1,1 milliard d'euros du **commerce extérieur** en juin (cvs), après un déficit de 1,2 milliard en mai. En données brutes, sur les cinq premiers mois de l'année, le déficit du secteur de l'énergie s'est creusé par rapport à la même période de 2005, tandis que les excédents des produits chimiques et des machines et véhicules ont progressé.



## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en juin 2006

En juin 2006, le déficit courant s'établit à - 0,8 milliard d'euros, en baisse de 1,4 milliard par rapport au mois précédent. Seul le solde des biens se dégrade (- 2,7 milliards d'euros, contre - 2,3 milliards en mai). Celui des voyages reste stable. Toutes les autres composantes (services hors voyages, revenus, transferts courants) enregistrent une amélioration de leur solde.

Les investissements directs affichent des entrées nettes de 2,4 milliards d'euros, après des sorties nettes supérieures à 11 milliards le mois précédent. Les investissements étrangers en France sont en forte hausse à 8,9 milliards d'euros, en raison de la progression des opérations en capital et des opérations de prêts et flux de trésorerie au profit de filiales résidentes. Les investissements directs français à l'étranger s'inscrivent en retrait par rapport aux deux mois précédents (respectivement, en mai et avril, 6,5 milliards d'euros, après 11,5 milliards et 10,5 milliards). En juin 2006, et en cumul sur douze mois, les flux d'investissements directs, tant français à l'étranger qu'étrangers en France, progressent à un rythme supérieur à celui enregistré sur l'année 2005.

Les investissements de portefeuille se soldent par des entrées nettes de 21,2 milliards d'euros en juin, contrastant avec les sorties nettes de 5,8 milliards de mai, mois qui avait enregistré d'importantes ventes de titres par les non-résidents dans un contexte boursier volatil. En juin, les non-résidents ont acheté pour 25,4 milliards d'euros de titres, dont 27,3 milliards sur les actions françaises (après des ventes de 29,2 milliards en mai) et 4,5 milliards sur les obligations, les titres du marché monétaire ayant fait l'objet de cessions, pour 6,5 milliards. Sur titres étrangers, les achats des résidents (4,2 milliards d'euros) ont concerné les titres obligataires (14,9 milliards) ainsi que sur les actions (2,1 milliards). Ces acquisitions ont été compensées en partie par des cessions de titres du marché monétaire (12,4 milliards d'euros). En cumul sur les trois derniers mois, les entrées et sorties au titre des investissements de portefeuille demeurent sensiblement inférieures à celles enregistrées au cours de la période correspondante de 2005.

Les « autres investissements » donnent lieu à des sorties nettes de 17,6 milliards d'euros en juin, principalement imputables aux opérations de la Banque de France (- 11,4 milliards) et des IFM (- 6,9 milliards).

Au total, le compte financier enregistre des entrées nettes de 8,7 milliards d'euros en juin.

### La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2004 (b)	Déc. 2005 (b)	Juin 2006 (c)	Juin 2005 (b)	Juin 2006 (c)	Avril 2006 (c)	Mai 2006 (c)	Juin 2006 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	- 5,6	- 27,0	- 28,1	- 5,0	- 4,3	- 1,3	- 2,2	- 0,8
Biens	- 6,9	- 25,9	- 29,7	- 5,9	- 7,2	- 2,3	- 2,3	- 2,7
Services hors voyages	- 1,0	- 0,9	- 1,9	- 0,2	- 0,5	0,0	- 0,6	0,0
Voyages	9,8	8,9	8,3	2,2	2,0	0,7	0,7	0,7
Revenus	10,2	13,1	15,9	3,2	6,0	1,9	1,6	2,4
Transferts courants	- 17,7	- 22,2	- 20,8	- 4,4	- 4,6	- 1,7	- 1,6	- 1,3
<b>Compte de capital</b>	1,4	0,5	- 0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1
<b>Compte financier</b>	- 3,3	- 15,2	58,6	6,8	24,8	5,3	10,8	8,7
Investissements directs	- 20,6	- 41,9	- 38,0	2,3	- 11,1	- 2,4	- 11,1	2,4
- Français à l'étranger	- 45,9	- 93,0	- 96,5	- 9,0	- 28,5	- 10,5	- 11,5	- 6,5
- Étrangers en France	25,3	51,1	58,5	11,2	17,4	8,1	0,5	8,9
Investissements de portefeuille	- 46,6	- 9,2	- 23,7	3,3	4,7	- 10,7	- 5,8	21,2
- Avoirs	- 179,9	- 191,3	- 173,3	- 42,3	- 12,1	- 17,1	9,1	- 4,2
- Engagements	133,3	182,1	149,6	45,5	16,8	6,4	- 14,9	25,4
Produits financiers dérivés	5,0	8,2	5,4	9,7	2,1	- 0,1	0,9	1,3
Autres investissements	62,4	20,7	112,2	- 9,5	30,8	20,3	28,1	- 17,6
dont IFM	38,8	- 2,3	99,4	- 8,6	28,4	28,8	6,5	- 6,9
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	2,6	1,1	- 1,8	- 1,7	- 1,4	1,4

(a) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital.

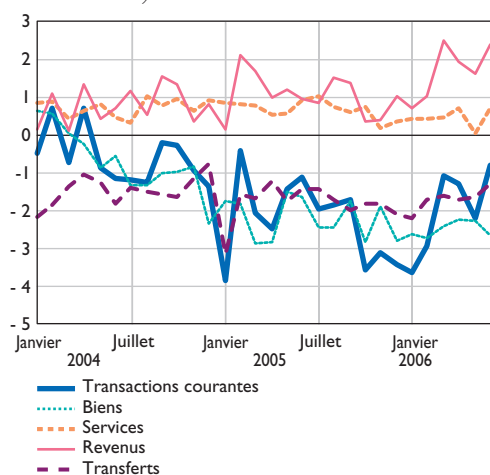
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

**Transactions courantes**

Soldes (cvs)

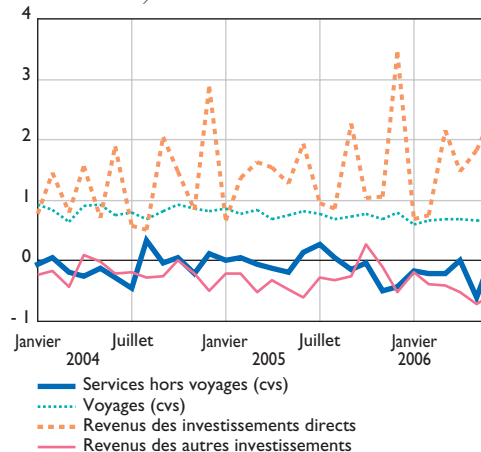
(en milliards d'euros)



**Transactions courantes**

Soldes

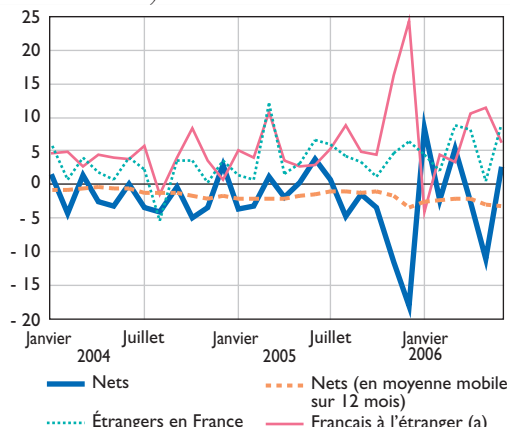
(en milliards d'euros)



**Investissements directs**

Soldes

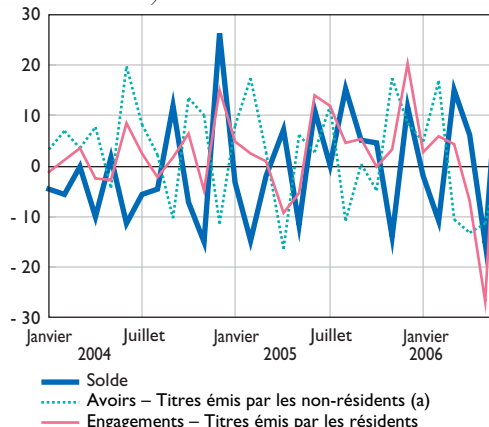
(en milliards d'euros)



**Investissements de portefeuille**

Actions

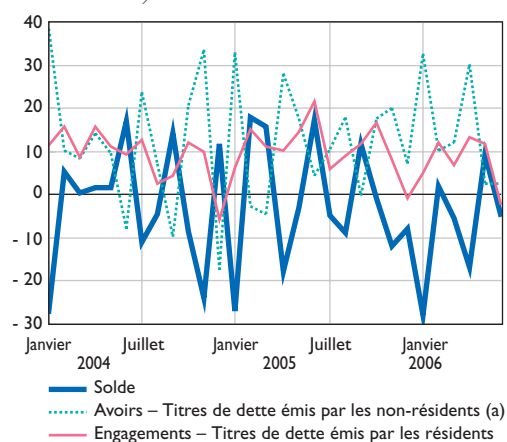
(en milliards d'euros)



**Investissements de portefeuille**

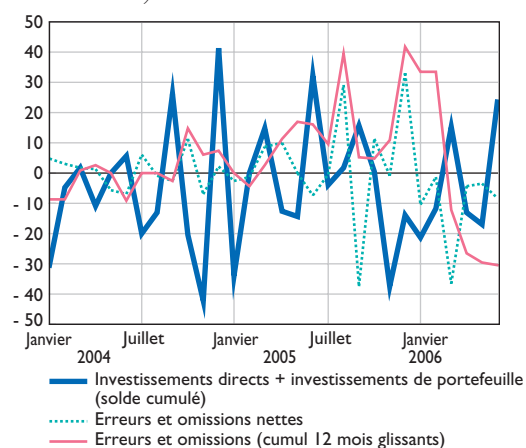
Titres de dette

(en milliards d'euros)



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

(en milliards d'euros)



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

## 2| La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat M3 a baissé à 8,5 % en juin, après 8,8 % en mai. Sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 8,7 %, comme pour la période précédente. Ce ralentissement a concerné les dépôts à vue (9,0 %, après 9,9 %) et les instruments négociables constitutifs de M3 - M2 (4,9 %, après 6,9 %), alors que les autres dépôts à court terme inclus dans M2 - M1 ont vu leur progression s'accélérer (8,8 %, après 8,1 %).

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est un peu modérée en juin (11,5 %, après 11,8 %), tant pour les crédits (11,0 %, après 11,4 %), que pour les titres autres qu'actions (18,1 %, après 18,4 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents s'est renforcée en juin (9,7 %, après 9,4 %), de même que celle des titres d'OPCVM monétaires (4,1 %, après 3,5 %) et celle des dépôts à terme inférieurs à deux ans (25,5 %, au lieu de 16,5 %). Le taux de progression annuelle des comptes sur livret est resté inchangé à 3,8 % et celui des titres de créances d'une durée inférieure à 2 ans a baissé (41,1 %, après 56,7 %).

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

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a fléchi en juin, sous l'effet du ralentissement de l'endettement des administrations publiques et des sociétés non financières. En revanche, le rythme d'évolution de l'endettement des ménages a un peu augmenté (11,8 %, après 11,7 %).

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

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

	Encours à fin juin 2006	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro juin 2006
		Mai 2006	Juin 2006	
<b>Zone euro (b)</b>				
<b>Agrégats monétaires</b> (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	547,6	11,9	11,0	
+ Dépôts à vue	3 017,7	9,9	9,0	
<b>= M1</b>	<b>3 565,3</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>	
+ Autres dépôts monétaires	2 779,5	8,1	8,8	
<b>= M2</b>	<b>6 344,8</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	
+ Instruments négociables	1 030,8	6,9	4,9	
<b>= M3</b>	<b>7 375,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,5</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b> (en données cvs)	8 758,6	11,4	11,0	
<b>Concours au secteur privé</b> (en données cvs)	10 135,3	11,8	11,5	
<b>France</b>				
<b>Principaux actifs monétaires</b> (c)				
Dépôts à vue	451,0	9,4	9,7	14,9
Comptes sur livret	401,1	3,8	3,8	25,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans	60,6	16,5	25,5	5,0
Titres d'OPCVM monétaires	311,4	3,5	4,1	50,9
Titres de créances < 2 ans	84,3	56,7	41,1	50,1
<b>Crédits au secteur privé</b> (c)	<b>1 482,1</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5</b>	<b>16,9</b>

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

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

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, y compris les crédits des FCC

Sources : BCE, Banque de France

**Endettement intérieur total – France**

(taux de croissance annuel en %)

	Juin 2005	Mai 2006	Juin 2006
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>
Sociétés non financières	6,5	9,6	8,7
Ménages	10,1	11,7	11,8
Administrations publiques	6,0	3,7	2,5

Le taux de croissance annuel des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers n'a quasiment pas varié en juin (11,2 %, après 11,1 %), tandis que la croissance annuelle des financements de marché a continué de ralentir pour le sixième mois consécutif (0,3 %, après 1,9 %). Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a sensiblement diminué.

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

(taux de croissance annuel en %)

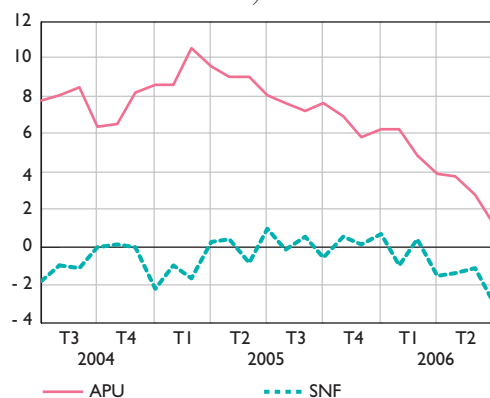
	Juin 2005	Mai 2006	Juin 2006
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,4	11,1	11,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents	14,5	18,6	16,8
Financements de marché	6,3	1,9	0,3

**2|3 L'endettement sur les marchés**

Le ralentissement de la progression annuelle des financements de marché reflète, à la fois, l'importance

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

(taux de croissance annuel en %)



accrue des remboursements nets des sociétés non financières et la baisse des émissions nettes des administrations publiques.

**2|4 Les crédits des institutions financières monétaires**

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est modérée en juin (11,3 %, après 11,6 %).

**Crédits par agents et par objets**

(taux de croissance annuel en %)

	Juin 2005	Mai 2006	Juin 2006
<b>Crédits des IFM</b>	<b>6,9</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>
aux APU	- 6,9	11,6	11,2
au secteur privé (a)	8,5	11,6	11,3
Crédits des EC aux ménages (a)	10,3	11,9	11,9
Trésorerie	5,2	8,8	8,3
Habitat	13,0	15,1	15,2
Crédits des EC aux SNF	5,8	10,7	11,4
Trésorerie	6,1	14,5	14,7
Investissement	5,8	8,5	10,2
Crédits des EC au secteur financier	15,1	14,3	9,4
Clientèle financière	14,6	1,0	- 0,4
Assurances	16,1	56,1	38,3

(a) Les crédits des établissements de crédit aux ménages n'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM).

Ce ralentissement des crédits des IFM a concerné aussi bien les crédits au secteur privé (11,3 %, après 11,6 %) que les crédits aux administrations publiques (11,2 %, après 11,6 %). Il a été particulièrement sensible pour les crédits au secteur financier (9,4 %, après 14,3 %).

La croissance annuelle des concours aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages) s'est poursuivie au même rythme (11,9 %), la légère accélération des crédits à l'habitat (15,2 %, après 15,1 %) ayant été compensée par le ralentissement des crédits de trésorerie (8,3 %, après 8,8 %).

La croissance annuelle des crédits aux sociétés non financières s'est renforcée (11,4 %, après 10,7 %) notamment pour les crédits à l'investissement (10,2 %, après 8,5 %) et, de façon moins marquée, pour les crédits de trésorerie (14,7 %, après 14,5 %).

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

Le taux moyen des crédits aux ménages diminue légèrement en juin (4,87 %, après 4,89 %). Celui des crédits aux sociétés non financières augmente un peu (3,96 %, après 3,92 %).

- Du côté des ménages, l'orientation à la baisse résulte de l'évolution du taux moyen des crédits à la consommation (5,98 %, après 6,12 %) et des découverts (10,02 %, après 10,23 %). À l'inverse, le taux des nouveaux crédits à l'habitat continue de se redresser, tant pour les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (3,65 %, après 3,56 %) que pour ceux de PFIT supérieure à un an (3,74 %, après 3,65 %).

- S'agissant des crédits aux sociétés non financières, la poursuite de la remontée des taux concerne plus particulièrement les crédits de PFIT supérieure ou égale à un an (3,95 %, après 3,89 %) et de PFIT inférieure ou égale à un an (3,68 %, après 3,64 %). En revanche, le taux moyen des découverts est quasiment inchangé (4,20 %, après 4,21 %).

## 2 | 6 Les flux de souscriptions des OPCVM

### Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Mai 2006	Juin 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	7,2	7,6
OPCVM obligations	0,1	4,1	2,5	0,6
OPCVM actions	2,7	5,7	8,3	8,4
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	24,3	24,8

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « diversifiés », « monétaires » et, dans une moindre mesure « actions », se sont renforcés. Ceux des OPCVM « obligations » ont, en revanche, baissé.

### ENCADRÉ 3

#### Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2005

Le patrimoine en valeurs mobilières des ménages, mesuré dans le cadre de la dernière enquête annuelle de la Banque de France auprès des établissements bancaires teneurs de comptes conservateurs, s'accroît de 11,6 % en 2005, après 2,9 % en 2004. Cette augmentation des encours est, en quasi-totalité, imputable aux effets de valorisation, qui, globalement, dépassent largement les flux de cessions nettes observés pour toutes les catégories de titres.

On dénombre, fin 2005, 15,2 millions de comptes-titres ouverts par les personnes physiques (clients des établissements répondant à l'enquête), soit une augmentation de plus de 276 000 comptes par rapport à l'année précédente. Le portefeuille moyen s'élève, à cette même date, à environ 20 900 euros, contre 19 070 euros un an auparavant (+ 9,6 %).

Les avoirs en titres détenus par les ménages sont composés, fin 2005, pour près de la moitié (49,0 %) de titres d'OPCVM — dont 7,9 % d'OPCVM monétaires —, pour plus du tiers (36,5 %) d'actions cotées et pour le solde (14,5 %) d'obligations, en quasi-totalité françaises. La part des actions cotées (françaises et étrangères), dont les cours se sont fortement appréciés en 2005, se renforce quelle que soit la taille des portefeuilles.

La répartition des portefeuilles par catégories socio-professionnelles varie peu par rapport à 2004. La catégorie des inactifs, majoritairement composée de retraités, détient 50,7 % des encours, devançant largement les salariés non cadres (16,2 %) et les cadres supérieurs (13,9 %). L'analyse de la répartition par âge corrobore les résultats obtenus par catégories socio-professionnelles en mettant en évidence la nette prépondérance des « seniors ».

En dépit de la large diffusion des valeurs mobilières, tout particulièrement des actions cotées, la concentration des portefeuilles reste forte : plus de 68 % de l'encours global est logé dans seulement 12,5 % des comptes ouverts.

La version intégrale de la note est disponible sur le site de la Banque de France ([http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/autres\\_telechar/patrim\\_valmob\\_05.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/autres_telechar/patrim_valmob_05.pdf))

## ENCADRÉ 4

**Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2006**

Les données fournies par l'enquête permettent, d'une part, d'apprécier le comportement des titulaires de PEA au cours du deuxième trimestre 2006 et, d'autre part, de comparer les caractéristiques des comptes PEA à celles de l'ensemble des portefeuilles de titres. Les résultats globaux sont suivis d'une information plus détaillée par grandes catégories d'établissements.

Selon les réponses à la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France auprès des établissements teneurs de compte, la valeur des titres déposés sur des PEA (plan d'épargne en actions) s'établissait, à fin juin 2006, à 109,1 milliards d'euros, en diminution de 3,6 % par rapport au trimestre précédent (113,1 milliards). Cette baisse reflète, essentiellement, celle des cours boursiers.

Au cours du deuxième trimestre 2006, et à l'inverse des trois trimestres précédents, les détenteurs de PEA ont procédé à des ventes nettes de titres (toutes valeurs confondues) pour environ 180 millions d'euros, soit 0,2 % de l'encours à fin mars 2006. Les actions ont fait l'objet de flux d'acquisitions nettes à hauteur de 530 millions d'euros, tandis que des désinvestissements ont été enregistrés sur les titres d'OPCVM pour un montant d'environ 710 millions. Les liquidités en dépôt sur les comptes espèces associés aux PEA ont été de nouveau légèrement renforcées, pour atteindre 6,5 milliards d'euros à fin juin.

Le nombre des PEA s'élevait à 7,205 millions à fin juin 2006, en diminution de 0,7 % par rapport au trimestre précédent. Sur un an, la baisse est d'environ 57 000 comptes.

La répartition de la composition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM (58,7 %) et actions (41,3 %) n'a quasiment pas varié par rapport au trimestre précédent.

La version intégrale de la note est disponible sur le site de la Banque de France ([http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/telechar/comptefi/pea2.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/comptefi/pea2.pdf))

## ENCADRÉ 5

**Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juillet 2006****Obligations émises à Paris**

(en milliards d'euros)

	Année 2005	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin juillet 2006
		Juillet 2005 à juin 2006	Août 2005 à juillet 2006	Juillet 2006	Juillet 2005 à juin 2006	Août 2005 à juillet 2006	Juillet 2006	
Sociétés non financières	- 14,0	- 13,9	- 16,2	- 2,8	3,2	3,5	0,3	82,9
État	39,9	26,2	24,7	6,2	69,0	65,1	6,2	610,0
Autres administrations publiques	3,5	- 2,0	- 7,1	- 6,5	1,0	0,3	0,2	44,3
Institutions financières monétaires	- 6,4	- 4,4	- 5,0	- 1,5	12,3	12,9	0,9	145,8
Institutions financières non monétaires	- 0,9	- 0,7	- 1,0	0,0	0,9	0,4	0,0	21,7
<b>Total</b>	<b>22,0</b>	<b>5,2</b>	<b>- 4,7</b>	<b>- 4,6</b>	<b>86,4</b>	<b>82,1</b>	<b>7,6</b>	<b>904,7</b>

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de juillet 2006 ont totalisé 7,6 milliards d'euros, contre 8,5 milliards le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois, les émissions nettes sont négatives, de 4,6 milliards d'euros, contre 2,2 milliards en juin 2006.

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires lancées par l'Agence France Trésor ont représenté 81,5 % du total émis sur la place de Paris.

Le désendettement des sociétés non financières en titres obligataires cotés sur Euronext Paris s'est poursuivi : sur les douze derniers mois, il s'élève à 16,2 milliards d'euros ; celui des autres administrations publiques s'est accru au cours de la même période en atteignant - 7,1 milliards d'euros, contre - 2 milliards un mois auparavant.



### 3| Les marchés de capitaux

Le mois de juillet a été marqué par l'abandon de la politique de taux zéro par la Banque du Japon. Aux États-Unis, le ralentissement de la croissance a incité les participants de marché à revoir à la baisse leurs anticipations de hausse de taux. Dans la zone euro, par contre, les anticipations de resserrement monétaire se sont consolidées. Dans ce contexte, les principales devises ont enregistré de faibles variations bien que le dollar ait progressé en début de mois, en liaison avec la guerre au Liban. Les marchés boursiers ont affiché des performances mitigées.

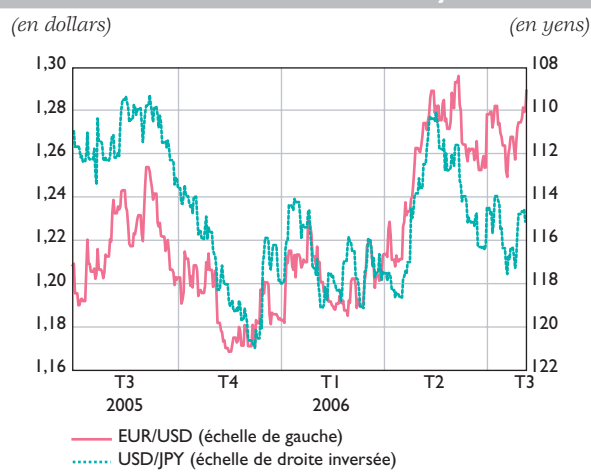
### 3| I Les marchés de change et de matières premières

Au cours de la première quinzaine, le dollar a progressé contre toute devise et joué un rôle de valeur refuge avec le déclenchement des hostilités militaires au Liban. Cette appréciation s'est néanmoins interrompue par la suite et le dollar a perdu la plus grande partie des gains enregistrés en début de mois, en liaison avec la révision à la baisse des anticipations de resserrement monétaire du Système fédéral de réserve. Cette dernière a été consécutive au discours du président Bernanke devant le Sénat, le 19 juillet, qui soulignait le ralentissement de la croissance américaine, et à la confirmation, en fin de mois, d'un PIB en nette décélération. Au terme de cette évolution contrastée, le dollar a clôturé sur des niveaux quasi inchangés contre euro (1,2767 unités pour 1 euro, contre 1,2713 en début de mois).

Largement anticipée, la décision de la Banque du Japon d'augmenter son taux directeur, le 14 juillet, n'a pas entraîné d'évolution majeure du yen, d'autant que la Banque du Japon a expliqué que des taux d'intérêt très bas allaient probablement continuer à prévaloir pendant un certain temps et que les ajustements de taux se feraient de façon progressive. D'une fin de mois à l'autre, le yen est donc resté très stable contre dollar (114,60) et contre euro (145,82)

Au cours du mois de juillet, d'importantes évolutions ont été enregistrées concernant les devises du bloc dollar. Ainsi, le dollar australien s'est nettement apprécié (de 3,2 % contre le dollar américain), du fait du renforcement des anticipations de nouvelles

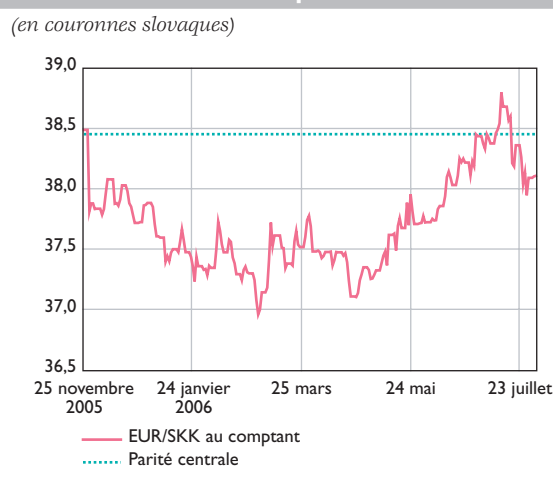
Cours de change de l'euro contre dollar des États-Unis et du dollar contre yen



hausse du taux directeur dicté par la montée des risques inflationnistes. Par contraste, le dollar canadien s'est affaibli (- 1,3 % contre le dollar américain), en liaison avec la pause dans le cycle de resserrement monétaire de la Banque du Canada.

Le 11 juillet, les ministres des finances de l'Union européenne ont approuvé l'entrée de la Slovaquie dans la zone euro à partir de janvier 2007, au taux de conversion de 239,64 tolar par euro, c'est-à-dire la parité centrale du tolar dans le MCE II. Au sein de ce dernier, la couronne slovaque a continué d'être soumise à des pressions baissières, alimentées principalement par des inquiétudes sur le programme

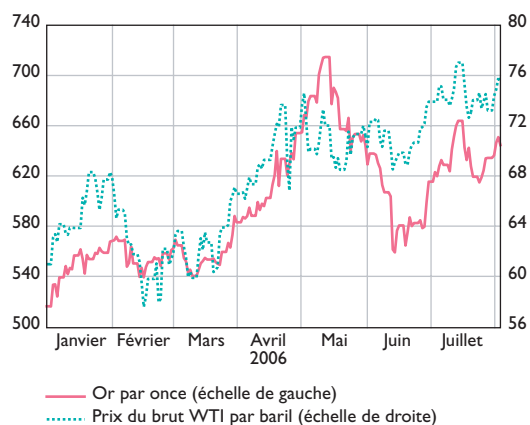
Cours de change de l'euro contre couronne slovaque au sein du MCE II



NB : Hors mention spécifique, les graphiques de la section 3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuters et Bloomberg.

## Cours du pétrole et cours de l'or

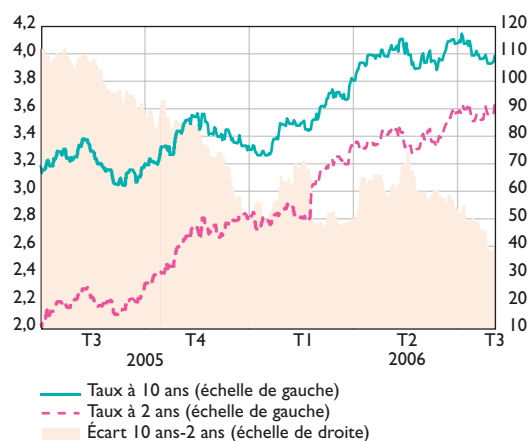
(en dollars)



## Taux des emprunts français à 2 et 10 ans

(en %)

(en points de base)



économique du nouveau gouvernement et l'évolution future de la politique fiscale. La banque centrale slovaque est ainsi intervenue avec succès sur les marchés de change au milieu du mois de juillet pour soutenir la couronne et a relevé, le 25 juillet, son taux de repo à deux semaines de 50 points de base.

L'or s'est apprécié de 619 dollars l'once le 30 juin à 637 dollars le 31 juillet, soutenu par les craintes liées à la résurgence de l'inflation et les tensions géopolitiques. Il a même atteint un plus haut niveau depuis deux mois à 675 dollars le 17 juillet, en raison de l'intensification du conflit israélo-libanais. Les cours du pétrole ont également affiché de nouveaux records au milieu du mois de juillet, en liaison avec ce conflit, la référence WTI atteignant alors 78,6 dollars avant de se replier sur 74 dollars en fin de mois.

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

#### Baisse des taux à long terme et aplatissement de la courbe obligataire en zone euro

Dans un contexte d'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, l'aversion accrue pour le risque et les flux de capitaux vers les actifs moins risqués ont pesé sur les taux obligataires européens. Le taux à 10 ans français s'est ainsi replié de 14 points de base, à 3,93 %. Malgré la persistance de risques inflationnistes en zone euro, les anticipations d'inflation à long terme telles que

reflétées par les obligations indexées et les *swaps* d'inflation se sont réduites en juillet : le point mort d'inflation de l'obligation indexée sur l'inflation OAT€i 2012 a reculé de 6 points de base à 2,17 %.

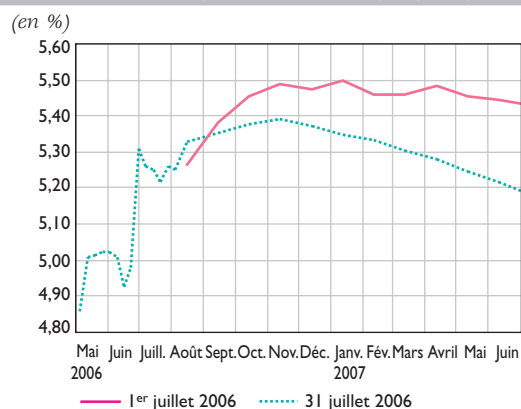
Les taux à court terme ont, en revanche, moins reculé, le taux à 2 ans français se détendant de 7 points de base, à 3,52 %. La courbe des rendements obligataires s'est donc aplatie. Si les anticipations de hausse de taux à moyen et long termes ont reculé, comme en atteste le repli des rendements obligataires courts et des taux implicites des contrats Euribor d'échéance 2007, les anticipations de resserrement monétaire pour le deuxième semestre 2006 se sont précisées et renforcées, en liaison avec la confirmation de la tenue d'une réunion physique du Conseil des gouverneurs de la BCE le 3 août et les propos des membres du Conseil soulignant la nécessaire vigilance contre les risques inflationnistes. À la fin du mois de juillet, le marché anticipait ainsi une hausse de taux début août, une hausse supplémentaire lors de la réunion d'octobre et accordait une probabilité significative (environ 50 %) à un possible resserrement en fin d'année qui porterait le taux directeur à 3,5 %.

#### Baisse des taux et renforcement des anticipations de pause dans le cycle de resserrement monétaire aux États-Unis

Aux États-unis, le contexte géopolitique, la progression des achats nets de titres américains par les non-résidents et, surtout, le ralentissement économique (confirmé par la publication en fin de



### Taux des fonds fédéraux anticipés tirés des Overnight indexed swaps (OIS)



Note : La courbe au 31 juillet représente les valeurs passées **observées** pour le taux des fonds fédéraux entre mai 2006 et juillet 2006 ; les valeurs affectées aux dates suivantes sont des taux **anticipés**.

mois d'un ralentissement de la croissance du PIB) ont contribué à une nette détente des rendements obligataires. Les rendements des titres du Trésor américain à 2 et 10 ans se sont ainsi repliés, respectivement, de 20 et 15 points de base en juillet pour clôturer, respectivement, à 5,02 % et 5,05 %.

Dans ce contexte, les marchés ont revu à la baisse la probabilité d'une nouvelle hausse des taux lors de la réunion du FOMC du 8 août. Le niveau du taux directeur anticipé à l'horizon décembre 2006 a cédé 16 points de base, pour atteindre 5,34 % le 31 juillet, la probabilité accordée à une nouvelle hausse du taux directeur du Système fédéral de réserve s'estompant très nettement aux yeux des participants de marché.

### Abandon de la politique monétaire à taux zéro au Japon

Pour la première fois depuis six ans et conformément aux attentes des marchés, la Banque du Japon a décidé de relever de 25 points de base, à 0,25 %, son objectif pour le taux au jour le jour. Simultanément, la banque centrale du Japon a relevé de 30 points de base, à 0,4 %, sa facilité d'emprunt. Cette décision a, notamment, été rendue possible par la confirmation de la sortie de la déflation, l'indice des prix à la consommation japonaise s'étant inscrit en territoire positif pour le sixième mois consécutif, à 1 % en glissement annuel en juin. À la fin du mois de juillet, le marché anticipait une autre hausse du taux directeur à 0,50 % d'ici à la fin de l'année.

## 3|3 Les marchés boursiers

Les principaux marchés boursiers ont connu des performances contrastées en juillet. Le contexte géopolitique s'est traduit, en début de mois, par une hausse significative (jusqu'à 18 % pour l'indice SP 500) de la volatilité et un net recul des indices boursiers. Les marchés ont, par la suite, rebondi et la volatilité s'est repliée sur les niveaux prévalant en début de mois, en liaison également avec le recul des anticipations de hausse de taux supplémentaire aux États-Unis.

Les résultats des entreprises américaines ont continué à progresser. Ainsi, selon Thomson Financial, les profits des entreprises entrant dans l'indice SP 500 ayant déjà publié leurs résultats du deuxième trimestre 2006 à la fin juillet avaient augmenté de 16,1 %, en rythme annuel, alors que le marché tablait sur une progression de moins de

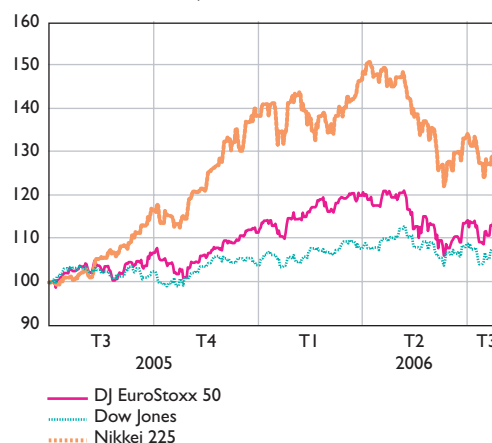
### Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 30 juillet 2006	Variation/ 30 juin 2006	Variation/ 2 janvier 2006
CAC 40	5 009,4	0,9	5,3
DAX	5 682,0	0,0	4,3
DJ EuroStoxx 50	3 691,9	1,2	2,4
FTSE	5 928,3	1,6	4,1
Nasdaq	2 091,5	- 3,7	- 5,2
Dow Jones	11 185,7	0,3	4,4
Nikkei	15 456,8	- 0,3	- 4,0

### Principaux indices boursiers

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



11 % en mars. Au premier trimestre, les profits des entreprises du SP 500 avaient augmenté de 14,9 % en rythme annuel. En juillet, la progression des valeurs pharmaceutiques et pétrolières a compensé la baisse du secteur technologique.

En Europe, la baisse des valeurs technologiques (- 5,7 % sur le DJ Stoxx 600) a été compensée par la hausse des secteurs agroalimentaire (5,2 %), des biens de consommation (4,8 %) et des matières premières (1,9 %).

## ENCADRÉ 6

### Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris Sélection d'indicateurs

#### Activité sur le marché de la pension livrée

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

	Juillet 2006		Moyenne année 2006	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	369,7	68,5	392,2	69,5
Pensions à taux fixe	179,7	33,3	168,5	29,9
Pensions à taux variable	190,0	35,2	223,7	39,6
BTAN	25,8	4,8	116,9	20,7
Pensions à taux fixe	8,0	1,5	40,9	7,2
Pensions à taux variable	17,8	3,3	76,0	13,5
BTF	144,0	26,7	55,4	9,8
Pensions à taux fixe	55,9	10,4	15,9	2,8
Pensions à taux variable	88,1	16,3	39,5	7,0
<b>Total</b>	<b>539,6</b>	<b>100,0</b>	<b>564,5</b>	<b>100,0</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>243,7</b>	<b>45,2</b>	<b>225,3</b>	<b>39,9</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>295,9</b>	<b>54,8</b>	<b>339,2</b>	<b>60,1</b>

#### Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 juillet 2006	30 juin	Variation
1 mois	2,83	2,76	6
3 mois	2,94	2,86	8
6 mois	3,17	3,13	4
12 mois	3,39	3,50	- 11
2 ans	3,52	3,59	- 7
5 ans	3,73	3,87	- 14

- Vers une intensification  
des tensions inflationnistes globales ?** 23  
**Laure FREY, Gilles MOËC**  
*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision  
Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales*
- Une banque centrale nationale  
au sein d'un système fédéral** 35  
**Christian BARONTINI**  
*Direction des Relations internationales et européennes  
Service des Relations européennes*  
**Philippe BONZOM**  
*Direction des Relations internationales et européennes*
- Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris  
de rachat de créances par prépaiement** 45  
**Laurent DANIEL**  
*Direction des Relations internationales et européennes  
Service des Relations monétaires internationales*  
**Arnaud MANAS**  
*Direction des Relations internationales et européennes  
Service de l'Endettement*
- Réforme de la centralisation des risques :  
un nouvel éclairage sur les concours accordés  
aux petites entreprises** 57  
**Annie SAUVÉ**  
*Direction des Entreprises  
Service central des Risques*
- Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises  
de l'industrie française en 2005  
à partir de l'échantillon Centrale de bilans** 65  
**Bernard BARDES**  
*Direction des Entreprises  
Observatoire des Entreprises*



# Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ?

**Laure FREY, Gilles MOËC**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales*

*Dans tous les pays développés, comme dans un grand nombre de pays émergents, l'inflation a fortement ralenti depuis deux décennies.*

*Il est remarquable que ce changement de régime global de l'inflation soit intervenu en même temps que des progrès significatifs étaient accomplis en matière d'intégration financière et commerciale de l'économie mondiale et que de nouveaux acteurs, comme la Chine, émergeaient. Il est donc très tentant de lier les deux phénomènes et d'expliquer la faiblesse des tensions inflationnistes passées par la mondialisation de l'économie.*

*La réalité, toutefois, est plus complexe. L'économie mondiale semble actuellement devoir faire face à une certaine résurgence de l'inflation alors que, loin de s'interrompre, le mouvement de globalisation des économies s'accélère.*

*Dans la désinflation réalisée depuis vingt ans, les gains en crédibilité des banques centrales ont joué un rôle essentiel. En revanche, la relation entre mondialisation et inflation est plus ambiguë. Si l'impact désinflationniste l'a emporté jusqu'à récemment, la situation actuelle marque un retournement des chocs nés de la globalisation, notamment sous l'effet de la très forte pression exercée par les pays en développement sur les prix de l'énergie et des matières premières. Par ailleurs, la plus grande synchronisation des conjonctures entre les principales régions économiques mondiales crée un contexte global plus favorable au développement de l'inflation.*

*L'ensemble de ces évolutions génère une incertitude nouvelle qui peut expliquer la forte volatilité observée récemment sur certains marchés financiers. Cette volatilité, toutefois, peut s'interpréter davantage comme une montée de l'incertitude quant au cheminement immédiat de l'inflation que comme la perception d'un accroissement durable des tensions inflationnistes.*

*Ces changements justifient, néanmoins la grande vigilance manifestée par toutes les banques centrales face aux signes d'accélération des prix observables depuis quelques mois. Outre sa contribution directe à la stabilité des prix, cette vigilance paraît également de nature à mieux ancrer les anticipations des acteurs sur les marchés financiers.*

*Si la mondialisation a soutenu la désinflation globale au cours des quinze dernières années (partie 1), cet effet est aujourd'hui moins déterminant (partie 2), ce qui ravive les incertitudes relatives au cheminement de l'inflation à court terme (partie 3), ces dernières ayant contribué au récent retour de la volatilité sur les marchés financiers (partie 4).*

Mots clés : mondialisation, intégration commerciale, pays émergents, synchronisation des cycles, inflation, anticipations d'inflation

Codes JEL : E31, E32, F15, F40

## I | La mondialisation a soutenu la désinflation globale depuis quinze ans

On peut définir la mondialisation contemporaine comme le résultat d'un double mouvement :

- l'ouverture réciproque des économies nationales avec, en conséquence une intégration poussée, à l'échelle mondiale, des marchés de biens, de services et d'actifs financiers (et dans une moindre mesure des marchés du travail) ;
- plus récemment, l'entrée sur le marché mondial des pays émergents à populations nombreuses et à faibles salaires.

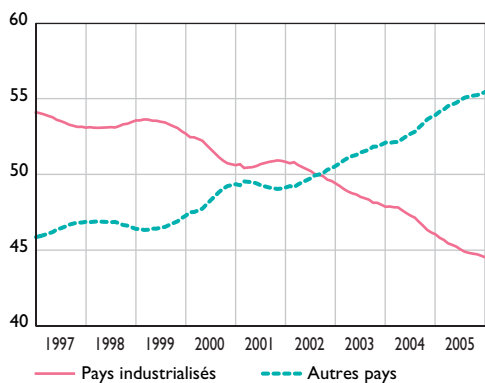
Ces deux évolutions ont conjointement contribué à contenir ou réduire l'inflation mondiale à travers trois canaux principaux.

### I | I L'apparition de nouveaux producteurs à faibles coûts et à bas prix

La Chine, l'Inde et les autres grands pays émergents introduisent chaque année dans l'économie marchande mondiale plusieurs dizaines de millions de nouveaux producteurs à faibles coûts. Simultanément, ces pays voient s'accroître leur poids dans la production et les exportations mondiales.

Graphique 1 Importations de biens manufacturés aux États-Unis par origine

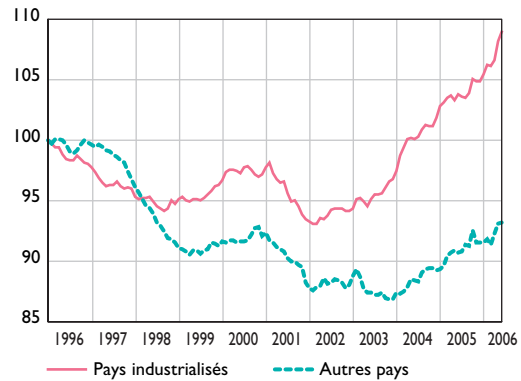
(part en %)



Source : FMI

Graphique 2 Prix des importations de biens manufacturés aux États-Unis par origine

(indices base 100 = janvier 1996)



Source : BLS

Pour les pays développés, il en résulte un double effet désinflationniste qui transite par le prix de leurs importations :

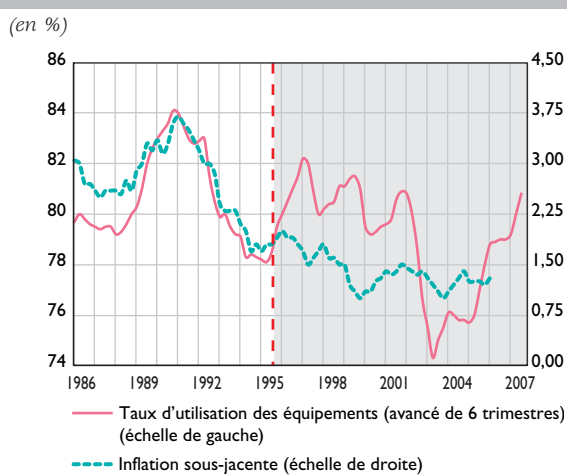
- le niveau global des prix de ces importations se réduit parce que les pays émergents offrent des produits dont le prix est notablement inférieur à celui des producteurs plus anciens (effet direct) et que leurs parts de marché dans les importations des pays développés augmentent (effet de composition) ;
- la progression de ces prix est faible, en raison des gains de productivité, généralement très rapides, enregistrés par les pays émergents (compte tenu de la faiblesse de leur dotation initiale en capital), ce qui modère leurs prix d'exportation.

Les graphiques 1 et 2 illustrent ces deux phénomènes pour les États-Unis. Le graphique 1 souligne la progression régulière du poids des pays hors OCDE, dans les importations. Le graphique 2 montre l'écart entre la hausse des prix des produits manufacturés importés selon qu'ils proviennent des pays appartenant ou non à l'OCDE.

### I | 2 L'ouverture accrue des économies nationales

En économie ouverte, la demande nationale peut être satisfaite par une offre étrangère. Par exemple, un pays en phase haute du cycle peut faire appel aux producteurs étrangers pour répondre à une élévation

Graphique 3 Taux d'utilisation des équipements et inflation dans le G 10



transitoire de la demande interne. Il peut donc exister une déconnexion entre l'offre et la demande nationales, d'autant plus forte que l'économie est ouverte. Au cours de la dernière décennie, cette déconnexion a été favorable à la stabilité des prix. L'apport de l'offre externe limite les hausses de prix de production qui seraient nées des pressions exercées sur les seules capacités d'offre nationales. L'ouverture commerciale favorise donc la désinflation. Ce phénomène est renforcé par l'intégration financière internationale, qui facilite le financement d'éventuels déficits de paiements courants et permet donc à un pays de faire appel sans restriction à l'offre de produits étrangers pour satisfaire sa demande interne.

Dans une économie véritablement mondialisée, l'inflation dans chaque pays n'est plus déterminée par la pression sur l'offre nationale, telle que mesurée, par exemple, par le taux d'utilisation des capacités de production ou l'écart à la croissance potentielle. L'inflation dépend de l'équilibre entre l'offre et la demande mondiales et on doit constater une plus grande dépendance des rythmes nationaux d'inflation à des indicateurs globaux de tension sur l'offre (Borio et Filardo, 2006).

C'est effectivement ce qu'on observe, comme l'illustre le graphique 3, emprunté à Chaney (2006)<sup>1</sup>. Jusqu'en 1995, on identifie, pour l'ensemble agrégé des pays du G 10, un lien étroit entre l'inflation sous-jacente et les taux d'utilisation des équipements. Ce lien disparaît totalement de 1995 à 2004.

<sup>1</sup> Chaney (2006) : "How much inflation is in the pipeline?", Morgan Stanley, juin

### 1 | 3 Une concurrence plus intense entre les producteurs

*A priori*, la concurrence est favorable à la stabilité des prix. Elle accroît la substituabilité entre produits nationaux et étrangers. Dans ces conditions, il est plus risqué pour les entreprises d'augmenter leurs prix, car la sanction en termes de perte de parts de marché est plus forte (la courbe de demande est proche de l'horizontale). De même, la multiplication des producteurs (nationaux et étrangers), née d'une concurrence accrue, peut compliquer la réalisation d'ententes car les coûts de contournement des règles de la concurrence sont plus élevés.

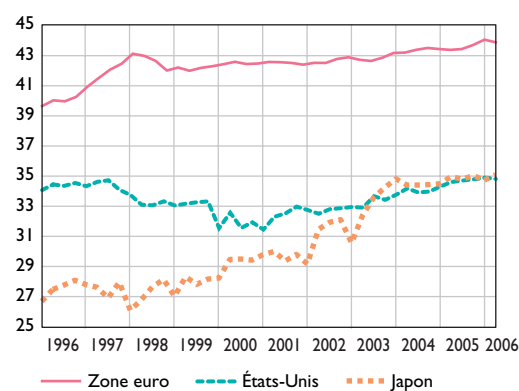
La concurrence s'exerce également sur le marché du travail. La concurrence entre les pays pour l'accueil des activités productives entraîne une diminution du pouvoir de négociation des salariés dans chaque marché national, compte tenu notamment des craintes de relocalisation des activités productives.

Les effets de la concurrence sur l'inflation sont toutefois ambigus et incertains.

Ils le sont, tout d'abord, d'un point de vue théorique : la concurrence entraîne des prix plus bas, pas nécessairement des prix qui augmentent moins vite. Il faut donc supposer une accentuation permanente de la concurrence internationale (qui est probable depuis deux décennies) pour justifier, théoriquement, son rôle dans la désinflation mondiale.

Graphique 4 Taux de marge de l'économie

(données trimestrielles, en %)



Source : Eurostat (zone euro), BEA (États-Unis), Economic and Social Research Institute (Japon)

Note : Contrairement aux taux des États-Unis et du Japon, le taux de la zone euro au coût des facteurs n'est pas corrigé de la non-salarisation.

Ils le sont, également, d'un point de vue empirique : l'observation n'est pas totalement probante quant au degré de contrainte qu'exerce la concurrence internationale sur le comportement des entreprises. On observe, en effet, sur la période récente une forte augmentation du taux de marge. Le taux de marge de l'ensemble de l'économie américaine a augmenté de 31,5 % au premier trimestre de 2001 à 35,1 % au premier trimestre de 2006. Le taux de marge de l'économie japonaise a augmenté de 9,2 points entre 1995 et 2004 dans un contexte de désendettement et de restauration des profits. Le taux de marge de la zone euro n'a augmenté que de 1,9 point entre le premier trimestre de 1998 et le premier trimestre de 2006. Il n'avait toutefois pas connu de baisse lors de la période précédente, comme cela a été le cas aux États-Unis. Cette hausse générale des marges a pu résulter de la modération salariale. Elle témoigne néanmoins des limites de l'importance de la concurrence internationale que le comportement des firmes.

## **I | 4 Une succession de chocs plus qu'un changement de régime ?**

À ce stade, il est utile de considérer le processus inflationniste lui-même. Il peut être défini comme une hausse permanente et continue du niveau général des prix. À court terme, l'inflation est influencée par les chocs (positifs ou négatifs) qui affectent le niveau des prix. Mais, sur moyenne et longue périodes, elle dépend d'abord, et avant tout, des anticipations des agents économiques. Si celles-ci sont stables — ancrées sur une inflation faible — les chocs auront un effet transitoire (ce qu'on appelle l'absence d'effets de second tour). Si les anticipations baissent, alors, toutes choses égales par ailleurs, l'inflation baisse également. Mais une succession de chocs favorables peut, sur longue période, produire, en apparence, des effets similaires.

Au cours des dernières décennies, on a probablement assisté au cumul de deux effets. Le premier est l'ancrage de plus en plus ferme des anticipations d'inflation à un niveau de plus en plus bas, ceci grâce à la crédibilité conquise par les banques centrales partout dans le monde. De ce point de vue, la désinflation mondiale marque un véritable « changement de régime ». Mais cette évolution est indépendante de la mondialisation et résulte de la mise en place, dans tous les pays, d'institutions favorables à la stabilité monétaire. Le second effet, indépendant du premier, est la mondialisation qui a produit une série de chocs favorables décrits ci-dessus.

Deux questions se posent alors. Ces chocs vont-ils se poursuivre ? La réponse à cette question est sans doute négative : les effets désinflationnistes de la mondialisation s'affaiblissent, voire s'inversent aujourd'hui. Dans ce cas, les anticipations vont-elles rester stables ? C'est tout l'enjeu de la période actuelle et cette interrogation explique la fébrilité de certains marchés financiers.

## **2 | La mondialisation est aujourd'hui moins favorable à la désinflation**

L'environnement mondial paraît aujourd'hui plus favorable au développement de l'inflation. À cela on peut avancer deux raisons : l'impact des pays émergents sur les évolutions de prix s'inverse et, après plusieurs années de croissance forte, des tensions apparaissent sur les capacités mondiales de production.

### **2 | 1 Les pays émergents et les prix des matières premières**

On perçoit aujourd'hui combien les nouveaux producteurs de biens manufacturés exercent une pression accrue sur les ressources rares (énergie et matières premières) et contribuent à la hausse de leurs prix. La croissance de ces pays est forte et les processus de production mis en œuvre sont très intensifs en produits primaires.

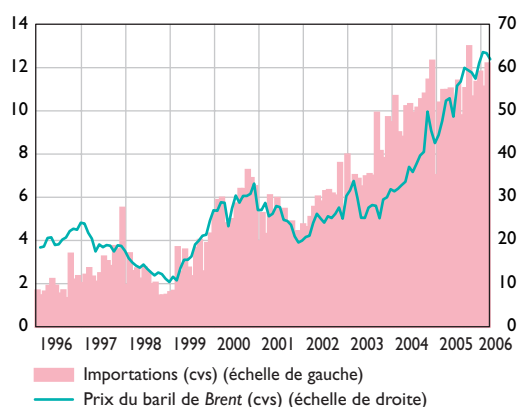
Le graphique 5 fait ressortir un parallélisme étonnant, depuis dix ans, entre la montée en puissance de la Chine dans les importations totales de pétrole et le prix du baril. L'ampleur et le rythme de la croissance de la demande chinoise ont été longtemps sous-estimés. Des délais très longs sont, par ailleurs, nécessaires pour que les investissements consentis dans le secteur de l'énergie et des matières premières accroissent effectivement l'offre. Ceci explique que l'irruption de ce nouvel acteur ait pesé de manière significative et durable sur le niveau des cours.

À cet effet direct sur les prix des produits « primaires » s'en ajoute un autre, plus indirect, sur les prix des produits transformés. La hausse des prix des matières premières et de l'énergie se transmet naturellement aux prix des produits manufacturés. Ce processus peut



**Graphique 5 Importations de pétrole en Chine et prix du baril de Brent**

(en millions de tonnes, par mois) (en dollars par baril)



Sources : China general administration of customs, EIA

être plus rapide dans les pays à bas coût car le poids de ces *inputs* est plus important dans la production finale. Ainsi, la consommation totale d'énergie de la Chine était, en 2002, à peu près égale à la moitié de celle des États-Unis, alors que le rapport des PIB était de 1 à 10. Il est également possible que, dans les pays émergents, les entreprises soient aujourd'hui plus enclines à répercuter les hausses de prix de leurs *inputs* car elles disposent d'une marge de compétitivité importante par rapport à leurs concurrentes des pays développés.

## 2|2 Les tensions sur les capacités mondiales de production

Après trois années de croissance forte dans le monde, des tensions apparaissent clairement sur les capacités de production. Ces tensions sont convergentes et présentes dans les trois grandes zones économiques mondiales où les taux d'utilisation des équipements industriels sont revenus, de manière relativement synchrones, au-dessus de leur moyenne de long terme (cf. graphique 6).

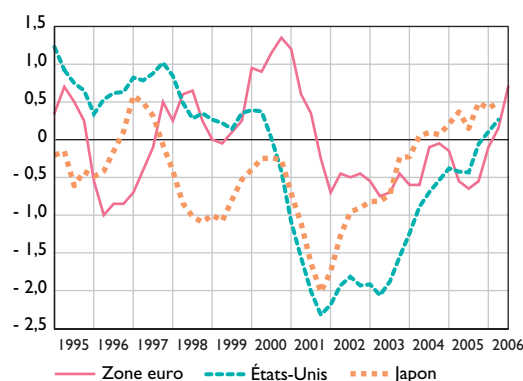
Ces tensions se manifestent également sur les marchés du travail même si, jusqu'ici, on n'observe pas de boucle prix/salaires marquée.

- Le taux de chômage s'est inscrit en baisse depuis quelques années dans l'ensemble des grandes zones (cf. graphique 7). Aux États-Unis, il serait même passé

**Graphique 6 Taux d'utilisation des équipements du secteur manufacturier**

Centrés réduits sur 1987-2005 (a)

(écarts à la moyenne de long terme, en %)



(a) Les écarts à la moyenne représentés sont calculés par rapport à la moyenne de la série sur 1987-2005.

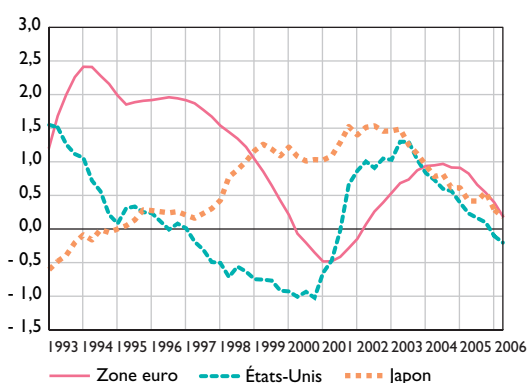
Sources : BCE, Système fédéral de réserve, ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie du Japon

en dessous des estimations usuelles du Nairu et il en est très proche au Japon. À noter toutefois que la légère baisse du taux de participation au cours des dernières années suggère que le marché du travail américain pourrait encore disposer de marges de manœuvre significatives (cf. graphique 8).

- S'il est difficile d'évaluer avec exactitude les ressources inutilisées sur le marché du travail américain, diverses enquêtes montrent toutefois que des tensions apparaissent sur certains segments très spécifiques, en particulier celui des travailleurs qualifiés.

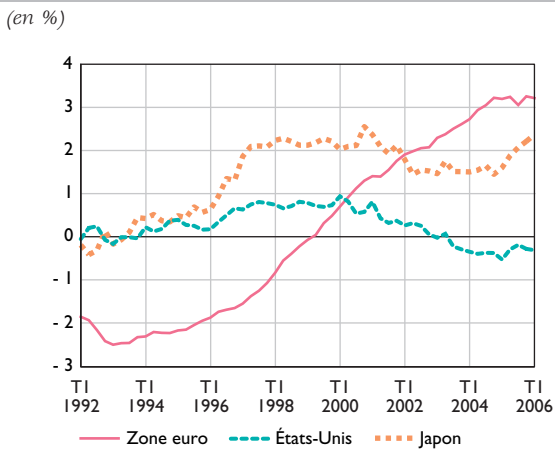
**Graphique 7 Écart entre le taux de chômage et le Nairu**

(écarts en pourcentage)



Sources : Eurostat, BLS, Ministry of Health, Labour and Welfare of Japan, OCDE (Nairu)

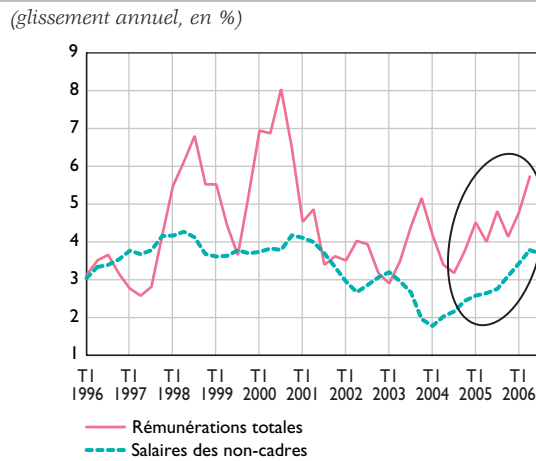
**Graphique 8 Écart du taux de participation à sa moyenne de long terme (1985-2005)**



Source : OCDE

• Dans un tel contexte, la variation des rémunérations par tête est demeurée proche de 2 % dans la zone euro depuis 1999. Au Japon, la croissance des rémunérations nominales par tête a été négative de 1998 à 2005 (cf. graphique 9). Aux États-Unis, l'analyse des tensions salariales doit tenir compte de nombreux facteurs plus ou moins exceptionnels. Au total, la hausse des rémunérations par tête a été contenue au regard des gains de productivité. Toutefois, une nette accélération a été observée en 2003 et 2004 s'expliquant principalement par des facteurs non récurrents : augmentation des exercices de *stock options* et des attributions de bonus, accélération des charges sociales et en particulier des coûts liés à l'assurance maladie. Il ne s'agissait donc pas là

**Graphique 10 Rémunérations horaires des entreprises non agricoles aux États-Unis**



Source : BLS

d'une boucle prix-salaire classique faisant craindre un dérapage inflationniste. En revanche, on observe au cours des derniers trimestres une nouvelle accélération sensible des rémunérations horaires aux États-Unis, qui ne s'explique plus simplement par les facteurs exceptionnels présents en 2003-2004, mais qui reflète des phénomènes plus généralisés, comme en témoigne la reprise des salaires nets horaires des non-cadres (graphique 10). Ceci peut laisser craindre un ajustement retardé des salaires à la productivité, comme à la fin des années quatre-vingt-dix.

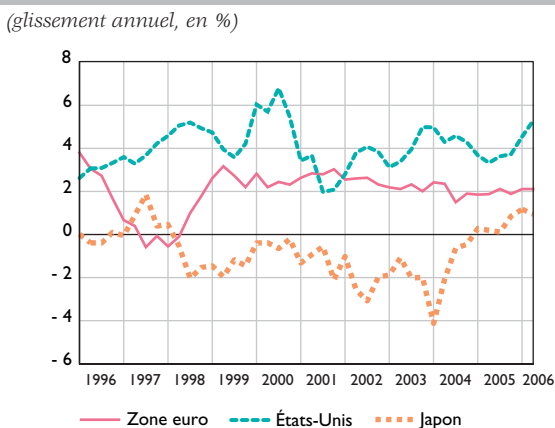
### 3| Incertitudes variables selon les horizons

Comment les analystes et les marchés ont-ils réagi au nouvel environnement de l'inflation mondiale et, en particulier, à la hausse des prix du pétrole et des matières premières ? Quatre tendances intéressantes se dégagent.

• À longue échéance — à terme de dix ans et au-delà —, les anticipations d'inflation sont restées, depuis janvier 2005, au total stables, telles que mesurées par l'écart de rendement entre obligations d'État indexées et non indexées sur l'inflation (cf. graphique 11).

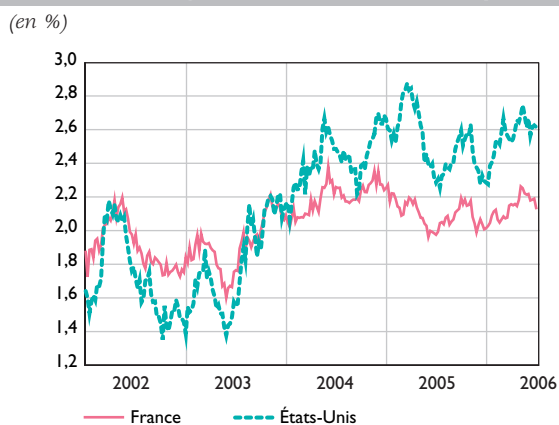
• À court terme, à l'inverse, les analystes anticipent une hausse de l'inflation, plus marquée toutefois pour les États-Unis que pour la zone euro, comme en témoigne l'évolution de la moyenne des projections relevées par le *Consensus forecasts*, et reproduite dans le graphique 12.

**Graphique 9 Rémunérations par tête Ensemble de l'économie**



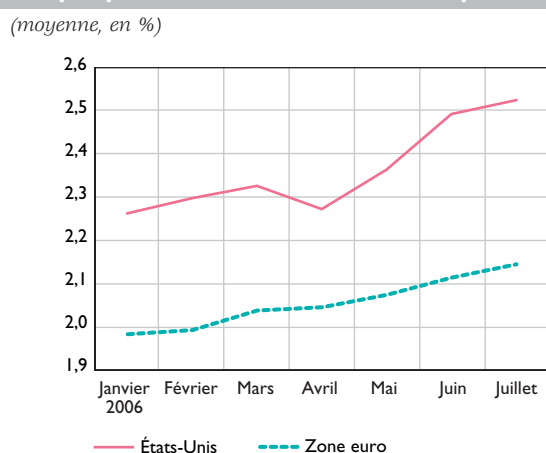
Sources : Eurostat, BLS, Ministry of Health, Labour and Welfare

**Graphique 11 Prévisions d'inflation issues des obligations indexées sur les prix**



Source : Consensus forecasts

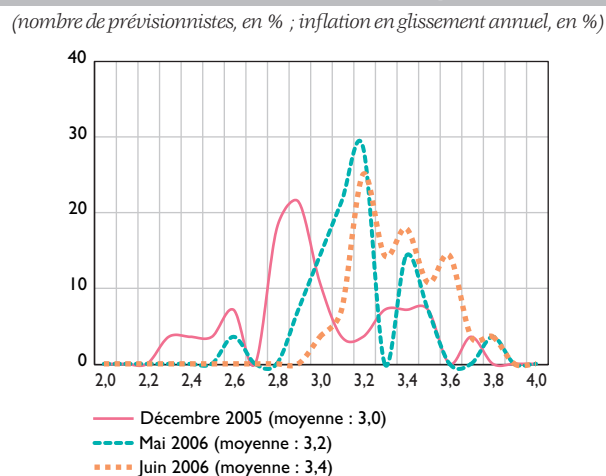
**Graphique 12 Prévisions d'inflation pour 2007**



Source : Consensus forecasts

• Cette hausse des anticipations s'accompagne d'une plus grande incertitude sur l'inflation future. On constate un aplatissement de la distribution des prévisions : les valeurs sont plus « éparpillées », ce qui montre que les analystes sont, globalement, moins assurés (ou plus partagés) qu'auparavant sur les perspectives à court terme, sans qu'un consensus émerge sur un niveau d'inflation précis. Cela est nettement apparu au printemps dernier dans le cas américain (cf. graphique 13). Alors que les données

**Graphique 13 Distribution des projections d'inflation en 2006 aux États-Unis pour 2006**



Source : Consensus forecasts

relatives aux premiers mois de 2006 étaient intégrées dans les projections, ce qui en principe devrait faciliter la projection pour l'ensemble de l'année, l'incertitude, en mai et juin 2006, était plus forte qu'en décembre 2005.

• Enfin, cette distribution devient moins asymétrique, (cf. encadré pour une présentation technique plus complète), notamment dans la zone euro : d'une distribution biaisée « vers le bas », c'est-à-dire marquée par une forte minorité de prévisionnistes tablant sur une inflation très basse en 2007, on passe progressivement à une distribution plus « normale », avec un nombre équivalent de prévisionnistes se situant en deçà et en dessus de la moyenne. Le biais négatif qui existait antérieurement dans les anticipations semble donc se réduire. Il s'est même inversé au mois de juin aux États-Unis et se rapproche progressivement de la normalité pour la zone euro. Ces mouvements dans la distribution des projections pourraient prélude à une révision à la hausse, plus sensible, de la moyenne des prévisions, à l'image de ce qui s'est produit aux États-Unis.

Au total, la visibilité pour les acteurs du marché est de moins en moins bonne, ce qui permet d'expliquer au moins en partie les turbulences constatées au cours du deuxième trimestre 2006.

ENCADRÉ

### L'analyse de la distribution des prévisions fournies par "Consensus Forecasts"

- L'écart-type mesure la dispersion des prévisions par rapport à la moyenne. Celle-ci augmente quand l'écart-type est plus élevé.

- Le kurtosis, ou coefficient d'aplatissement, mesure le degré d'écrasement de la distribution. Plus le kurtosis est positif, plus la distribution est pointue, c'est-à-dire que les réponses sont très polarisées (les prévisions sont regroupées autour des mêmes valeurs).

- Le skewness permet d'évaluer l'asymétrie des prévisions.

S'il est négatif, la distribution est asymétrique à droite (c'est-à-dire qu'elle s'étire plus vers la gauche que vers la droite), donc les prévisions sont négativement biaisées. Les individus dont les prévisions sont inférieures à la moyenne sont sur-représentés.

S'il est positif, la distribution a tendance à s'étirer plus vers la droite. Les individus dont les prévisions d'inflation sont supérieures à la moyenne sont plus nombreux.

La dispersion globale (mesurée par l'écart-type) est restée relativement stable dans chaque zone. Elle est plus élevée aux États-Unis que dans la zone euro.

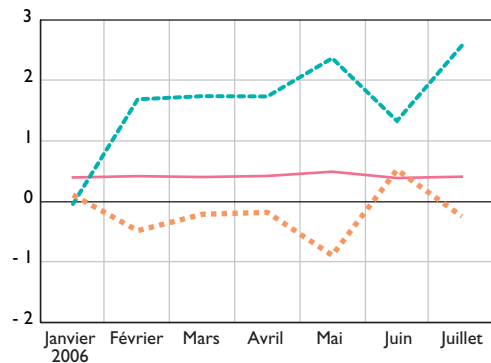
L'environnement de la zone euro semble de plus en plus incertain. La diminution continue du kurtosis depuis plusieurs mois indique que la visibilité pour les acteurs du marché est de moins en moins bonne. Les prévisions ne convergent pas. Au contraire, la courbe des prévisions a tendance à s'aplatir : les valeurs sont « éparpillées », sans qu'un consensus n'émerge sur un niveau d'inflation précis. La France, en particulier, connaît une forte augmentation des incertitudes depuis le mois de mai.

Aux États-Unis, après une période de flottement au mois de juin, il semble que les prévisions d'inflation convergent à nouveau (la courbe est plus « pointue »). La visibilité paraît meilleure que pour la zone euro.

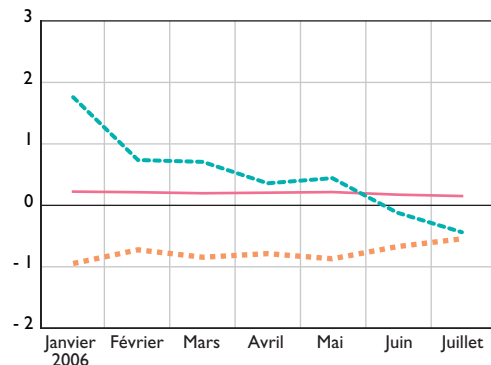
En revanche, dans toutes les zones, le skewness est généralement négatif. Ce biais négatif (qui signifie que les individus prévoyant une inflation inférieure à la moyenne sont sur-représentés) semble se réduire. Il s'est même inversé au mois de juin aux États-Unis et se rapproche progressivement de la normalité pour la zone euro.

#### Prévisions d'inflation 2007

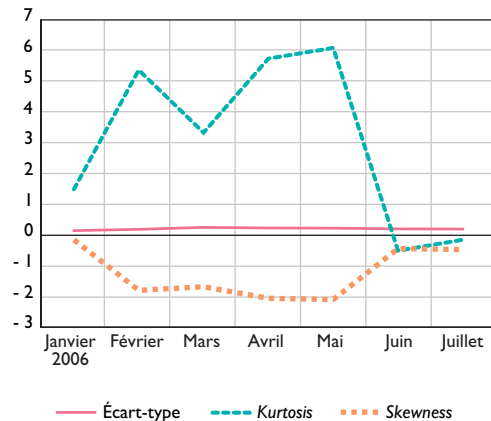
##### États-Unis



##### Zone euro



##### France



## 4 | Conséquences récentes sur les marchés financiers

Le second trimestre 2006 a été marqué par d'importantes turbulences sur les marchés d'actions. Les autres marchés financiers — obligations, marchés de crédit, marchés des changes — ont été beaucoup moins touchés. Sur toutes les places boursières, on a constaté de forts ajustements des cours à la baisse et une augmentation de la volatilité quotidienne.

Ces phénomènes ont été attribués, par un grand nombre d'analystes et d'observateurs, à la « peur de l'inflation » qui se serait emparée des investisseurs. Les observations qui précèdent permettent à la fois de qualifier et de préciser ce diagnostic.

La théorie enseigne que la valeur des actions est déterminée par trois paramètres : les anticipations de profit, le niveau des taux d'intérêt à long terme et les primes de risque. Au cours du deuxième trimestre, les anticipations de profit des firmes, telles que mesurées par les enquêtes et les annonces, sont restées élevées, proches ou supérieures à celles des trimestres précédents. Les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en baisse, sous l'effet, notamment, d'un report de la part des investisseurs des actions vers les

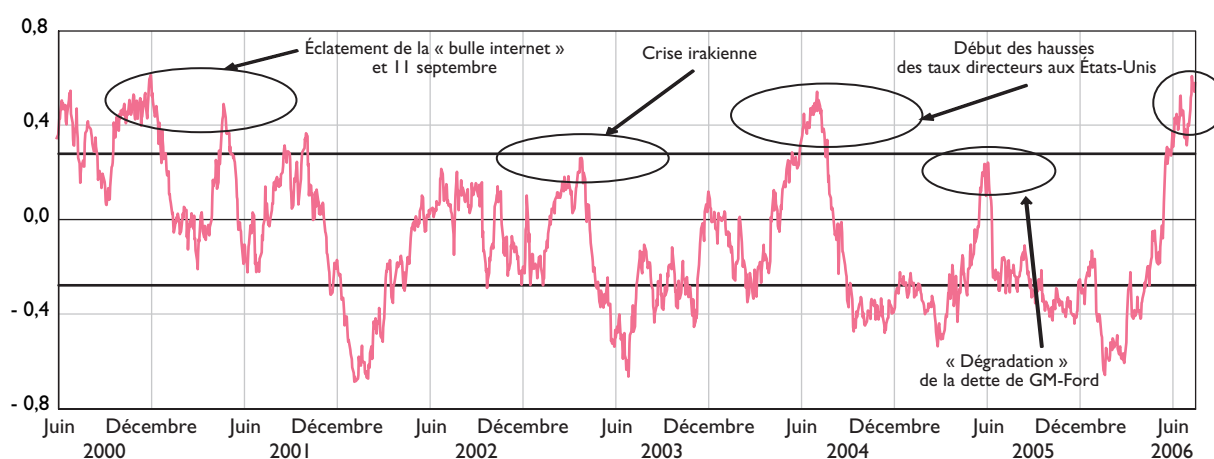
obligations. Les anticipations d'inflation incorporées dans ces taux sont, comme souligné plus haut, restées stables, voire en légère baisse. Si l'inflation — ou la peur de l'inflation — était responsable de la chute des cours boursiers, on aurait observé le mouvement inverse : une hausse des taux à long terme et des anticipations d'inflation. Les explications les plus couramment avancées à la volatilité des cours boursiers doivent donc être sérieusement nuancées.

L'interprétation est à rechercher du côté des primes de risque. Avec des taux d'intérêt en baisse et des anticipations de profits en hausse, le choc boursier traduit nécessairement un accroissement des primes de risque incorporées dans la valeur des actions. Quelles peuvent en être les causes ?

Les primes de risque traduisent la conjonction de l'« appétit pour le risque » des investisseurs et du caractère plus ou moins risqué et volatil de l'environnement économique. En l'occurrence, ces deux éléments paraissent avoir joué à la hausse.

On observe, tout d'abord, une forte augmentation de l'aversion au risque des investisseurs en actions, telle que mesurée par les indicateurs construits par la Banque de France<sup>2</sup> (comme ceux d'autres institutions). Cette hausse est spécifique au marché

Graphique I4 Aversion pour le risque sur les marchés d'actions



Sources : Baek et alii (2005) ; données : Bloomberg, Morgan Stanley

Calculs : Banque de France

Note : Plus l'indicateur est élevé, plus élevée est l'aversion pour le risque. L'indicateur est principalement significatif au-dessus ou en-dessous des limites de l'intervalle de confiance représenté par les deux lignes horizontales.

2 Cf. Guy Lévy-Rueff (2006)

des actions. On ne la retrouve, ni sur les marchés de matières premières, ni dans les primes de risque de crédit, ni sur les obligations.

Mais c'est aussi – et surtout – l'environnement économique qui peut expliquer la hausse des primes de risque. En particulier, l'incertitude sur l'évolution future de l'inflation – donc des taux d'intérêt – (et, dans une moindre mesure, de la croissance) est source, pour les investisseurs, de risques accrus, qui se matérialisent naturellement par une hausse des primes.

C'est ainsi, semble-t-il, que l'on doit interpréter les corrections intervenues, en mai et juin, sur les marchés boursiers : moins comme le signe d'une « peur » de l'inflation que comme celui d'une incertitude sur son cheminement immédiat. La distribution asymétrique (et atypique) des anticipations d'inflation mesurées par sondages et questionnaires paraît valider fortement cette interprétation.

Quelles conclusions tirer pour l'avenir ? En soi, une tarification plus élevée du risque n'est pas nécessairement injustifiée dans le contexte actuel. Nombreux sont les observateurs qui pensent que, sous l'effet, notamment, de l'expansion de la liquidité mondiale, l'appétit des investisseurs pour le risque avait atteint des niveaux excessifs. Dans cette optique, l'ajustement intervenu représenterait une correction saine. La crainte de l'inflation aurait agi de manière indirecte, en rendant les investisseurs plus généralement conscients du niveau des risques associés à la situation actuelle de l'économie mondiale. L'évolution future de l'aversion au risque – stabilisation, régression ou généralisation de la hausse à d'autres segments du marché financier – constitue certainement un enjeu majeur pour la stabilité financière dans l'avenir immédiat. Dans cette période, la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la croissance et la stabilité financière est de réduire, autant que faire se peut, l'incertitude sur l'inflation.

## Bibliographie

**Borio (C.) et Filardo (A.) (2006)**

*"Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation"*, BRI, mars

**Bryan (M.F.), Cecchetti (S.G.) et Wiggins (R.L.) (1997)**

*"Efficient inflation estimation"*, Working paper, NBER, n° 6183, septembre

**Chaney (E.) (2006)**

*"How much inflation is in the pipeline?"*, Morgan Stanley, juin

**Lévy-Rueff (G.) (2006)**

« Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », *Débats économiques*, n° 2, août ([www.banque-france.fr/fr/publications/débats/débats.htm](http://www.banque-france.fr/fr/publications/débats/débats.htm))

**OCDE (2005)**

« Mesurer et évaluer l'inflation sous-jacente », *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 77, mai

**Smith (J.K.) (2004)**

*"Weighted median inflation: Is this core inflation?"*, *Journal of money, credit and banking*, n° 36, avril





# Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral

---

**Christian BARONTINI**

*Direction des Relations internationales et européennes*  
*Service des Relations européennes*

**Philippe BONZOM**

*Direction des Relations internationales et européennes*

*En 1998, la mise en place du Système européen de banques centrales (SEBC), ensemble constitué par la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'Union européenne et, plus spécifiquement la mise en place de l'Eurosystème, qui comprend la BCE et les BCN des seuls États membres ayant adopté l'euro, a constitué un élément clé de la troisième et dernière étape de l'Union économique monétaire (UEM) instituée par le traité sur l'Union européenne de 1992.*

*L'une des caractéristiques de l'Eurosystème réside dans l'aspect fédéral et décentralisé de son organisation et de son fonctionnement. En conséquence, beaucoup des idées et débats associés au concept de « fédéralisme » peuvent s'appliquer à l'Eurosystème, notamment la question de l'équilibre et des relations entre le « centre » (la BCE et son Conseil des gouverneurs) et la « périphérie » (les BCN).*

*Cet article analyse, dans une première partie, les raisons d'être de l'organisation décentralisée choisie pour l'Eurosystème : notamment, la lettre et l'esprit du Traité, l'apport d'expérience des BCN, la prise en compte de la structure des marchés financiers européens, le multilinguisme de l'Union européenne (UE), les exigences concernant l'indépendance de la politique monétaire, le nouveau contexte technologique...*

*Il décrit ensuite le mode de fonctionnement concret de cette organisation décentralisée, à travers l'exemple de plusieurs domaines clés de l'activité de toute banque centrale : conduite de la politique monétaire, communication, international. Il examine aussi la manière dont sont gérées, dans ce contexte, les missions hors Eurosystème des BCN et les conséquences de l'intégration dans l'Eurosystème pour la gestion interne des BCN.*

*Il ressort de cette étude que, loin d'avoir visé ou contribué à un dépérissement des BCN, le transfert de souveraineté monétaire au niveau européen a renouvelé leur raison d'être et a accru leur efficacité. Dans le cadre d'une équipe décentralisée, animée et coordonnée par la BCE et dirigée par le Conseil des gouverneurs, les BCN sont l'expression des principes de décentralisation et de proximité qui, en renforçant les liens entre les centres de décision et les acteurs de l'économie et de la société, contribuent concrètement à la pertinence et à l'efficacité de la politique monétaire.*

**Mots clés :** Eurosystème, BCE, banques centrales nationales,  
politique monétaire, communication, marchés financiers

**Codes JEL :** G18, E58

NB : Cet article constitue une version révisée et complétée de l'étude « A national central bank within a federal system » publiée par les auteurs dans le cadre de la conférence de la Banque nationale d'Autriche du 21 octobre 2005 sur l'impact du processus d'intégration européenne sur les banques centrales nationales, « The European integration process: A changing environment for national central banks ». Les auteurs remercient E. Poltronacci et C. Lemonnier (service des Relations européennes) pour leur contribution sur les questions linguistiques et A.-M. Moulin et R. Bardy (direction des Services juridiques), sur les questions juridiques. Toute erreur éventuelle est cependant imputable aux seuls auteurs.

« La souveraineté dépérit quand on la fixe dans les formes du passé. Pour qu'elle vive, il est nécessaire de la transférer, à mesure que les cadres de l'action s'épanouissent, dans un espace plus grand où elle fusionne avec d'autres, appelées à la même évolution. Aucune ne se perd dans ce transfert, toutes se retrouvent, au contraire, renforcées ».

Jean Monnet

Dans ses *Mémoires*, publiées en 1976, Jean Monnet, l'un des « pères fondateurs » de l'Europe, a donné cette lumineuse explication de la raison d'être et des modalités de l'intégration régionale en général, et de la construction, *de facto* fédérale, de l'Europe en particulier. Sa réflexion portait essentiellement sur la souveraineté de l'État-Nation, confronté aux divers effets/externalités, d'ordre économique, social et politique, de la mondialisation. Or, elle peut également s'appliquer à la politique monétaire et aux banques centrales, en particulier quand le champ des activités financières (mouvements de capitaux) s'étend à une zone régionale plus vaste. En Europe, les banques centrales nationales de la zone euro ont, de ce fait, été amenées à s'unir. Avec la BCE, elles forment désormais l'Eurosystème, auquel peuvent être appliquées nombre des idées associées, en sciences politiques et en philosophie, au concept de « fédéralisme ». De fait, la BCE/l'Eurosystème est l'une des quatre institutions de nature fédérale de l'Union européenne<sup>1</sup> (Moreau-Defarges, 2001 ; Andreani, 2001). Qui plus est, sa structure interne repose sur un cadre lui-même fédéral, doté d'un centre (la BCE) et, actuellement, de douze autres institutions membres (les BCN).

Dès lors, il n'est pas surprenant que les débats traditionnels sur le fédéralisme se soient étendus à l'Eurosystème. D'un côté, les milieux universitaires s'interrogent parfois sur le niveau optimal de centralisation ou de décentralisation et sur la pertinence ou non d'une évolution « à la manière du Système fédéral de réserve américain » — quelles que soient les acceptions, souvent fort différentes, données à cette expression et alors même que la réalité du Système fédéral de réserve est plus complexe qu'il n'y paraît (cf. infra). D'un autre côté, l'Eurosystème ne manque jamais de souligner l'esprit d'équipe qui l'anime et le bon fonctionnement de son organisation décentralisée.

Ce débat ne doit pas être dramatisé à l'excès. Tout d'abord, les sciences sociales mettent en évidence le caractère inévitable — et potentiellement créatif — des « tensions » entre un centre et sa périphérie au sein de toute organisation fédérale (et, de fait, au sein de toute organisation humaine). Ensuite, l'Eurosystème est un ensemble qui a trouvé son équilibre. Pour illustrer ces points, les différentes raisons de l'organisation décentralisée de l'Eurosystème seront analysées ci-après (cf. section 1) avant de mettre en lumière certains des principaux aspects du fonctionnement de cette structure décentralisée, en particulier au niveau des BCN (cf. section 2).

## I | Raisons de la mise en place d'une organisation décentralisée

Six principales raisons ont présidé au choix d'une organisation décentralisée.

### I | I Conformité avec le Traité et les Statuts

Le sigle officiel du système est « SEBC », qui désigne le Système européen de banques centrales<sup>2</sup>. Or, l'utilisation du pluriel dans l'expression « banques centrales » ne doit rien au hasard. En effet, les rédacteurs du Traité souhaitaient prendre en compte, notamment, le contexte historique enraciné dans des institutions dont le nom lui-même inclut celui des différents pays de l'Union européenne (Banque nationale d'Autriche, Banque fédérale d'Allemagne, Banque nationale de Belgique, Banque de France...). Avant eux, le rapport Delors avait explicitement proposé que la future politique monétaire unique soit conduite par « une structure fédérative, qui est celle qui correspond le mieux à la diversité politique de la Communauté »<sup>3</sup>.

Un deuxième aspect, qui est lié dans une certaine mesure au précédent et qui découle du Traité, réside dans le statut du Conseil des gouverneurs en tant qu'organe suprême de décision de la BCE/l'Eurosystème : il s'agit de l'instance à laquelle participent les gouverneurs de toutes les BCN de la

<sup>1</sup> Avec le Parlement européen, la Cour de justice et la Commission européenne

<sup>2</sup> Le SEBC englobe toutes les banques centrales de l'UE. Le terme « Eurosystème » a été retenu pour désigner spécifiquement le groupe constitué par les banques centrales de la zone euro.

<sup>3</sup> Le rapport du comité Werner (1970) était beaucoup moins explicite que le rapport du comité Delors dans sa description de la future organisation institutionnelle de l'UEM en général et de la politique monétaire en particulier. À cet égard, il mentionnait uniquement la nécessité d'un organe central comparable au Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis.

zone euro. Ils ne représentent pas leur BCN mais siègent au Conseil à titre personnel (de façon très analogue, d'ailleurs, aux membres du Directoire, qui ne représentent pas la BCE au Conseil). Toutefois, c'est bien aussi en raison de leur statut de dirigeant d'une BCN (et parce qu'ils ont été nommés à une telle fonction) qu'ils siègent au Conseil des gouverneurs.

Enfin, et dans la logique de ce qui précède, l'article 12.1 des statuts du SEBC et de la BCE dispose que « dans la mesure jugée possible et appropriée (...), la BCE recourt aux banques centrales nationales pour l'exécution des opérations faisant partie des missions du SEBC ». Dans le même ordre d'idées, la plupart des dispositions des Statuts traitant des différentes fonctions des autorités monétaires attribuent celles-ci soit au SEBC/à l'Eurosystème, soit à la BCE et aux BCN.

Le Traité, aussi bien dans sa lettre que dans son esprit, comporte donc de solides fondements pour une organisation décentralisée.

## I | 2 Expérience des BCN : un atout pour le système

Le choix de cette forme d'organisation décentralisée correspond également au souhait de faire bénéficier le système de l'expérience et de la crédibilité des BCN.

Sur un plan opérationnel, il est évident que chaque BCN apporte à l'Eurosystème son expertise de longue date et sa connaissance de l'économie nationale, du système financier national, du cadre politique national, des réseaux de distribution fiduciaire nationaux... Les BCN sont géographiquement bien placées pour entretenir des relations directes et nouer des contacts avec les agents économiques (autorités publiques, banques, entreprises, citoyens/consommateurs, notamment). Elles mettent ainsi leur expertise au service de l'analyse de l'Eurosystème et de sa sagesse collective.

## I | 3 Égalité de traitement entre centres financiers nationaux

L'Eurosystème présente une caractéristique opérationnelle essentielle : les comptes des banques commerciales sont ouverts sur les livres des BCN

(cf. section 2.1 de la *Documentation Générale sur les instruments et procédures de l'Eurosystème*, dernière version en date : janvier 2006) <sup>4</sup>.

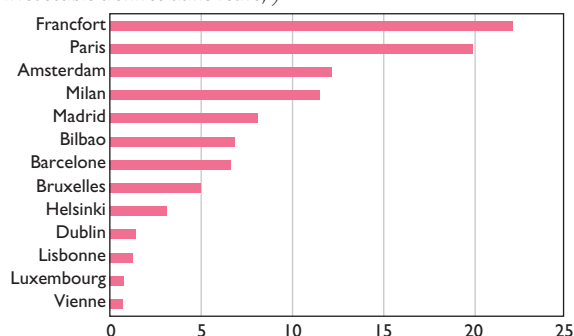
Cette caractéristique n'est pas totalement originale si l'on considère, par exemple, que le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, qui siège à Washington, ne tient pas les comptes des banques commerciales : ceux-ci sont logés dans les douze banques de district qui forment la périphérie du système américain. Toutefois, dans le contexte européen, la structure des marchés financiers confère à cette règle de l'Eurosystème une importance particulière.

En effet, si la politique monétaire avait été placée dans le cadre d'une organisation centralisée, les banques commerciales auraient pu être amenées à concentrer certaines de leurs activités (de gestion de liquidité, notamment) sur le site d'implantation de l'unique banque centrale contrepartie. Une décision « politico-administrative » fixant le mode d'organisation du système de banques centrales aurait alors interféré avec la concurrence normale s'exerçant entre centres financiers.

La structure des marchés européens est, à cet égard, assez décentralisée : il en était ainsi en 1998, quand la décision relative à l'organisation de l'Eurosystème a été prise (cf. graphique 1) ; il en est toujours ainsi, sept ans plus tard, même après qu'une certaine consolidation s'est opérée avec la

Graphique 1 Capitalisation des bourses d'Europe continentale à fin décembre 1998

(en % du total de la zone euro ; devises converties au taux de change irrévocable d'entrée dans l'euro, )

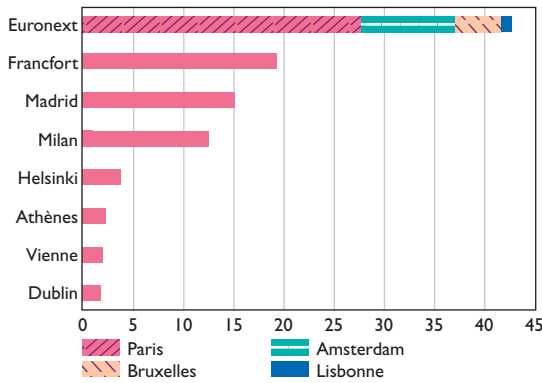


Source : Fédération internationale des bourses de valeurs (FIBV)

<sup>4</sup> « Un établissement ne peut accéder aux facilités permanentes et aux opérations d'open market de l'Eurosystème exécutées par voie d'appels d'offres normaux que par l'intermédiaire de la banque centrale nationale de l'État membre dans lequel il est implanté. »

**Graphique 2 Capitalisation des bourses d'Europe continentale à fin décembre 2005**

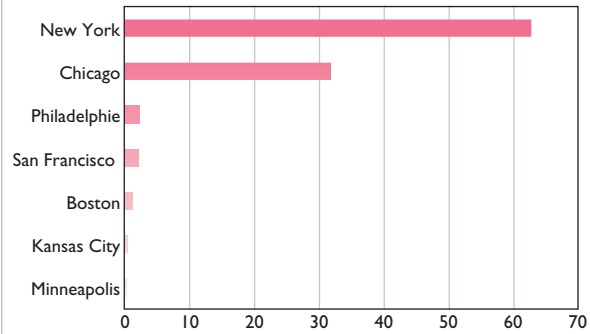
(en % du total de la zone euro)



Source : Fédération internationale des bourses de valeurs (FIBV)  
 Note : La fusion des bourses espagnoles est intervenue en février 2002.

**Graphique 3 Centres financiers aux États-Unis**

(part moyenne dans la capitalisation boursière américaine et dans le volume global d'activité sur les marchés dérivés américains, en %)



Sources : SEC (2005) : rapport annuel (capitalisation boursière des différents marchés américains hors Nasdaq), Fédération internationale des bourses de valeurs pour le Nasdaq, Futures Industry Magazine (2006), mars-avril

création d'Euronext (cf. graphique 2). Encore, l'une des caractéristiques d'Euronext est précisément sa structure, elle-même fédérale. Le secteur des actions n'est d'ailleurs qu'un exemple : d'une manière plus générale, les pôles d'activité financière sont très répartis géographiquement, au sein de la zone euro.

Cette situation est radicalement différente de celle qui prévaut aux États-Unis où le Conseil des gouverneurs a son siège dans une ville (Washington) qui n'est pas un centre financier et où un centre financier (New York) domine très largement tous les autres (cf. graphique 3). Aux États-Unis, la conduite des opérations de politique monétaire est déléguée à un seul membre du système américain de banques centrales, la Banque de réserve fédérale de New York.

Il est possible que, à terme, la concurrence mène à un degré plus élevé de concentration des centres financiers européens. Les modalités de cette concentration font d'ailleurs ces temps-ci l'objet de discussions entre les acteurs concernés. Toutefois, en particulier dans une économie de marché, il convient certainement que les décisions « politico-administratives » relatives à l'organisation interne d'une banque centrale ne constituent pas le facteur déterminant des stratégies des acteurs en matière de concurrence – concentration <sup>5</sup>.

## I | 4 Communication multilingue

Une autre différence, sans doute plus frappante encore, entre les environnements de travail de la BCE et de l'Eurosystème, d'une part, et du Système fédéral de réserve des États-Unis, d'autre part, réside dans la question linguistique. D'un point de vue juridique et institutionnel, l'UE comporte vingt-cinq États membres et vingt langues officielles et de travail (règlement n° 1 de 1958 portant fixation du régime linguistique de la Communauté économique européenne, qui a été adapté après chaque élargissement) <sup>6</sup>. Sur ces vingt langues, la zone euro en compte actuellement dix.

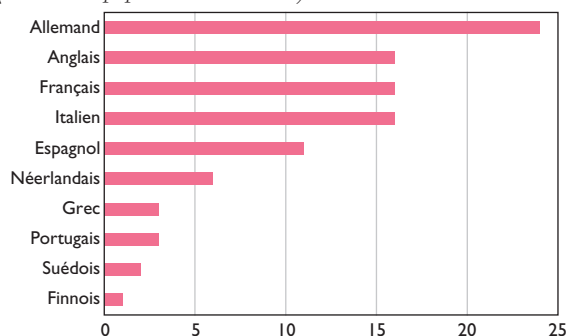
Sur le plan pratique, également, aucune langue européenne n'est la langue maternelle de plus de 25 % de la population de l'UE à quinze – 24 % pour l'allemand et 16 % respectivement pour le français, l'anglais et l'italien (cf. graphique 4) – et aucune langue européenne n'est comprise par plus de la moitié de cette population. Aux États-Unis, en revanche, plus de 90 % de la population possède la même langue maternelle ou la parle très couramment (United States Census Bureau, 2003).

Si les messages de politique monétaire ne peuvent être communiqués aux agents économiques/citoyens dans

<sup>5</sup> Il convient de rappeler à cet égard que, en vertu des Statuts, « le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre ».  
<sup>6</sup> À compter de janvier 2007, l'irlandais deviendra la 21<sup>e</sup> langue officielle.

#### Graphique 4 Langues officielles de l'Union européenne (UE-15) parlées en tant que langues maternelles

(en % de la population de l'UE-15)



Source : Spécial Eurobaromètre 54 (2001), Les Européens et les langues, février

leur propre langue, l'efficacité de la politique monétaire s'en trouve compromise : pour parvenir au même résultat, la banque centrale devrait probablement modifier les taux d'intérêt de manière plus forte. Ceci est particulièrement vrai dans un contexte où l'ancrage des anticipations et les effets psychologiques sont souvent essentiels (Trichet, 2006). L'existence des BCN et l'expérience de leurs responsables en matière de communication sur la politique monétaire, dans la langue de leurs concitoyens et en tenant compte, autant que faire se peut, de leurs contextes culturels en évolution constante, sont donc des atouts essentiels du système de banque centrale qui s'inscrit dans l'environnement multilingue de la zone euro.

## I | 5 Indépendance

Il apparaît (Goodfriend, 2000) que, plus un système est décentralisé, plus il est susceptible d'être indépendant. Cela peut résulter du fait qu'un système décentralisé est moins enclin à céder aux pressions d'ordre externe<sup>7</sup>. De fait, dans un système décentralisé, les responsables tirent leur légitimité de sources plus diverses et plus indépendantes les unes des autres.

Il est donc utile, pour assurer l'indépendance de la politique monétaire, que certains membres du Conseil des gouverneurs de la BCE soient désignés par les institutions européennes et d'autres par les institutions

nationales. Dans la mesure où indépendance et responsabilité doivent aller de pair, cela se traduit par le fait que la BCE est responsable, entre autres, vis-à-vis du Parlement européen tandis que la plupart des gouverneurs des BCN le sont, notamment, vis-à-vis de leur parlement national.

## I | 6 Possibilités offertes par les nouvelles technologies

Enfin, il convient de souligner que le cadre organisationnel de l'Eurosystème a été élaboré dans un contexte marqué par les avancées réalisées dans le domaine des nouvelles technologies : messagerie électronique, téléconférence, visioconférence, paiements électroniques. Ayant bénéficié de ces progrès dès sa création, l'équipe de l'Eurosystème, bien que géographiquement dispersée sur le continent européen, est en mesure de garantir pleinement, en temps réel, la circulation de l'information, la prise de décision et la mise en œuvre de ces décisions (y compris les transferts de fonds correspondants, *via* les systèmes de paiement). C'est ce qu'illustre, par exemple, la décision d'injection de liquidités qui a immédiatement suivi les événements tragiques du 11 septembre 2001.

Là encore, il s'agit d'une différence radicale avec le contexte historique et technologique dans lequel les autres systèmes de banques centrales ont été établis et ont commencé à fonctionner.

À l'inverse, le fait que la mise en œuvre des décisions ne soit pas géographiquement concentrée et que les systèmes de paiement soient organisés autour du réseau des BCN peut aussi contribuer à relever les défis impliqués par l'indispensable continuité des opérations en période de crise.

## 2 | Fonctionnement de l'organisation décentralisée

La présente section passe en revue quelques domaines essentiels du fonctionnement d'un système de banques centrales et examine la manière dont ils sont gérés, concrètement, dans le cas de l'Eurosystème.

<sup>7</sup> Comme le précise d'ailleurs le *Système fédéral de réserve*, « le Congrès a pris soin de tenir la Réserve fédérale à l'écart des pressions politiques quotidiennes de manière à ce qu'elle puisse agir au mieux des intérêts du pays. [En concevant un système composé d'un Conseil et de douze banques fédérales de réserve], le Congrès a sagement diffusé le mécanisme de la prise de décision dans l'ensemble du système (...) », *Banque fédérale de réserve de Richmond* (2003).



## 2 | I Conduite de la politique monétaire

Au cours des premières années d'existence du Système fédéral de réserve américain, les diverses banques de district étaient habilitées à mettre en œuvre les décisions de politique monétaire avec une liberté d'action relativement grande. Cette situation a abouti à une stratégie de politique monétaire non optimale qui pourrait même avoir eu sa part de responsabilité dans l'incapacité du système à prévenir et à régler la crise de 1929 (Meltzer, 2002). Dans le cas de l'Eurosystème, tout a été conçu, dès l'origine, en gardant ce précédent à l'esprit : il a été considéré, de manière consensuelle, qu'aucun écart ne serait autorisé par rapport à l'orientation de la politique monétaire unique définie par le Système.

De fait, les décisions de politique monétaire sont clairement centralisées au niveau du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les gouverneurs des BCN présentent notamment au Conseil des analyses élaborées par leurs propres services, en complément des analyses élaborées par les services de la BCE. Comme indiqué précédemment, cela ne peut que contribuer à enrichir les débats et les décisions du Conseil.

Dès que les décisions sont prises, elles sont mises en œuvre de façon décentralisée et sans ambiguïté possible : le Directoire de la BCE adresse des instructions aux BCN sur la base des décisions et orientations du Conseil des gouverneurs (cf. article 12.1 des statuts du SEBC). La BCE assure un suivi régulier du respect de ces instructions par l'ensemble du système et les principales activités font l'objet de missions d'audit périodiques et approfondies.

S'agissant de la conduite de la politique monétaire « en aval », c'est-à-dire après la prise de décision, des exemples du rôle des BCN viennent facilement à l'esprit de chacun : refinancement, réserves obligatoires, interventions de change, gestion des réserves de change, gestion et surveillance des systèmes de paiement et de règlement-livraison, émission des billets de banque... Concrètement, s'agissant des opérations de refinancement par exemple, elles sont bien, à la fois, uniques dans la zone euro (puisque la BCE décide du lancement de l'opération, fixe le taux minimum de soumission des banques puis l'allocation pour l'ensemble de la zone euro) et décentralisées (en ce sens que la réception des demandes des banques, puis l'allocation de la liquidité entre celles-ci sont réalisées par les BCN). Cette unicité et cette décentralisation

sont rendues possibles par le réseau électronique qui relie toutes les entités de l'Eurosystème entre elles. Mais il convient également de garder à l'esprit le rôle opérationnel des BCN « en amont », c'est-à-dire avant la prise de décision, notamment en ce qui concerne la collecte des statistiques indispensables à une bonne prise de décision.

En amont, le rôle des BCN s'exerce aussi de manière significative par le biais de leur participation aux comités du SEBC (cf. section 2.5 ci-après). Les travaux de ces comités nourrissent les réflexions des instances dirigeantes et, en fin de compte, les décisions du Conseil des gouverneurs.

## 2 | 2 Communication sur la politique monétaire

Les banques centrales doivent expliquer leurs décisions aux agents économiques au moyen d'une communication appropriée. À cet égard, les BCN contribuent, avec la BCE, aux actions de communication nécessaires, par le biais de leurs propres discours, articles, conférences, interviews, auditions et publications, mais également par les traductions qu'elles effectuent, dans leur langue nationale, de la plupart des publications de la BCE. Les réseaux linguistiques mis en place par la Banque nationale de Belgique, la Banque centrale du Luxembourg et la Banque de France pour la langue française ou par la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque nationale d'Autriche pour l'allemand... concourent aux travaux de la BCE qui, de ce fait, n'a pas eu besoin de mettre en place un service de traduction surdimensionné. Cela permet sans doute également de contribuer à la diffusion du message monétaire, en des termes plus proches de la langue effectivement utilisée dans les différents pays.

Il convient de souligner, par ailleurs, que le rôle des BCN, déjà très important dans la communication au jour le jour, est encore plus essentiel dans des circonstances exceptionnelles. Ce constat s'est notamment vérifié, en 2002, lors du passage à l'euro fiduciaire. À cette occasion, l'Eurosystème a mené ce qui a peut-être été la première campagne de communication à l'échelle du continent européen, en appliquant toujours ses principes fondamentaux : préparation décentralisée (impliquant les BCN et la BCE), décision centralisée (s'agissant du concept et des messages) et mise en

### Graphique 5 « À qui feriez-vous le plus confiance pour vous informer sur le passage à l'euro ? »

(en % des premières et deuxièmes réponses, nouveaux États membres de l'UE-25)



Source : Sondage cité dans le document de travail de la Commission européenne (2004), annexe au 1<sup>er</sup> rapport sur les préparatifs pratiques pour l'élargissement futur de la zone euro

œuvre décentralisée (en tenant compte, entre autres, des spécificités nationales en matière de mentalités financières, d'habitudes de consommation médiatique et de marchés de la publicité).

Les BCN jouent un rôle particulièrement précieux dans la communication du système, car elles semblent bénéficier, tout naturellement, d'un degré de reconnaissance plus élevé que des institutions européennes plus lointaines. Cet atout de proximité peut être illustré, par exemple, par une enquête effectuée auprès des citoyens des nouveaux États membres (NEM) concernant les sources d'information qu'ils privilégient s'agissant de leur futur passage à l'euro (cf. graphique 5).

## 2 | 3 Activités internationales

La gestion d'une monnaie internationale telle que l'euro exige une participation très active aux travaux des instances internationales. Les BCN prennent nécessairement part à ces activités, en coordination avec la BCE, étant donné que nombre de ces instances (par exemple, le G7, le FMI...) sont organisées selon une structure par « pays » (ce qui ne les empêche pas de faire une place croissante à l'intégration régionale dans leur raisonnement et leur fonctionnement). Historiquement, de nombreuses BCN ont également tissé de solides réseaux internationaux de relations avec les banques centrales et communautés financières situées hors de la zone euro : la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque nationale d'Autriche en

Europe de l'est, la Banque d'Espagne et la Banque du Portugal en Amérique latine, la Banque de France en Afrique du nord, en Afrique sub-saharienne, en Europe du sud-est et en Asie du sud-est, par exemple.

Ces réseaux complémentaires enrichissent les informations collectées par l'Eurosystème et renforcent la diffusion des messages de la BCE ainsi que la visibilité de l'Eurosystème et de ses positions.

## 2 | 4 Missions ne relevant pas de l'Eurosystème

Il convient également de souligner que la plupart des BCN, outre leurs missions relatives au SEBC, accomplissent un très large éventail de missions qui leur ont été confiées (et continuent de l'être) par leurs autorités nationales, essentiellement par leur parlement, leur gouvernement ou leur communauté financière nationale. Cela constitue une reconnaissance supplémentaire du professionnalisme des BCN et une illustration de leur rôle dans le paysage institutionnel national.

Ces missions ne relevant pas du SEBC (qui incluent, par exemple, la surveillance bancaire, les questions liées à la consommation des services financiers, les services d'agent bancaire pour le compte de l'État) sont loin d'être négligeables. D'une part, elles confèrent aux BCN une visibilité supplémentaire auprès du grand public qui, en retour, renforce la légitimité de l'Eurosystème dans son ensemble. D'autre part, elles mobilisent une part importante du personnel de l'Eurosystème. On notera, incidemment, à cet égard, que la plus grande prudence s'impose, du fait notamment de la diversité de ces missions hors Eurosystème, face aux comparaisons, souvent trop simplistes, du nombre des agents entre les banques centrales en général, et entre l'Eurosystème et le Système fédéral de réserve des États-Unis en particulier.

Cependant, un élément fondamental de « fédéralisme » consiste dans le fait que la réalisation de ces tâches ne peut pas entrer en contradiction avec les missions de l'Eurosystème, ni entraîner de déviation par rapport à la politique monétaire unique. En effet, l'article 14.4 des Statuts prévoit le principe de non-interférence de ces fonctions par rapport aux missions liées au SEBC (et les moyens de mettre en œuvre ce principe).

## 2|5 Organisation interne des BCN

Enfin, il peut être intéressant de souligner l'influence de l'organisation décentralisée de l'Eurosystème sur l'organisation interne des BCN. Cette influence a renforcé l'efficacité de la contribution des BCN à l'Eurosystème.

En premier lieu, cette contribution des BCN ne se limite pas à la préparation de dossiers en vue des réunions du Conseil des gouverneurs, ni à la mise en œuvre des décisions de ce dernier. Comme évoqué au 2|1 ci-dessus, les BCN contribuent directement aux décisions de l'Eurosystème grâce à la participation de leurs représentants aux quatorze comités du SEBC, qui aident à préparer ces décisions (cf. encadré). Ainsi, les BCN contribuent également à la définition des concepts, des messages et des actions décidés de façon centralisée. Inversement, la participation à ces comités favorise, tant dans les BCN qu'à la BCE, le

développement d'une culture d'entreprise commune à l'Eurosystème.

Ce cadre de travail en comités, fondé sur l'utilisation de réseaux, constitue d'ailleurs une façon très « moderne » de fonctionner, qui a également eu des effets structurants pour les BCN. C'est ainsi que le nombre même des experts impliqués (pour la Banque de France, environ cent-dix personnes participant directement aux réunions de l'Eurosystème)<sup>8</sup> a permis de répartir les contacts internationaux, au sein de chaque banque centrale nationale, entre un plus grand nombre de personnes, plus jeunes et placées à des niveaux hiérarchiques relativement moins élevés que dans la période antérieure à l'Eurosystème. Ces contacts ne se réduisent d'ailleurs nullement aux réunions des comités : le travail en « réseau Eurosystème » est devenu, grâce aux échanges électroniques et téléconférences, une réalité quotidienne pour les agents des banques centrales concernées.

### ENCADRÉ

#### Les comités de l'Eurosystème et du SEBC

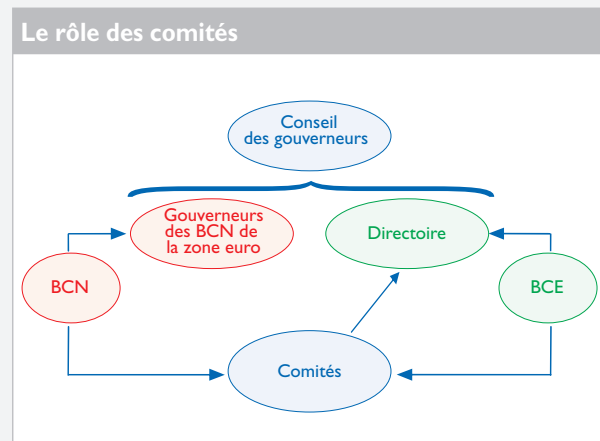
Les comités de l'Eurosystème et du SEBC assistent les organes dirigeants de la BCE dans l'accomplissement de leurs tâches. Mis en place dès les premiers mois qui ont suivi la création de la BCE, le 1<sup>er</sup> juin 1998, les comités sont composés de membres des services des BCN et de la BCE.

Ces comités couvrent les domaines suivants :

- audit interne
- billets
- budget \*
- communication
- comptabilité et revenu monétaire
- questions juridiques
- opérations de marché
- politique monétaire
- relations internationales \*
- statistiques
- surveillance bancaire \*
- systèmes d'information
- systèmes de paiement et de règlement

Dans la liste ci-dessus, les comités signalés par un astérisque (\*) sont présidés par des responsables de BCN. Les autres sont présidés par des responsables de la BCE.

Par ailleurs, en novembre 2005, le Conseil des gouverneurs a institué une Conférence des ressources humaines, formalisant ainsi la coopération entre les chefs du personnel des banques centrales de l'Eurosystème et du SEBC.



<sup>8</sup> Cf. également le même type de données pour la Banque nationale d'Autriche : Lindner et Dvorsky (2006)



En second lieu, la participation à l'Eurosystème a provoqué des changements dans les structures des BCN. Il n'est pas question ici de la diminution des effectifs et du nombre des succursales que la plupart des banques centrales ont connue au cours des dernières décennies : en effet, ces réductions sont largement indépendantes de la création de l'euro. Elles résultent essentiellement des évolutions de l'activité économique et des réseaux de distribution

de la monnaie observables dans la plupart des pays industrialisés, et non pas seulement dans la zone euro.

Plus directement liées à la création de l'Eurosystème sont les réformes des organes de décision des BCN après 1998 et les réformes des services des BCN (réorganisation de plusieurs métiers, par exemple à la Banque de France, afin d'assurer de meilleurs contacts avec leurs contreparties de la BCE et de l'Eurosystème).

*La création de l'Eurosystème a entraîné une saine concurrence et une émulation permanente entre les différents joueurs de l'équipe : aucun d'entre eux n'aimerait apparaître comme un partenaire médiocre dans l'effort commun consenti. Cet élément constitue un autre avantage important de la mise en œuvre du principe de décentralisation.*

*En fin de compte, ce principe est très proche du principe de subsidiarité qui régit officiellement l'UE (ce qui n'est peut-être pas fortuit) depuis le traité de Maastricht de 1992. Ce principe dispose que « la Communauté n'intervient que si, et dans la mesure où, les objectifs de l'action envisagée ne peuvent être réalisés de manière suffisante par les États membres » (article 5). À l'évidence, sur le plan juridique, la subsidiarité ne s'applique pas à la politique monétaire, que le traité de Maastricht a entièrement transférée au niveau de l'Union. Cependant, l'expérience de l'Eurosystème montre que, dans son esprit, la subsidiarité s'applique, avec grand profit, en termes d'organisation (cf. Mersch, 2000 et Trichet, 2002). On pourrait également faire référence à un principe voisin, le « principe de proximité » : comme mentionné précédemment, les citoyens tendent à se méfier des institutions lointaines, associées, souvent à tort, à l'idée de bureaucratie.*

*À cet égard, il convient de noter que si, dans cette présentation, plusieurs différences fondamentales entre les contextes américain et européen ont été soulignées, cette défiance vis-à-vis des institutions lointaines est un phénomène bien établi aux États-Unis. Et, comme cela a été relevé, entre autres, dans le cadre du processus de ratification de la Constitution, ce sentiment a aussi commencé à prendre de l'ampleur en Europe, ce qui pourrait être, en partie, une conséquence naturelle du renforcement des pouvoirs de l'Union.*

*Dans un tel contexte, la structure décentralisée de l'Eurosystème ne peut certainement pas, en elle-même, mettre sa politique monétaire à l'abri de toute critique. Mais elle peut aider à ce que cette politique prenne en compte le maximum d'informations disponibles, soit comprise par les acteurs économiques et soit conduite de manière efficace. Ainsi, cette structure décentralisée peut contribuer à rendre l'Eurosystème plus à même d'« agir localement » (dans chaque État membre), de « décider régionalement » (pour la zone euro) et d'« être un acteur sur le plan mondial » (dans les négociations internationales) (Sa et alii, 2005). Les BCN jouent pleinement leur rôle dans ces trois niveaux d'actions.*

*Pour reprendre les propos de Jean Monnet, aucune BCN ne semble s'être « perdue » dans le transfert de souveraineté que chaque État membre ayant adopté l'euro a accepté. Au contraire, la participation des BCN à l'équipe de l'Eurosystème menée par la BCE les a conduites à s'adapter et les a renforcées. En ce sens, pour les BCN, l'euro n'a pas été une révolution, mais une évolution, marquant non pas tant la fin d'une époque qu'une nouvelle raison d'être.*

## Bibliographie

**Andreani (G.) (2001)**

« Le fédéralisme et la réforme des institutions européennes », *Annuaire français de relations internationales*, vol. 2

**Banque centrale européenne (2006)**

« La mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro – Documentation générale sur les instruments et procédures de politique monétaire de l'Eurosystème », janvier

**Barontini (C.) et Bonzom (Ph.) (2006)**

« *An NCB in a federal system* », atelier de la Banque nationale d'Autriche « Le processus d'intégration européenne : un environnement changeant pour les banques centrales nationales », Vienne, 21 octobre 2005

**Bonzom (Ph.) (1994)**

« L'Union de l'Europe : raisons économiques, conséquences politiques », article inclus dans « Le fédéralisme est-il possible ? », éditions Kimé

**Bonzom (Ph.), Sa (S.) et Strauss-Kahn (M.-O.) (2005)**

« Interactions entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », *Bulletin de la Banque de France*, octobre

**Comité pour l'étude de l'Union économique et monétaire (1989)**

« Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne » (rapport Delors)

**Comité Werner (1970)**

« Rapport intérimaire concernant la réalisation par étapes de l'union économique et monétaire » (rapport Werner)

**Conlledo (F.) et Javier Priego (J.F.) (2005)**

« *The role of the decentralisation principle in the legal construction of the European system of central banks* », inclus dans « *Legal aspects of the European system of central banks* », BCE, octobre

**Eurobaromètre 54 Spécial (2001)**

« Les Européens et les langues », février

**Banque fédérale de réserve de Richmond (2003)**

« *The Federal Reserve today* »

**Friedman (M.) et Schwartz (A. J.) (1971)**

« *A monetary history of the United States 1867-1960* », NBER, Princeton University Press

**Goodfriend (M.) (2000)**

« *The role of a regional bank in a system of central banks* », Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly*, volume 86/1, hiver

**Liebscher (K.) (1998)**

« *The role of a national central bank within the ESCB as illustrated by the OeNB* », Oesterreichische Nationalbank, Vienne, mai

**Lindner (I.) et Dvorsky (S.) (2006)**

« *Institutional changes in the European integration process – the Austrian experience* », atelier de la Banque nationale d'Autriche « Le processus d'intégration européenne : un environnement changeant pour les banques centrales nationales », Vienne, 21 octobre 2005

**Meltzer (A. H.) (2002)**

« *A history of the Federal Reserve* », volume 1, 1913-1951, University of Chicago Press

**Mersch (Y.) (2000)**

« *The role of central banks in Euroland: institutional aspects* », 28 mars

**Monnet (J.) (1976)**

« Mémoires », éditions Fayard

**Moreau-Defarges (Ph.) (2001)**

« La fédération européenne est faite... ou presque », *Annuaire français de relations internationales*, vol. 2

**Trichet (J.-C.) (2002)**

« *The Eurosystem: The European monetary team* », Banque nationale d'Autriche, XXX<sup>e</sup> conférence économique, 13-14 juin

**Trichet (J.-C.) (2006)**

« *Activism and alertness in monetary policy* », Conférence on central banks in the 21<sup>st</sup> century, Madrid, juin

**United States Census Bureau (2003)**

« *Census 2000, language use and English-speaking ability* », octobre

**Watson (M.C.) (2003)**

« *Reinventing euro area central banks* », *Central Banking*, n° 14-2, novembre

# Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement

---

**Laurent DANIEL**

*Direction des Relations internationales et européennes*  
Service des relations monétaires internationales

**Arnaud MANAS**

*Direction des Relations internationales et européennes*  
Service de l'endettement

*En 2005, plus de 20 milliards de dollars des États-Unis de créances ont été remboursés par anticipation par les débiteurs du Club de Paris (Fédération de Russie pour 15 milliards, Pologne pour 5,4 milliards et Pérou pour 1,5 milliard). Au cours du premier semestre 2006, plus de 30 milliards de dollars de rachats de créances ont été annoncés (Fédération de Russie pour 22 milliards, Algérie pour 8 milliards, Brésil pour 1,5 milliard). Ces opérations, bénéfiques pour les débiteurs, ont été paradoxalement réalisées au détriment des créanciers pourtant en position de force par le biais de leur statut et de leur coordination au sein du Club de Paris.*

*Ces opérations s'expliquent par l'adoption, au cours des années quatre-vingt-dix, d'un compromis entre créanciers et débiteurs qui permettaient à ces derniers de rembourser par anticipation sans pénalité ni décote, leurs créances. Par ailleurs, la situation de baisse mondiale des taux d'intérêt depuis les années quatre-vingt et l'amélioration sensible des performances économiques et des perspectives de la Russie, de la Pologne du Brésil, de l'Algérie et du Pérou ont créé un contexte propice à ces remboursements. Les difficultés budgétaires de certains créanciers ont aussi contribué à ce mouvement.*

*La modélisation de ces rachats au pair, comme l'exercice d'options financières permet de distinguer quatre types principaux de contrats. La description des fonctions de gain réalisé lors de l'exercice de l'option (« payoff ») et l'utilisation du modèle de taux d'intérêt de Vasicek permettent de calculer la valeur des options européennes associées.*

*En conclusion, il apparaît que la règle du « ni décote – ni pénalité » peut présenter un coût élevé pour les créanciers et peut avoir des effets pervers dans les incitations qu'elle donne aux débiteurs. Un mécanisme de rachat sur la base de la valeur de marché semble nettement préférable, dans la mesure où il limite les risques d'aléa financier et moral.*

Mots clés : Vasicek, option, option d'achat (*call*) européenne Club de Paris, remboursement par anticipation

Codes JEL : E43, F34, G12, N20

## I | Les opérations de rachat par prépaiement de 2005 et 2006

L'année 2005 et le premier semestre 2006 auront été sans pareil pour le Club de Paris. Loin de demander de nouveaux délais de paiement, voire des facilités supplémentaires, cinq débiteurs majeurs ont demandé à pouvoir rembourser par anticipation leurs dettes.

Ces opérations exceptionnelles ont porté sur près de 53 milliards de dollars. Elles concernaient la Fédération de Russie pour 37 milliards de dollars, l'Algérie pour 8 milliards, la Pologne pour 5,4 milliards, le Brésil pour 1,5 milliard de dollars et le Pérou pour 1,5 milliard.

Ces opérations ont été effectuées à l'avantage des débiteurs. En effet, comme le reconnaît le communiqué officiel du Club de Paris du 13 mai 2005 sur le rachat russe : « Ce remboursement anticipé est le plus important jamais proposé par un pays débiteur du Club de Paris à ses créanciers et permettra à la Fédération de Russie de réaliser des économies importantes lors des années à venir. » De façon similaire, le ministre des finances péruvien indiquait qu'il escomptait retirer de l'opération d'importants bénéfices financiers : "[...] The country hopes to save USD 300 million in debt servicing charges annually in retiring the debt early. [...] The government will finance the buy-back by selling longer term sovereign debt both on the local and international capital markets". La Pologne avait aussi indiqué qu'elle se refinancerait avec profit sur les marchés obligataires.

Ces rachats ont pris la forme de paiements anticipés des échéances futures en principal, les intérêts à échoir n'étant pas versés. Ces « prépaiements » portaient donc sur la valeur nominale de la dette restant due (au pair) et n'ont pas donné lieu à pénalité pour rachat anticipé, sauf dans le cas de la dette russe remboursée en 2006, où certains créanciers bénéficient d'une prime. Si, comme le notent les débiteurs, le remboursement anticipé permet d'éviter le paiement des intérêts, cette économie ne justifie pas, en elle-même, le rachat. En effet, si tel était le cas la dette aurait été déjà remboursée depuis longtemps, voire jamais contractée. En fait, le gain doit être évalué par rapport au coût du capital, c'est-à-dire au coût de refinancement ou au coût d'opportunité. Ainsi, un refinancement de durée identique n'est intéressant pour le débiteur que lorsque le nouveau taux d'intérêt est inférieur à l'ancien. Dans le cas contraire, la charge

### ENCADRÉ I

#### Valeur actualisée et valeur nominale

La valeur nominale d'une créance est le montant emprunté minoré des remboursements en principal déjà effectués. En d'autres termes, c'est le capital restant dû ( $K$ ). Ce montant dépend de l'échéancier de remboursement en principal, mais ne dépend ni du taux d'intérêt du contrat ni du taux d'intérêt actuel.

À l'opposé, la valeur actualisée (ou valeur nette présente) d'une créance fluctue, non seulement en fonction du profil de remboursement, mais aussi du niveau des taux d'intérêt du contrat ( $q$ ) et du marché ( $r$ ) et de la durée restante ( $d$ ). Elle est égale à la somme des flux de remboursement calculés à leur valeur présente (un euro reçu aujourd'hui vaut plus qu'un euro reçu dans un an). Pour une créance remboursable in fine (bullet bond), le prix de l'actif à l'instant  $T$  est défini par la valeur actuelle suivante :

$$S_T = \underbrace{\sum_{j=1}^d \frac{qK}{(1+r)^j}}_{\text{paiement des intérêts}} + \underbrace{\frac{K}{(1+r)^d}}_{\text{remboursement du capital}}$$

En première approximation, il vaut :

$$S_T \approx K + K(q-r)d$$

Ainsi, une créance de nominal  $K$  qui porte intérêt à 10 % quand le taux actuel est de 5 %, possède une valeur actuelle supérieure à sa valeur nominale  $K$ . Inversement, une créance dont le taux d'intérêt est de 3 % aura une valeur actuelle inférieure à sa valeur nominale.

d'intérêt du débiteur sera alourdie. De façon plus générale, le remboursement par anticipation de dette n'est intéressant pour le débiteur que lorsque la valeur actualisée (ou valeur nette présente) de la créance est supérieure à son prix de rachat.

Les opérations de rachat étaient avantageuses pour les débiteurs, dans la mesure où la valeur des créances rachetées (valeur actualisée) était supérieure à la valeur nominale (capital restant dû). Réciproquement, les créanciers ont, dans l'ensemble, cédé aux débiteurs leurs créances pour un prix inférieur à la valeur actualisée. Au total, la perte potentielle globale pour les prêteurs peut être estimée à plus d'un milliard de dollars sur les trois opérations de 2005.

## 2| Le paradoxe

Le fait que les opérations de rachat aient été réalisées au détriment des créanciers est paradoxal. En effet, tant les rapports de force que la nature des contrats favorisent les créanciers par rapport aux débiteurs. En outre, une action philanthropique est à exclure, dans la mesure où les pays concernés ne font pas partie des pays les plus pauvres. Enfin, la situation budgétaire des pays créanciers, quoique dégradée pour certains, ne justifiait pas *a priori* une liquidation des créances avec décote.

### ENCADRÉ 2

#### L'affaire vénézuélienne de 1902

Au début de l'année 1902, les ambassades d'Allemagne et du Royaume-Uni à Caracas présentèrent un ultimatum au gouvernement vénézuélien par lequel ils exigeaient, sous quarante-huit heures, le paiement immédiat des créances dues au titre de la dette publique et la réparation des atteintes à la propriété privée. Ces créances étaient, essentiellement, dues aux dommages subis par les ressortissants allemands et britanniques en raison de la guerre civile qui ravageait alors le pays. [...] Caracas déclarant que ces créances seraient honorées dès la fin du conflit interne, les autorités militaires allemandes et britanniques, aidées par l'Italie, coulèrent les navires de guerre vénézuéliens au mouillage dans le port de la Guayra, bombardèrent la ville de Puerto Cabello et soumièrent tous les ports du pays à un blocus naval. La situation dura plusieurs mois et ne sera résolue que par l'intervention conjointe de l'Argentine et des États-Unis.

Suite à cette crise, fût conclue la deuxième convention de La Haye du 18 octobre 1907 portant « renonciation au recours à la force armée pour le recouvrement des dettes contractuelles ». Cette convention, dite de Drago-Porter, d'après les noms des deux négociateurs argentin et américain, exclut le recours à la force pour le recouvrement de créances publiques, comme le stipule l'article 1<sup>er</sup> :

« Les puissances contractantes sont convenues de ne pas avoir recours à la force armée pour le recouvrement de dettes contractuelles réclamées au gouvernement d'un pays par le gouvernement d'un autre pays comme dues à ses nationaux »

Bertrand Bauchot (2002) : « La protection diplomatique des individus en droit international », mémoire de recherche sous la direction du professeur Aledo, université de Lille 2

## 2|1 Le pouvoir des créanciers souverains

Les créanciers souverains du Club de Paris disposent d'un avantage par rapport aux créanciers privés ordinaires et obtiennent de meilleurs taux de recouvrement. En effet, comme le notent, non sans ironie, Bulow et Rogoff (1988), les prêteurs souverains disposent de la technologie de la canonnière (« *gunboat technology* ») comme moyen de faire respecter les contrats (« *enforcement technology* »). Même si l'usage de la force armée est interdit depuis le début du XX<sup>e</sup> siècle (cf. encadré 2) pour le recouvrement des créances souveraines, les États disposent néanmoins de ressources diplomatiques, économiques et financières spécifiques leur permettant d'obtenir le remboursement de leurs dettes.

La possession de cette « technologie », qui, en fait, regroupe l'ensemble des moyens de pression des États, a historiquement assuré un niveau de recouvrement des dettes souveraines élevé (cf. Eichengreen et Portes, 1985). Par conséquent, la décote maximale admissible pour les créances souveraines est faible. En tout état de cause, la décote obtenue par la Russie est largement supérieure à cette dernière.

## 2|2 La coordination des pays créanciers

Non seulement, les pays créanciers disposent individuellement des voies diplomatiques à l'égard du pays débiteur, mais ils se coordonnent au sein du Club de Paris<sup>1</sup>. La coordination des créanciers évite que le débiteur puisse employer une stratégie de division en jouant les pays créanciers les uns contre les autres.

## 2|3 Les déficits publics des créanciers

D'aucuns ont justifié les opérations de rachat par le fait que certains créanciers de la zone euro étaient soumis à d'importantes contraintes budgétaires du fait du pacte de stabilité. Cette explication est insuffisante dans la mesure où les remboursements par anticipation sont sans effet sur le déficit au sens de Maastricht, voire même contreproductifs, dans la mesure où ils diminuent, à terme, les ressources budgétaires de l'État résultant des versements d'intérêts par les pays débiteurs

<sup>1</sup> Le Club de Paris s'est constitué en 1956 pour traiter, de façon concertée entre créanciers, la défaillance de l'Argentine. Il s'est organisé en une réunion informelle de créanciers pour organiser la solidarité des prêteurs face aux débiteurs et éviter que ces derniers ne se trouvent en situation de monopole.



Tableau I Notation 2005

	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Russie	Baa3	BBB-	BBB-
Pologne	A2	BBB+	BBB+
Pérou	Ba3	BB	BB

et ne peuvent qu'indirectement servir à la réduction du stock brut de dette.

### 3 | Une explication

L'explication des remboursements anticipés de 2005 et 2006 repose, en partie, sur la situation économique des années deux mille où les taux d'intérêt ont atteint un niveau minimal et les perspectives des États débiteurs se sont sensiblement améliorées. Ces rachats découlent aussi d'une doctrine adoptée informellement par les créanciers au cours des années quatre-vingt-dix.

#### 3 | I La baisse des taux

Au début des années quatre-vingt, les taux d'intérêt nominaux mondiaux à long terme dépassaient 10 %, compte tenu du niveau élevé de l'inflation. C'est dans ce contexte de taux élevés que la Russie, la Pologne et le Pérou ont souscrit leurs emprunts initiaux. Ces emprunts furent restructurés et rééchelonnés par le Club de Paris dans les années quatre-vingt-dix (1996 et 1999 pour la Russie, 1993 et 1996 pour le Pérou et 1991 pour la Pologne).

La désinflation entreprise depuis le milieu des années quatre-vingt a conduit à une baisse des taux importante qui sont passés au-dessous de 5 % à partir de 2003. Il en a résulté une hausse de la valeur actuarielle de ces créances anciennes et, donc, un intérêt croissant pour un refinancement.

Taux d'intérêt à 10 ans



#### 3 | 2 L'amélioration des conditions de marché des pays émergents

Parallèlement à la baisse des taux mondiaux, la Russie, le Brésil, l'Algérie, la Pologne et le Pérou ont assaini leurs économies. La hausse des cours des matières premières a amélioré les perspectives des pays producteurs de pétrole et de matières premières.

Avant les années deux mille, le risque de défaut de ces trois pays demeurait très élevé. Depuis les années deux mille, leur risque a fortement diminué du fait de l'amélioration de leurs perspectives économiques et de l'assainissement de leur situation financière.

Il en a résulté un relèvement général des notes des principales agences de notation (*rating*). Ces dernières placent désormais la Russie et la Pologne dans la catégorie « *investment grade* ».

Ainsi, l'écart des taux (*spread*) applicable à ces débiteurs a été quasiment divisé par trois par rapport aux conditions initiales de renégociation.

Au total, les conditions de financement de ces pays se sont considérablement améliorées et la valeur actualisée de leur dette a dépassé le pair. Rembourser par anticipation est devenu rentable.

### 3|3 Le principe du « ni-ni »

Une des caractéristiques des créances du Club de Paris est leur illiquidité. En effet, contrairement aux émissions obligataires, ces créances ne sont pas cessibles et il n'existe aucun marché sur lequel elles pourraient être négociées même si la titrisation peut, dans certains cas, servir d'alternative.

Il en résulte un monopole de rachat par le débiteur. Si le prêteur souhaite céder sa créance, il ne peut le faire qu'auprès du débiteur. Le prix de cession résulte donc, théoriquement, d'une négociation bilatérale.

Pour maintenir une égalité de traitement et concilier les intérêts des créanciers et des débiteurs, le Club de Paris s'accorde sur des règles communes. D'un côté, les débiteurs souhaitent pouvoir racheter leurs créances avec décote, comme cela s'était produit pour certains pays pour des créances commerciales (émissions obligataires « Brady's Bonds »). D'un autre côté, certains créanciers, désiraient, en cas de remboursement anticipé, pouvoir exiger des pénalités<sup>2</sup> compensant les coûts de rupture (« *breakage costs* ») à l'instar des modalités de l'« arrangement sur les crédits à l'exportation bénéficiant d'un soutien public » de l'OCDE :

« En cas de remboursement anticipé volontaire de tout ou partie d'un prêt, l'emprunteur indemnise l'institution gouvernementale qui apporte son soutien financier public pour tous les coûts et pertes découlant de ce remboursement anticipé et, notamment, pour le coût que lui occasionne le remplacement de la partie des rentrées à taux fixe interrompues par le remboursement anticipé. »

Ces deux positions étaient difficilement conciliables. En effet, pour certains créanciers, c'était le principe même d'une décote qui était inacceptable, car ils assimilaient décote à concessionnalité. Ils portaient du principe qu'il ne fallait pas ajouter de concessionnalité à la concessionnalité, dans la mesure où certains accords initiaux prévoyaient des traitements de faveur au débiteur (réduction du stock de la dette ou du taux d'intérêt) et estimaient qu'une cession au-dessous de la valeur nominale conduirait à une « deuxième démarque ». Cette position dénotait

#### ENCADRÉ 3

#### Taux d'intérêt et prime de risque

Le remboursement intégral d'un prêt n'est jamais certain. Il existe toujours une probabilité non nulle de défaut. Le taux d'intérêt ( $r$ ) dépend donc non seulement de l'équilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables mais aussi de la probabilité anticipée de défaut du débiteur. Cette prime de risque ou « spread » ( $s$ ) est calculée par rapport au taux qui est exigé d'un débiteur « sans risque » (par exemple le Trésor français pour des prêts en euros) ; elle est calculée en points de base (c'est-à-dire en centièmes de pourcents).

$$r_{\text{débiteur}} = r_{\text{sans risque}} + s_{\text{débiteur}}$$

Généralement à chaque catégorie de risque mesurée par la note donnée par les agences de notation correspond un niveau de prime de risque.

Tableau 2 Taux d'intérêt et primes de risque sur dollar américain

(en %)

Catégorie	Taux d'intérêt
T-Bonds (>10 ans)	4,5
Aaa	5,1
Aa	5,2
A	5,5
Baa	6,0

Source : Moody's (2005), septembre

une logique purement arithmétique qui ne tenait pas compte des développements financiers et des marchés. Les opposants au principe des pénalités, essentiellement les débiteurs, refusaient toute modification de la valeur de la dette par rapport à sa valeur historique et refusaient les pénalités pour remboursement anticipé<sup>3</sup>.

Pour ces raisons, les membres du Club de Paris choisirent une voie médiane et un compromis : « ni décote – ni pénalité » permettant d'envisager, vers la fin des années quatre-vingt-dix, sous réserve du consensus des créanciers, le remboursement par anticipation au pair de leurs créances, chaque créancier conservant la possibilité, à titre individuel, de refuser le remboursement. *In fine*, c'est la conjonction

<sup>2</sup> Le remboursement de la Russie en 2006 s'effectue avec une prime de 1 milliard de dollars (dont 700 millions de dollars pour l'Allemagne) pour dédommager les pertes d'intérêts.

<sup>3</sup> La question des pénalités exigées en cas de remboursement anticipé se retrouve aussi dans les prêts hypothécaires. En France, les emprunteurs hypothécaires doivent s'acquitter d'une pénalité. À l'opposé, aux États-Unis, du fait de la concurrence, il n'existe plus, depuis les années quatre-vingt, de pénalité pour le remboursement anticipé (et le refinancement) des « mortgages ».

de l'amélioration des conditions de refinancement par rapport aux années quatre-vingt et la règle du « ni-ni » des années quatre-vingt-dix qui ont conduit aux opérations de rachat par prépaiement de 2005.

## 4| Une modélisation

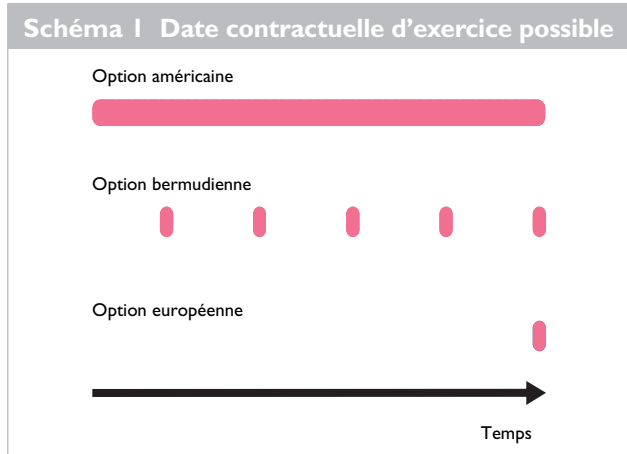
Si l'enchaînement des causes qui a donné lieu à cette vague de rachats est désormais clair, plusieurs questions subsistent néanmoins : le manque à gagner de certains créanciers consécutif aux rachats est-il le résultat d'une conjoncture exceptionnelle imprévisible ? Le coût pour les créanciers induit par la règle du ni-ni est-il quantifiable ?

Pour tenter de répondre à ces questions, il faut préalablement définir un cadre théorique aux rachats. Le prépaiement se définit ici comme le remboursement par anticipation des créances pour la valeur nominale du capital restant dû (au pair) sans pénalité ni décote.

Le montant du rachat est indépendant des conditions de marché ; le capital est simplement payé avant les échéances normales. L'opération est à l'instigation du débiteur qui rembourse par anticipation ses dettes (ce point sera précisé) à leur valeur nominale (au pair). Le montant du prépaiement peut alors être supérieur, ou inférieur selon les cas, à la valeur de marché de la créance. Dans la mesure où ce montant est déterminé à l'avance et se trouve égal au capital restant dû, la liberté du débiteur réside dans le choix du moment opportun pour exercer son droit. Le remboursement par anticipation n'est intéressant que lorsque le taux de refinancement (*i.e.* le taux du marché) est inférieur au taux de la créance.

### 4| I Du prépaiement considéré comme une option

Le débiteur étant libre d'exercer son droit à prépaiement, il détient donc une option et, corrélativement, les créances du Club de Paris incorporent ce contrat implicite (« *embedded call option* ») qui permet le rachat au pair. Ce type d'option se retrouve dans certaines émissions obligataires comme les « *saving bonds* » ou les « *parity bonds* » qui permettent le rappel par leurs émetteurs.



Le rachat par prépaiement peut être analysé comme l'exercice d'une option d'achat à l'américaine comparable à un gain réalisé lors de l'option d'achat que posséderait le débiteur sur une créance composite.

- Le débiteur détient une option américaine qui lui permet d'exercer son droit à tout moment (contrairement aux options européennes qui ne peuvent être levées qu'à l'échéance définie par le contrat et aux options bermudiennes dont l'exercice n'est possible que pour un nombre limité de dates).

- L'actif sous-jacent est une créance composite qui présente des caractéristiques équivalentes à celles de l'ensemble des créances restructurées à la suite des accords multilatéraux et bilatéraux. En particulier, la maturité est celle de l'accord et le taux d'intérêt est égal à la moyenne des taux des créances individuelles. Le prix d'exercice est le capital restant dû par le débiteur. Dans le cas des emprunts remboursables *in fine*, le prix d'exercice est égal à la valeur nominale de la créance.

Comme le décrit la théorie financière, la valeur d'une option possède deux composantes, la valeur intrinsèque et la valeur temps.

- La valeur intrinsèque est égale au gain lié à l'exercice de l'option (*payoff*). Si le prix de l'actif sous-jacent est supérieur au prix d'exercice (l'option est « dans la monnaie », l'exercice de l'option engendre un gain égal à l'écart), le gain réalisé lors de l'exercice de l'option est égal à la différence. Si le prix de l'actif sous-jacent est inférieur au prix d'exercice, le gain réalisé lors de l'exercice de l'option est nul (l'option est « hors la monnaie », il n'y a aucun intérêt à exercer l'option).



• La valeur temps est l'écart entre la valeur de marché de l'option et sa valeur intrinsèque. Elle dépend de la volatilité du sous-jacent.

Dans le cas des rachats par prépaiement, le gain réalisé lors de l'exercice de l'option est égal à la différence entre la valeur actuelle de la créance et le nominal si elle est positive et nul dans le cas contraire <sup>4</sup>.

## 4 | 2 Les jeux du débiteur et des créanciers

Dans la mesure où la règle du ni-ni est générale et ne décrit pas explicitement les contrats, plusieurs cas <sup>5</sup> sont susceptibles de se produire :

- l'offre de rachat est obligatoire ou facultative. Les créanciers ont (ou n'ont pas) la possibilité de refuser le rachat que leur propose le débiteur ;
- le rachat est collectif ou individuel. Le débiteur est tenu de proposer le rachat à l'ensemble de ses créanciers ou bien, peut limiter son offre de façon sélective, à certains de ses créanciers seulement ;
- l'offre de rachat est révocable ou irrévocable. Le débiteur peut retirer son offre, s'il le juge opportun, ou bien, une fois l'offre faite, se trouve obligé de la mener à terme même s'il elle s'avère au bout du compte défavorable pour lui.

En croisant les caractères obligatoire/facultatif et collectif/sélectif, quatre types de contrats peuvent être définis (cf. tableau 3).

La valeur de chaque contrat dépend fortement de son type. Il est évident que le débiteur est favorisé par les contrats qui augmentent ses marges de liberté en lui permettant de choisir sélectivement les créances qu'il compte racheter (type III et IV). Inversement, le créancier est favorisé par les contrats qui mettent en avant le cartel (type I et II).

Similairement, la nature obligatoire de l'offre (contrats de type I et III) favorisent le débiteur alors que sont les contrats de type II et IV qui sont le moins pénalisantes pour le créancier.

Tableau 3 Type de contrat

	Acceptation obligatoire	Acceptation facultative
Rachat collectif	Type I	Type II
Rachat sélectif	Type III	Type IV

Il apparaît donc que le contrat de type III est le plus favorable pour le débiteur, alors que celui de type II l'est pour le créancier. Il en résulte, naturellement, que le prix du contrat de type III est le plus élevé, alors que celui de type II est le plus faible.

## 4 | 3 Valorisation de l'option

L'évaluation de ces options implicites offertes aux débiteurs est très délicate, dans la mesure où elles sont américaines. En effet, il n'existe pas de formule mathématique exacte pour ce type d'options. Seules des solutions numériques ou des approximations sont possibles. En revanche, le prix des options européennes peut être déterminé de façon analytique par des formules mathématiques. Néanmoins, dans la mesure où le prix d'une option d'achat (*call*) américaine est toujours supérieur à celui d'une option d'achat européenne, le calcul de la valeur de l'option européenne permet de donner une borne inférieure au prix des options implicites correspondantes du Club de Paris.

D'un point de vue pratique, la valeur de l'option dépend de son gain réalisé lors de l'exercice de l'option pondéré par la répartition probable du taux d'intérêt à l'échéance. En d'autres termes, on calcule pour chaque niveau de taux d'intérêt, d'une part, la probabilité qu'il se situe à ce niveau à l'échéance et, d'autre part, le gain réalisé lors de l'exercice de l'option qu'il procure. Ces deux éléments sont multipliés entre eux (probabilité  $\times$  valeur) et sommés pour toutes les valeurs possibles des taux pour calculer l'espérance mathématique du gain réalisé lors de l'exercice de l'option à l'échéance. Il convient de rappeler que plus la surface comprise entre l'axe des abscisses et la fonction de gain réalisé lors de l'exercice de l'option est grande plus la valeur de l'option est élevée.

<sup>4</sup> Le gain réalisé lors de l'exercice de l'option est  $(S_t - K)^+$  avec la notation  $x^+$  qui est équivalente à  $\text{Max}(x, 0)$  et qui vaut donc  $x$  si  $x > 0$  et  $0$  dans le cas contraire.

<sup>5</sup> En pratique, le cadre retenu par le Club de Paris est celui du rachat collectif avec acceptation facultative.

### Modèle de taux

Le point crucial dans la détermination du prix de l'option est le modèle d'évolution des taux d'intérêt. Contrairement au marché des actions où le modèle de Black et Scholes jouit d'un quasi-monopole, il existe plusieurs modèles concurrents pour représenter le processus d'évolution des taux d'intérêt (Cox, Ingersoll, Ross, Hull et White, Vasicek, Black 76...). Il est également possible de modéliser l'évolution des taux d'intérêt grâce à des arbres binaires ou tertiaires (cf. schéma 2).

Chacun de ces modèles possède des caractéristiques propres avec leurs forces et leurs faiblesses.

Le modèle de Vasicek présente l'avantage de conduire à une distribution normale des taux d'intérêt autour d'une valeur de long terme. Il est bien adapté à des prévisions de long terme et conduit à des calculs relativement maîtrisables.

Une fois le modèle de taux choisi, il suffit de décrire les fonctions de gain réalisé lors de l'exercice de l'option associées à chaque type d'option.

### Rachat collectif obligatoire (type I)

D'un point de vue pratique, le débiteur procède au rachat de l'ensemble de ses dettes à leur montant nominal. Une fois annoncée l'offre de rachat, les créanciers ne peuvent la refuser et doivent apporter tous leurs titres à l'échange.

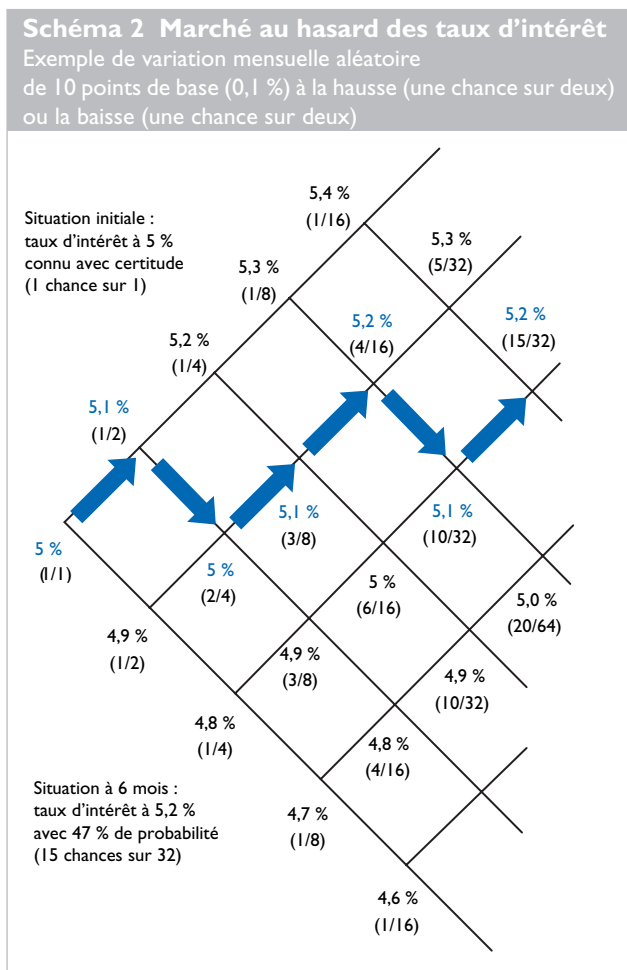
Dans ce type de contrat qui s'apparente à une option d'achat « canonique » (tel que défini dans la littérature), la fonction de gain réalisé lors de l'exercice de l'option est très classique. En effet, il est possible de représenter le portefeuille des créances par un unique actif composite qui porte intérêt à la moyenne des taux initiaux des créances originelles.

Certains créanciers bénéficient de l'échange, alors que la situation d'autres se dégrade. Cette option préserve l'égalité de traitement et la solidarité entre les créanciers.

Le débiteur exerce son option si la valeur de marché de cet actif composite est supérieure à son nominal, c'est-à-dire si l'espérance de gain est positive. Cette condition est réalisée lorsque le taux d'intérêt auquel devra se refinancer le débiteur (taux du marché sans risque majoré de la prime de risque <sup>6</sup>) est inférieur au taux de la créance.

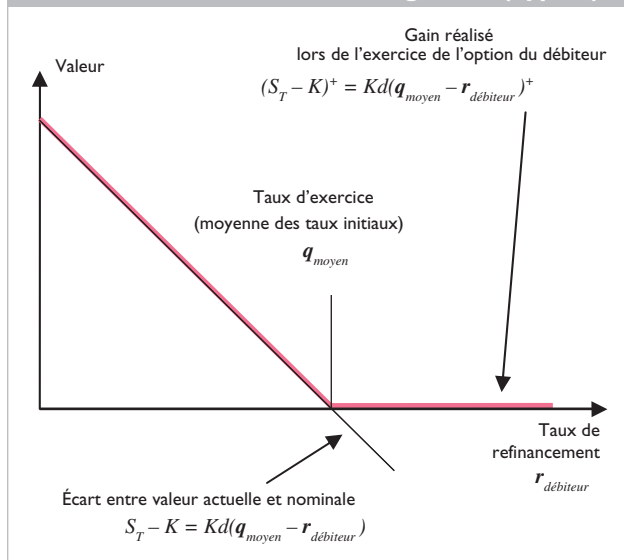
Il en résulte une fonction de gain réalisé lors de l'exercice de l'option coudée : au-dessus du taux d'exercice (*strike*), elle est nulle et au-dessous, elle augmente au fur et à mesure que le taux auquel le débiteur peut se refinancer baisse.

Ce résultat confirme l'intuition, le débiteur a d'autant plus intérêt à proposer un rachat au nominal que



6 On peut supposer, a priori, que le débiteur n'intègre pas dans son calcul actuariel la possibilité d'un défaut. Si tel était le cas, il ne proposerait pas le rachat anticipé (il lui serait plus avantageux de faire défaut).

Schéma 3 Rachat collectif obligatoire (Type I)



le taux d'intérêt est faible. Le taux limite d'exercice est égal à la moyenne des taux initiaux. Comme il s'agit du taux de refinancement applicable au débiteur, ce taux inclut la prime de risque qui lui est demandée par le marché. En d'autres termes, le taux d'intérêt sans risque d'exercice est égal à la moyenne des taux initiaux majoré du *spread*.

Il convient de noter que le débiteur peut influencer sur son taux d'exercice par le biais de son *spread*. Ce *spread* est déterminé par les marchés en fonction du risque anticipé de défaut. Dans la mesure où le débiteur a intérêt à avoir le prix d'exercice le plus bas possible, ce mécanisme est vertueux puisqu'il incite le débiteur à réduire son *spread* et, donc, à améliorer son comportement.

### Rachat collectif facultatif (type II)

Comme dans le cas précédent, l'ensemble des créances est traité comme un actif composite. Cependant pour ce type d'option, les créanciers peuvent refuser le rachat lorsque son espérance de profit est négative. Le gain du débiteur dépend donc aussi du profit des créanciers. Ce gain est donc positif et égal à l'espérance de profit du débiteur lorsque cette espérance et celle des créanciers sont positives. Ce gain est nul dans le cas contraire,

c'est-à-dire lorsque l'espérance de profit du débiteur ou du club de créanciers est négative. Cette condition n'est possible que lorsqu'il y a un gain parétien possible (le jeu est à somme positive). Il en résulte une fonction de gain réalisé lors de l'exercice de l'option avec une bosse.

Ce type d'option n'engendre qu'en apparence un comportement vertueux. En effet, la stratégie du débiteur pour maximiser son gain consiste certes à diminuer son *spread* de marché, ce qui constitue un comportement vertueux, mais aussi à augmenter la perception spécifique de son risque par ses créanciers. Ce comportement peut conduire à des signaux spécifiques contradictoires, voire à un double discours vertueux pour les marchés, mais inquiétant pour les créanciers. Ce type d'option est susceptible d'induire un comportement de défaut spécifique.

### Rachat sélectif obligatoire (type III)

Dans le cas du rachat sélectif obligatoire, le débiteur peut choisir de ne rembourser par anticipation que les créances sur lesquelles son profit sera positif. Le débiteur possède un ensemble d'options d'achat.

Dans la mesure où le débiteur procède à ce choix parmi ses créances, son gain est l'espérance conditionnelle qui par construction est toujours positive (puisque seules sont rachetées les créances qui procurent un profit). La fonction de gain réalisé lors de l'exercice de l'option ressemble à celle du contrat de type I, mais avec une frontière moins marquée, il n'existe pas véritablement de taux d'exercice, mais un continuum de taux associé à chaque option d'achat.

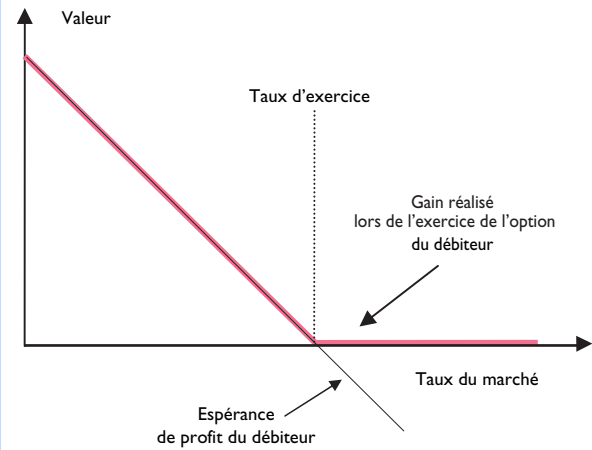
Ce type d'option d'achat incite à la vertu dans la mesure où, comme dans le contrat de type I, le débiteur a intérêt limiter son *spread*.

### Rachat sélectif facultatif (type IV)

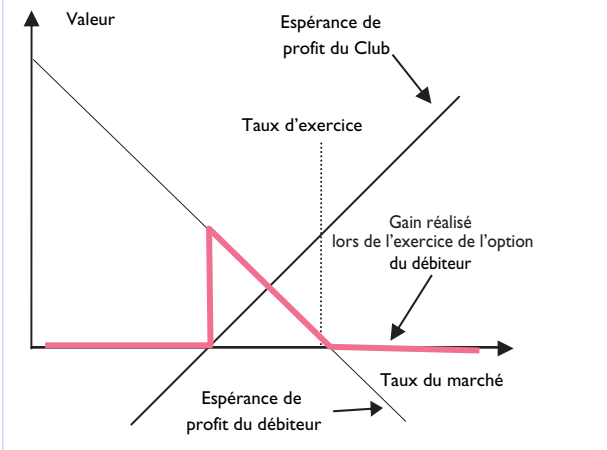
Dans le cas du rachat sélectif facultatif, le débiteur propose le rachat aux créanciers pour lesquels leur profit et son profit sont tous les deux positifs. La problématique est identique à celle de l'option de type II en matière d'incitation au comportement vertueux. Ce type d'option peut engendrer un comportement ambivalent du débiteur.

Schéma 4 Les quatre fonctions de gain réalisé lors de l'exercice de l'option des contrats

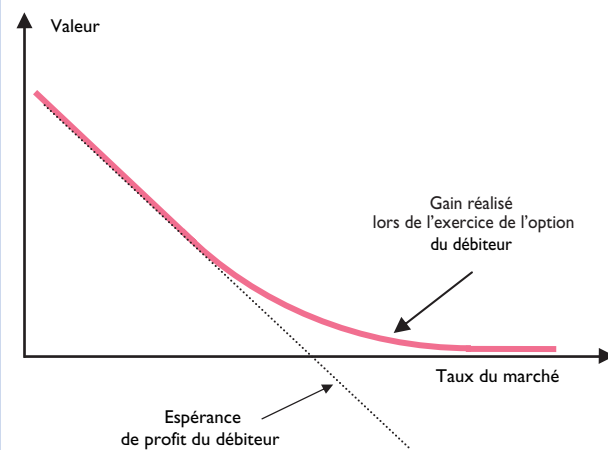
**TYPE I Rachat collectif obligatoire**



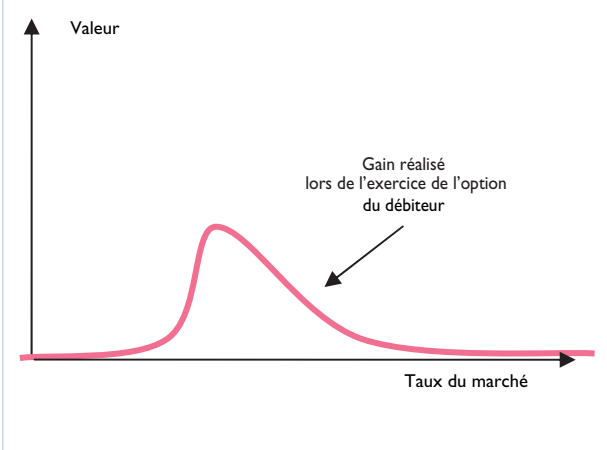
**TYPE II Rachat collectif facultatif**



**TYPE III Rachat sélectif obligatoire**



**TYPE IV Rachat sélectif facultatif**



*Il apparaît que la règle que du ni-ni présente un coût élevé pour les créanciers et peut avoir des effets pervers dans les incitations qu'elle donne aux débiteurs.*

*En effet, les options de type obligatoire (I et III) ont un coût implicite relativement élevé, dans la mesure où elles ont été octroyées sans contrepartie. Les options de type facultatif (II et IV) possèdent une valeur faible, mais présentent un risque d'effet pervers, dans la mesure où elles peuvent inciter le débiteur à jouer un double jeu envers le marché (le rassurer en minimisant les risques de défaut) et ses créanciers principaux (les inquiéter en exagérant les risques de défaut).*

*En outre, elles limitent la possibilité des créanciers d'accroître leur liquidité à perte et pendant uniquement des fenêtres bien définies de baisse de taux.*

*Le mécanisme de rachat au pair semble donc peu adapté à une gestion optimale de la liquidité des créances du Club de Paris. Un mécanisme de rachat fondé, non plus sur la valeur nominale, mais sur la valeur de marché, tel qu'autorisé, en principe, par le Club de Paris depuis 2005, semble nettement préférable, dans la mesure où il peut intervenir à n'importe quel moment et limite l'aléa financier et moral.*

*Un tel mécanisme de rachat devrait néanmoins faire l'objet d'une analyse économique et financière précise, afin de déterminer les incitations optimales et les éventuelles externalités qu'il pourrait susciter.*

## Bibliographie

**Black (F.) (1976)**

"The pricing of commodity contracts", *Journal of Financial Economics*, n° 3, p. 167-169

**Black (F.) et Scholes (M.) (1973)**

"The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, n° 81, p. 637-654

**Bulow (J.) et Rogoff (K.) (1988a)**

"The buyback boondoggle", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2

**Bulow (J.) et Rogoff (K.) (1988b)**

"Sovereign debt repurchases: No cure for overhang", *Quarterly Journal of Economics*, p. 1219-1235

**Cox (J.C.), Ingersoll (J.E.) et Ross (S.A.) (1985a)**

"A theory of the term structure of interest rate", *Econometrica*, n° 53, p. 385-407

**Cox (J.C.), Ingersoll (J.E.) et Ross (S.A.) (1985b)**

"An intertemporal general equilibrium model of asset prices", *Econometrica*, n° 53, p. 363-384

**Eichengreen (B.) et Portes (R.) (1985)**

"Debt and default in the 1930s: Causes and consequences", NBER, *Working Paper*, n° 1772

**Hull (J.) et White (A.) (1993)**

"One factor interest rate models and the valuation of interest rate derivative securities", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, n° 2, p. 235-254, juin

**Vasicek (O.) (1977)**

"An equilibrium characterization of the term structure", *Journal of Financial Economics*, n° 5, p. 177-188

# Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises

---

**Annie SAUVÉ**

*Direction des Entreprises*

*Service central des Risques*

*La Centrale des risques a été créée par la décision du Conseil national du crédit (CNC) du 7 mars 1946 qui a confié à la Banque de France le recensement des concours accordés par les banques aux entreprises. Depuis le début de cette année une réforme de la centralisation des risques est intervenue : le recensement est réalisé dès lors que les crédits accordés atteignent le seuil de 25 000 euros (contre 76 000 auparavant) ; la nomenclature a été adaptée pour renforcer sa pertinence économique.*

*La réussite de la réforme est le fruit du climat de partenariat qui s'est noué entre la Banque de France et la profession bancaire et ce dès la phase d'élaboration du projet. La démarche s'inscrit dans un contexte de refonte des bases de données et des chaînes informatiques des établissements de crédit pour préparer la mise en place du nouveau ratio de solvabilité défini par le Comité de Bâle. Elle améliore l'information des banques et répond ainsi à leur préoccupation de meilleure maîtrise du risque de crédit. Elle est également en accord avec les préoccupations des petites et moyennes entreprises (PME) qui souhaitent une information plus fine sur la distribution du crédit en France.*

Mots clés : Risques, centralisation des risques, crédit, endettement, solvabilité, seuil de recensement, exhaustivité, fiabilité

Code JEL : G28

## 1 | Origines de la centralisation des risques

La Centrale des risques française est née en 1946 (décision du CNC du 7 mars 1946), quelques années après son homologue allemand, créé en 1934. Avant cette date les établissements de crédit ne disposaient pas de données sur l'endettement global et réel de leurs clients. Une telle situation pouvait les conduire à accorder des concours disproportionnés à la surface financière de l'entreprise, mettant en danger la survie de cette dernière et celle de ses partenaires, phénomène qui, s'il se multiplie lorsque la conjoncture devient moins favorable, peut contribuer à précipiter la récession. L'idée d'une centralisation des risques a d'ailleurs germé après la grande dépression et la crise de 1929. Elle s'est concrétisée une quinzaine d'années plus tard.

Le texte fondateur de la centralisation des concours bancaires assignait ainsi un double objectif à la nouvelle centrale :

- permettre à toute banque de « répondre aussi largement que possible, mais sans risque excessif, aux demandes de crédit qui lui sont présentées par un client » ;
- fournir au Conseil national du crédit tous renseignements en matière de crédit susceptibles de l'éclairer dans sa mission d'orientation et de distribution du crédit.

L'octroi d'un crédit est subordonné à la capacité qu'a le banquier d'évaluer la solvabilité de l'emprunteur. Dans un monde d'information imparfaite, les renseignements sur la capacité d'un emprunteur à rembourser ses dettes et sur sa discipline financière constituent des éléments essentiels pour l'analyse du risque et la prise de décision du banquier. C'est, au contraire, l'incertitude qui va inciter le banquier à la prudence et à limiter son crédit, par exemple l'incertitude qui porte sur l'évaluation de la réussite de projets à forte composante immatérielle dans des secteurs innovants ou celle sur les projets d'investissement de nouvelles

entreprises. Les entreprises nouvellement créées et les petites entreprises seraient ainsi les premières affectées par ce manque de transparence.

La réforme récente de la centralisation des concours bancaires s'inscrit dans la perspective d'améliorer la transparence, en particulier sur ces petites entités ou ces entités récentes, en fournissant au secteur bancaire des données plus exhaustives. Le recensement a lieu sur une population plus large, notamment de très petites entreprises (TPE) et d'entrepreneurs individuels. Il offre aux prêteurs une vision plus précise de l'endettement global de l'emprunteur.

## 2 | Caractéristiques de la centralisation des risques

Le règlement n° 86-09 du Comité de la Réglementation bancaire et financière (CRBF) du 27 février 1986, qui a réformé la centralisation, prévoit que « les établissements de crédit déclarent à la Banque de France les concours qu'ils ont octroyés à la clientèle de personnes morales, ainsi que de personnes physiques qui exercent une activité professionnelle non salariée ».

En application des dispositions de ce règlement le Service central des risques (SCR) est chargé de centraliser mensuellement les concours accordés par les établissements de crédit assujettis à la loi bancaire de 1984 et par les entreprises d'investissement, dès lors qu'ils atteignent par bénéficiaire, par guichet et par nature de déclaration, un seuil fixé par instruction de la Banque de France.

Ce seuil a été abaissé à 500 000 francs en juillet 1997, transposé à 76 000 euros depuis juillet 1999.

Les déclarations au seuil de 45 000 euros, effectuées auprès de l'Institut d'émission des départements d'outre-mer par les établissements de crédit situés dans les départements d'outre-mer et les collectivités territoriales de Saint-Pierre-et-Miquelon et de Mayotte ont été intégrées dans la centrale des risques le 1<sup>er</sup> janvier 2002.



### 3| Une réforme concertée avec la profession bancaire

La réforme, mise en œuvre en février 2006 sur les encours arrêtés à fin janvier 2006, a été menée en étroite concertation avec la profession bancaire. En février 2003, l'AFECEI (association française des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement) et la Banque de France ont donné mandat à un groupe de travail paritaire afin de recenser, d'analyser et de retenir toutes les évolutions ou améliorations susceptibles de conduire à une plus grande exhaustivité et à une meilleure fiabilité de la base gérée par le service central des Risques.

Les travaux du groupe ont porté sur trois thèmes principaux :

- l'abaissement du seuil de recensement, qui devient unique à 25 000 euros, seuil retenu dans les échanges entre centrales des risques européennes ;
- un affinement des rubriques de déclaration et en particulier :
  - la création d'une rubrique à part entière pour les créances commerciales ;
  - la création d'une rubrique dédiée à l'affacturage, distincte de la rubrique créances commerciales, qui regroupe désormais l'escompte et le Dailly-escompte ;
  - une appréhension complète des engagements de financement confirmés ;
- le recensement des concours accordés par les succursales et filiales à l'étranger des établissements de crédit français.

Ce dernier volet n'a finalement pas été retenu. De l'avis des participants, l'ouverture du dossier suppose que des progrès soient accomplis sur une identification commune des entreprises non-résidentes. La Banque de France a engagé depuis des travaux allant dans ce sens.

### 4| Changement d'approche et modalités de mise en œuvre de la réforme

La centralisation des risques s'inscrit désormais dans une logique plus économique que comptable.

Schéma I De l'approche « comptable » à l'approche « économique »

Approche « comptable »	Approche « économique »
↓	↓
<b>Crédits utilisés</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• à court terme</li> <li>• à terme</li> </ul>	<b>Crédits mobilisés</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• à court terme</li> <li>• à terme</li> <li>• crédit bail</li> </ul>
<b>Engagements hors-bilan</b> <b>Opérations de crédit-bail</b>	<b>Crédits mobilisables</b> <b>Garanties</b>

La réforme visait à répondre aux attentes de la profession bancaire, en proposant une meilleure lisibilité des rubriques de court terme ; elle s'est concrétisée par un recensement plus précis de l'affacturage et un repérage plus aisé des crédits liés aux besoins d'exploitation.

La possibilité offerte aux établissements de crédit de compenser les comptes ordinaires inter-guichet et multi-devises s'inscrit dans la logique de gestion centralisée de la trésorerie adoptée par de nombreux groupes de sociétés.

Les nouvelles modalités de recensement des crédits mobilisables permettent de mieux appréhender la totalité puisque cette rubrique regroupe désormais les engagements de financement (crédits confirmés), y compris ceux à moins d'un an, ainsi que les parties disponibles des opérations en compte d'affacturage et les parties non décaissées des contrats de crédit-bail.

L'une des finalités de la réforme de la centralisation des risques est de donner accès à une information plus riche. L'abaissement du seuil de déclaration s'est traduit par un quasi-doublement du nombre de bénéficiaires

Tableau I Évolution des rubriques de crédit de la centralisation des risques

Données disponibles dans la base FIBEN Avant le 27 février 2006	Données disponibles dans la base FIBEN Après le 27 février 2006
<p><b>CRÉDITS UTILISÉS</b></p> <p><b>À court terme</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Comptes ordinaires débiteurs (CO)</li> <li>Autres crédits (CA)</li> </ul> <p>Dont les crédits liés à des créances commerciales (CC) et crédits en devises (CD) extraits de CO plus CA</p> <p><b>À moyen et long termes</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Crédits à l'exportation (TE)</li> <li>Crédits à l'équipement, à l'habitat et divers à plus d'un an (TA)</li> </ul> <p>Dont crédits en devises (TD)</p> <p><b>Crédit-bail</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Mobilier (BM)</li> <li>Immobilier (BI)</li> </ul>	<p><b>CRÉDITS MOBILISÉS (effectivement utilisés)</b></p> <p><b>À court terme</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Comptes ordinaires débiteurs (CO)</li> <li>Créances commerciales (CC)</li> <li>Affacturage (AF)</li> </ul> <p>← 2 nouvelles rubriques (a)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Autres crédits à court terme (CA)</li> </ul> <p><b>À moyen et long termes</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Crédits à l'exportation (TE)</li> <li>Autres crédits à moyen et long termes (TA)</li> </ul> <p><b>Crédit-bail et location avec option d'achat</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Opérations mobilières (BM)</li> <li>Opérations immobilières (BI)</li> </ul> <p><b>Autres crédits mobilisés</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Crédits titrisés (IT)</li> </ul>
<p><b>ENGAGEMENTS HORS BILAN</b></p> <p><b>Avals et cautions</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Avals et cautions (AC)</li> </ul> <p><b>Ouvertures de crédit</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Crédits confirmés à plus d'un an (OC)</li> <li>Crédits documentaires (OD)</li> </ul>	<p><b>CRÉDITS MOBILISABLES</b></p> <p>Partie disponible des lignes de crédit ouvertes</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Crédits mobilisables (y compris affacturage disponible), quelle que soit la durée initiale du prêt (OC)</li> <li>Ouvertures de crédits documentaires à l'importation (OD)</li> </ul>
<p><b>AUTRES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Crédits titrisés (IT)</li> <li>Billets de trésorerie (IE)</li> </ul>	<p><b>GARANTIES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Engagements de garantie (AC) (cautions, avals et autres garanties)</li> </ul>
	<p><b>OPÉRATIONS PARTICULIÈRES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables (IE)</li> </ul>

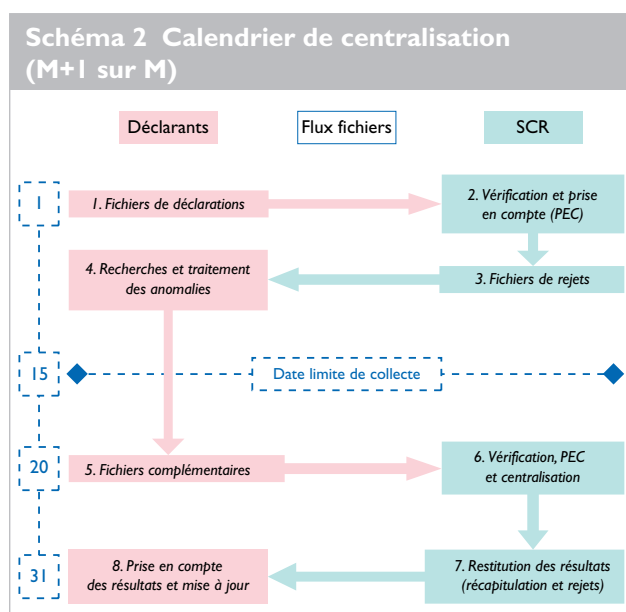
(a) Diffusion des informations à compter de la centralisation des risques de janvier 2006.

de crédit recensés dans la base FIBEN. Il en résulte une connaissance plus précise de l'endettement des TPE et des entreprises individuelles dont les encours de crédit étaient inférieurs au seuil de 76 000 euros.

La fraîcheur et la fiabilité de l'information fournie constituent des critères essentiels dans le processus d'évaluation du niveau d'endettement et de la solvabilité de l'entreprise. La mise en œuvre de la réforme s'est accompagnée d'une révision des procédures de traitement des informations transmises par les établissements déclarants et notamment la mise en place de plusieurs flux au cours de la période de centralisation, de manière à apporter immédiatement les correctifs nécessaires.

Après vérification des données reçues, le service central des Risques renvoie, dès J+1, des fichiers comportant les anomalies constatées sur des déclarations incorrectes ou incomplètes. Après rectification, les établissements retransmettent un fichier complémentaire contenant les anomalies signalées par la Banque de France corrigées ainsi que celles détectées par le déclarant lui-même.

Actuellement 282 des 672 déclarants ont opté pour cette procédure qui a vocation à se généraliser à l'ensemble de la profession. Cette fonctionnalité nouvelle permet de mettre à disposition de la profession bancaire, *via* les modules FIBEN, des informations de qualité dès la fin du mois de centralisation.



## 5| Premier bilan de l'impact de l'abaissement du seuil de recensement des concours

Les trois premiers mois d'application de la réforme ont permis de stabiliser le nouveau processus de collecte. À l'issue de ce trimestre, il semble judicieux d'en dresser un premier bilan. Une comparaison a été établie entre les informations enregistrées sur les encours arrêtés à fin décembre 2005 (dernière centralisation avant la mise en œuvre de la réforme) et celles collectées sur les encours à fin avril 2006. L'abaissement du seuil de déclaration des risques de 76 000 euros à 25 000 euros s'est traduit par une progression de 86 % du nombre de déclarations qui atteint le chiffre de 2 260 000, au lieu de 1 213 000 fin 2005.

Quant au nombre d'entreprises bénéficiaires de crédit, il est passé de 950 000 à pratiquement 1 725 000, enregistrant ainsi une progression de 82 %.

Un premier examen de ces chiffres suggère l'existence d'une assez forte multi-bancarité, y compris pour les entreprises de taille réduite, phénomène auparavant occulté par un seuil plus élevé de déclaration. L'augmentation des encours déclarés demeure modérée, en raison, notamment, de l'abandon du recensement des crédits interbancaires sur les non-résidents

(dont les montants recensés en décembre 2005 s'élevaient à 67,8 milliards d'euros). Si l'on isole l'impact de cette mesure, les crédits accordés par les banques françaises aux entreprises non résidentes, constituées pour la majeure partie de sociétés, demeurent stables, à 200 milliards d'euros. L'abaissement du seuil n'a pas eu d'impact sur cet agrégat.

Pour ce qui concerne les crédits accordés à des entreprises résidentes, les effets de la réforme, et, en particulier, ceux de l'abaissement du seuil de déclaration, sont variables suivant la taille des entreprises. La segmentation proposée est fondée en premier lieu sur la cote d'activité qui est un des éléments de la « cote Banque de France ». Elle s'inspire également des critères de taille retenus dans le cadre de la mise en œuvre de Bâle 2.

**Tableau 2 Cote d'activité**

(montants en millions d'euros)

A	Niveau égal ou supérieur à 750
B	Compris entre 150 et 750
C	Compris entre 50 et 150
D	Compris entre 30 et 50
E	Compris entre 15 et 30
F	Compris entre 7,5 et 15
G	Compris entre 1,5 et 7,5
H	Compris entre 0,75 et 1,5
J	Inférieur à 0,75
N	Entreprises dont le chiffre d'affaires ne peut constituer la mesure de l'activité ou n'exerçant pas directement d'activité industrielle ou commerciale, notamment sociétés holdings ne publiant pas de comptes consolidés
X	Niveau d'activité inconnu ou trop ancien (exercice clos depuis plus de vingt et un mois)

Les entreprises dont la cote d'activité est A, B ou C, c'est-à-dire dont le chiffre d'affaires est supérieur à 50 millions d'euros sont classées en grandes entreprises. Les *holdings* (cote d'activité N) sont isolées. Les entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 50 millions d'euros et 1,5 million d'euros (cotes d'activité de D à G inclus) sont classées en PME. Pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1,5 million d'euros (cotes H ou J) ou dont le chiffre d'affaires est inconnu (cote X)<sup>1</sup>, un autre critère de classification est retenu : l'importance des encours. Si le montant total des encours est supérieur à un million d'euros, l'entreprise est classée en PME ; si cet encours est inférieur à un million, elle est classée dans les TPE.

<sup>1</sup> Les entreprises dont l'exercice est clos depuis plus de 21 mois font l'objet d'un examen particulier : les grandes entreprises sont reclassées dans leur catégorie d'origine (cote d'activité A, B ou C).

Tableau 3 Situation des bénéficiaires de crédits

(en %)

	Effectifs (variation)	Nombre d'entreprises		Encours (variation)	Part des crédits accordés	
		Décembre 2005	Avril 2006		Décembre 2005	Avril 2006
GE	8,8	0,7	0,4	1,5	40,3	37,4
PME	17,7	12,6	8,1	14,9	35,6	36,4
TPE	94,3	85,4	90,7	29,3	17,7	20,4
Holding	14,5	1,3	0,8	1,5	6,4	5,8

Le tableau 3 présente, pour chacune de ces classes de taille la progression du nombre d'entreprises recensées par le service central des Risques entre décembre 2005 et avril 2006 ainsi que celle des crédits octroyés à ces entreprises. L'évolution de la structure de la population recensée et celle des crédits associés est également présentée.

L'abaissement du seuil de déclaration des risques s'est concrétisé par une forte augmentation du nombre de débiteurs recensés, essentiellement dans la catégorie des TPE. La hausse est de 17,7 % pour les PME, 14,5 % pour les *holdings* et 8,8 % pour les grandes entreprises. La progression des encours recensés est faible pour les grandes entreprises et les *holdings* (1,5 %), elle est plus marquée pour les PME (14,9 %) et surtout les TPE (29,3 %). Il en résulte une certaine déformation de la structure de la population des entreprises, d'une part, et de celle des crédits associés, d'autre part. Elle se caractérise par une augmentation de la part des TPE et de leurs encours, une diminution relative de celle des PME et des grandes entreprises alors que la part relative des crédits octroyés augmente de moins d'un point pour les PME et recule de trois points pour les grandes entreprises.

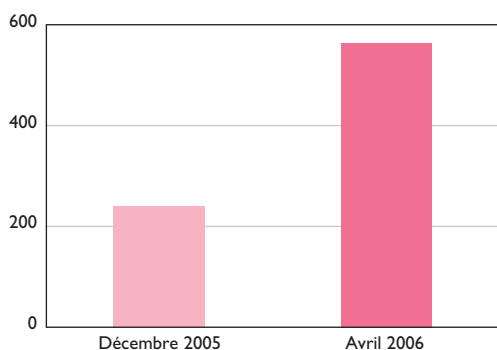
Une autre conséquence de l'abaissement du seuil de déclaration des risques est la forte augmentation du nombre d'entrepreneurs individuels ; leur nombre s'élevait à 238 792 en décembre 2005, il a plus que doublé après la réforme, pour se fixer à 565 500 en avril 2006.

Ce constat est également vérifié pour les SARL. En décembre 2005 les établissements de crédit transmettaient les déclarations de risques de 189 200 entreprises de cette catégorie juridique ; ce nombre a été porté à 378 000 en avril 2006. Si le nombre de grandes entreprises ayant ce statut juridique demeure stable, celui des TPE progresse de 149 600 à près de 330 000.

La répercussion de l'abaissement du seuil de déclaration est perceptible dans l'ensemble des secteurs économiques. Elle est plus particulièrement marquée dans le secteur de la construction, constitué de nombreuses PME et TPE ; le nombre d'entreprises du secteur de la construction qui bénéficient de crédits recensés a été multiplié par 2,7 (celui des TPE l'a été par 3,3), tandis que le montant des concours déclarés au service central des Risques progressait de 21 %.

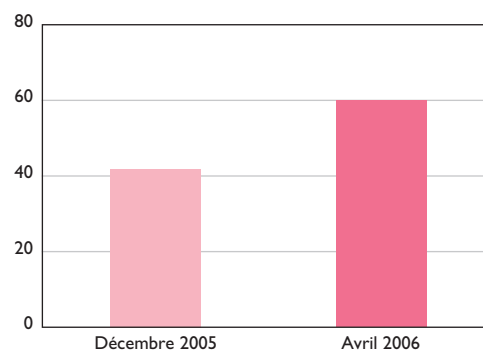
Graphique 1 Nombre d'entrepreneurs individuels bénéficiaires de crédits

(en milliers)



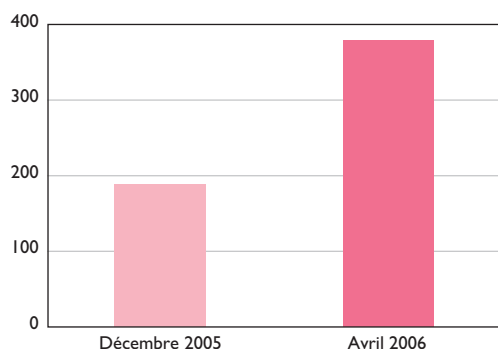
Graphique 2 Concours bancaires aux entrepreneurs individuels

(en milliards d'euros)



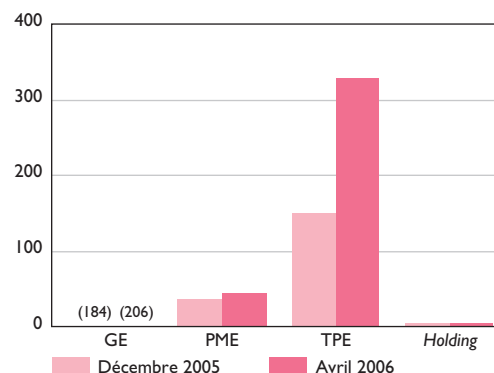
Graphique 3 Nombre de SARL

(bénéficiaires de crédits, en milliers)



Graphique 4 Ventilation du nombre de SARL en fonction de leur taille

(bénéficiaires de crédits, en milliers)



Trois autres secteurs ont connu un doublement du nombre d'entreprises faisant l'objet d'une déclaration de risques : l'agriculture, chasse et sylviculture dont les encours de crédit ont progressé de 30 %, les hôtels et restaurants pour lesquels les crédits octroyés ont augmenté de 16 % et le secteur du commerce et de la réparation automobile et d'articles domestiques dont les encours ont enregistré une hausse plus modérée de 11,3 %. Tous ces secteurs sont caractérisés par une forte présence de TPE.

Dans l'industrie manufacturière le nombre d'entreprises recensées progresse de 80 %, celui des TPE de 125 %, les crédits déclarés augmentant, respectivement, de 9 % et 41 %.

Les comparaisons effectuées entre les informations dont disposait le service central des Risques avant et après la mise en œuvre de la réforme confirment que les objectifs poursuivis, à savoir l'élargissement du champ de collecte des crédits au segment des TPE et aux entrepreneurs individuels, ont été atteints et permettent d'obtenir une vision plus exhaustive et plus fine de l'endettement des entreprises françaises en fonction de leur secteur d'activité.

**ENCADRÉ****Code et libellé de l'activité économique**

- A Agriculture
- B Pêche, aquaculture
- C Industries extractives
- D Industries manufacturières
- E Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau
- F Construction
- G Commerce, Réparation automobile et d'articles domestiques
- H Hôtels et restaurants
- I Transports et communications
- J Activités financières
- K Immobilier, location et services aux entreprises
- L Administration publique
- M Éducation
- N Santé et Action sociale
- O Service collectifs, sociaux et personnels
- Q Activités extraterritoriales

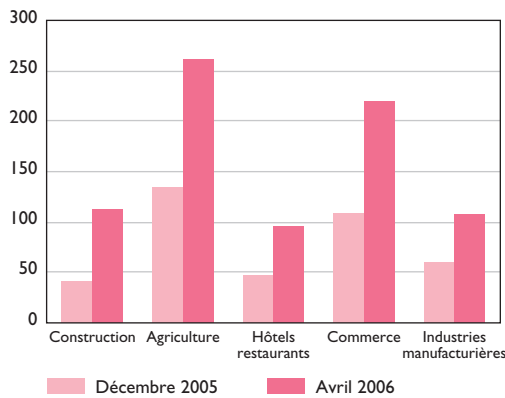
**6| Meilleure analyse du risque**

Les créations ou modifications de rubriques de déclaration ont eu pour effet de fournir une meilleure lisibilité de l'endettement des entreprises. Les clarifications et précisions concernant la définition et la composition des crédits à court terme sont notamment essentielles pour apprécier les besoins de trésorerie des entreprises. Ainsi :

- l'information sur les créances commerciales est désormais mise à la disposition des banques dans les modules FIBEN qu'elles peuvent consulter, alors qu'auparavant, elle était fondue dans une rubrique globale. Les créances commerciales représentent par exemple 23,3 % des crédits court terme déclarés à fin avril 2006 dans les entreprises industrielles (26,8 % dans les PME) ;

**Graphique 5 Impact de l'abaissement du seuil de déclaration des risques sur le nombre de SARL au niveau sectoriel**

(nombre d'entreprises, en milliers)



- la création de la rubrique affacturage est liée au développement important de ces opérations de gestion des créances clients sous forme de trois services distincts : le recouvrement, le financement et la garantie. Deux secteurs économiques ont particulièrement recours à ces modes de financement de leurs besoins de trésorerie : l'industrie manufacturière et le commerce. L'affacturage représente ainsi 17,6 % des crédits à court terme de l'industrie (23,3 % dans les PME) ;

- seules les utilisations sont prises en compte dans les crédits mobilisés, les lignes confirmées et non utilisées sont recensées à part, alors que seule la partie à plus d'un an faisait auparavant l'objet d'un recensement spécifique. La proportion des crédits mobilisables non utilisés dans les encours totaux de crédit était précédemment de 16 % dans l'industrie, elle s'élève à 18,7 % en avril 2006.

*L'abaissement du seuil de collecte et l'affinement des rubriques de déclaration des risques contribuent à fournir aux établissements de crédit une information plus précise sur l'endettement des entreprises et un moyen plus efficace de mesurer leur risque de crédit. L'enrichissement de cette information par son extension à une population beaucoup plus large de PME et de TPE devrait permettre aux établissements de crédit de gérer et instruire plus rapidement ce type de dossiers. L'évolution de la distribution du crédit aux entreprises en France pourra également faire l'objet d'analyses plus précises.*

# Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans

---

**Bernard BARDES**

*Direction des entreprises*

*Observatoire des entreprises*

*Pour les PME de l'industrie composant l'échantillon, l'année 2005 a été marquée par :*

- un ralentissement de l'activité, tandis que la hausse des prix à la production a été identique à celle de 2004 ;*
- une progression limitée de la valeur ajoutée, le taux de valeur ajoutée diminuant sensiblement dans les secteurs (biens d'équipement et biens intermédiaires) qui ont le plus subi la hausse du coût des matières consommées ;*
- une nouvelle réduction des effectifs et un moindre dynamisme de l'investissement avec, cependant, une augmentation des montants consacrés aux dépenses immatérielles ;*
- un faible tassement des indicateurs de résultat ;*
- une répartition des revenus évoluant au détriment de l'autofinancement ;*
- une stabilisation de la contrainte de solvabilité, après plusieurs années d'allègement ;*
- un maintien à un niveau satisfaisant des équilibres financiers, malgré la légère reprise de l'endettement.*

Mots clés : PME, industrie manufacturière, agroalimentaire, biens de consommation, industrie automobile, biens intermédiaires, biens d'équipement

Codes JEL : E22, G32, L23, L25, L6

NB : Cette enquête annuelle, la première disponible au niveau national, fournit de premiers résultats sur la tendance d'évolution des comptes des PME industrielles au cours de l'année précédente.



## I | Ralentissement de l'activité

En France, le produit intérieur brut <sup>1</sup> s'est accru en 2005 de 1,4 % en volume, contre 2,1 % en 2004, malgré un redémarrage de la croissance en milieu d'année. Les dépenses de consommation des ménages ont continué à progresser (2,1 %, contre 2,3 % en 2004) et sont restées le principal moteur de l'activité. L'investissement, en progression de 3,3 % (2,1 % en 2004), a aussi contribué au soutien de la croissance.

En revanche, la croissance a été freinée par la détérioration du solde du commerce extérieur. Malgré un environnement international toujours porteur, la progression en volume des exportations (3,2 %, contre 3,9 % en 2004) a été inférieure à celle des importations (6,6 %, contre 6,1 %). De ce fait, le solde du commerce extérieur a pesé négativement sur la croissance.

La facture énergétique est passée de 27,8 milliards d'euros en 2004 à 37,4 milliards en 2005 et, pour la première fois depuis 1991, les échanges de biens et services avec le reste du monde ont été déficitaires.

Enfin, les variations de stocks ont peu contribué à la croissance (d'environ 0,2 point), contrairement à ce qui s'était produit en 2004 (0,8 point).

En 2005, la croissance du PIB en volume s'est établie, pour l'ensemble de la zone euro et pour la France, à 1,4 % (2,1 % en 2004). L'activité a été particulièrement dynamique en Espagne (3,5 %), alors que les performances étaient moindres pour l'Allemagne (1,1 %).

La croissance mondiale a été de 4,3 % en 2005 : 3,5 % aux États-Unis, 2,8 % au Japon, 1,8 % en Grande-Bretagne, 9,9 % en Chine, 8,4 % en Inde et 4,2 % pour les nouveaux membres de l'Union européenne.

Les prix à la production <sup>2</sup> ont augmenté, comme en 2004, de 1,2 % en 2005 dans l'industrie manufacturière. S'ils ont diminué dans les industries agroalimentaires (- 1,6 %), ils sont restés stables dans les biens de

### Prix à la production

(variation en %)

	Industrie manufacturière	EB	EC	ED	EE	EF
2004	1,2	1,2	0,0	1,5	- 0,8	3,0
2005	1,2	- 1,6	0,0	2,0	0,6	3,3

EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industrie des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

Source : INSEE base 2000 : évolutions annuelles sur l'industrie manufacturière hors énergie

consommation et ont augmenté dans les autres secteurs, de 0,6 % dans les biens d'équipement à 2 % dans l'industrie automobile, voire assez fortement, à 3,3 % dans les biens intermédiaires.

Pour les PME industrielles de l'échantillon, la hausse du chiffre d'affaires s'est élevée à 3,1 % en 2005, contre 3,9 % en 2004. Compte tenu des variations de prix à la production, la progression du chiffre d'affaires en volume a été de 1,9 %, contre 2,6 % en 2004.

Tous les grands secteurs économiques ont connu une augmentation de leurs ventes.

Le ralentissement de la progression des ventes dans les industries agroalimentaires (0,3 %, contre 2,3 % en 2004) est dû à la baisse des prix puisque en volume, les ventes ont progressé de 1,9 %, contre 1,1 % en 2004.

L'évolution des chiffres d'affaires est restée soutenue dans les industries de biens de consommation (+ 2,5 %, contre + 2,7 % en 2004). Vu la stabilité des prix, les variations en volume ont été identiques.

Les PME de l'industrie automobile ont de nouveau enregistré une forte croissance de leurs ventes (6 %, contre 6,6 % en 2004). La progression en volume est restée substantielle (3,9 %, après 5 %).

La croissance a également été forte dans les industries de biens d'équipement (5,7 % en valeur, 5,1 % en volume), après une année 2004 déjà favorable (2,9 % en valeur, 3,7 % en volume).

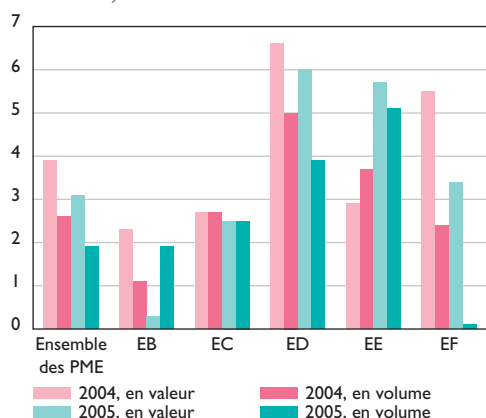
<sup>1</sup> Rapport annuel de la Banque de France – exercice 2005

<sup>2</sup> L'évolution des prix à la production est calculée sur le champ « industrie » retenu par l'Observatoire des entreprises (industries agroalimentaires, biens de consommation, industrie automobile, biens d'équipement, biens intermédiaires).



Graphique 1 Chiffre d'affaires

(variation en %)



EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

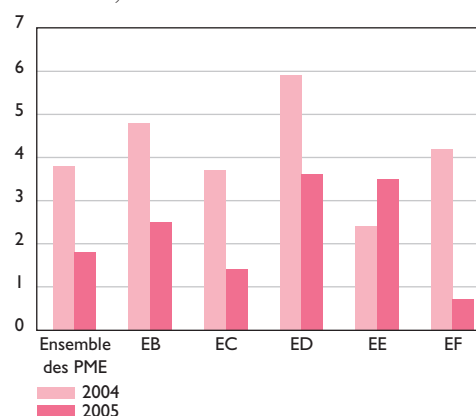
ED : Industrie automobile

EE : Industrie des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

Graphique 2 Valeur ajoutée produite

(variation en %)



EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industrie des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

La hausse des ventes (3,4 %) observée dans l'important secteur des biens intermédiaires (42,2 % de la valeur ajoutée des PME de notre échantillon) s'est ralentie par rapport à 2004 (5,5 %), mais ce ralentissement n'est dû qu'à l'effet des prix : en volume, la croissance a été très faible (0,1 % environ).

Sur l'ensemble de l'industrie, la production<sup>3</sup> a suivi une tendance identique à celle du chiffre d'affaires, tant en valeur (+ 3,1 %) qu'en volume (+ 1,9 %).

La valeur ajoutée produite<sup>4</sup> par les PME industrielles a augmenté de 1,8 % seulement, contre 3,8 % en 2004. Le taux de valeur ajoutée a perdu 0,5 point, pour s'établir à 32,4 % en 2005, avec une progression sensible (4 %) de la consommation élargie<sup>5</sup>.

Sa composante essentielle, le coût des matières consommées<sup>6</sup> a augmenté de 3,7 % par rapport à 2004. Si la montée des achats et charges externes (4,1 %) et de la sous-traitance de fabrication (3,2 %) a renforcé le mouvement, il est notable que le coût des matières consommées n'ait pas davantage « explosé » dans un

contexte de hausse des prix des matières premières, notamment du pétrole<sup>7</sup>.

Les entreprises amortissent ces hausses grâce aux effets de stocks, aux politiques de couverture et aux contrats d'approvisionnement à long terme. De plus, l'analyse par secteurs montre que les impacts sont très inégaux : le coût des matières consommées a fortement augmenté dans les biens d'équipement (8,8 %) et les biens intermédiaires (5,9 %), mais a diminué dans les industries agroalimentaires.

## 2| Léger tassement des effectifs et de l'investissement

### 2| I Décroissance des effectifs

Le ralentissement de l'activité s'est accompagné pour la troisième année consécutive d'une diminution des effectifs des PME industrielles de l'échantillon, avec un recul de 0,6 % en 2005 (- 0,7 % en 2004).

<sup>3</sup> Production = ventes de produits et de services + production stockée + production immobilisée

<sup>4</sup> La valeur ajoutée produite est issue de la méthodologie Centrale de bilans consistant à retraiter certaines charges et subventions, afin d'obtenir un solde plus significatif au plan économique. À la notion de valeur ajoutée définie par le Plan comptable général (1982) sont ajoutés les subventions d'exploitation en complément de prix, ainsi que les loyers de location financement et les charges de personnel extérieur (ces deux dernières grandeurs étant déduites des charges externes). Par ailleurs, elle inclut les impôts et taxes.

<sup>5</sup> Consommation élargie = sous-traitance de fabrication + achats et charges externes retraités + coût des matières consommées + coût des marchandises vendues

<sup>6</sup> Le coût des matières consommées représente près des deux tiers des consommations élargies, et les achats et charges externes retraités environ un quart.

<sup>7</sup> Cf. Arnoux (J.-M.) et Vignier (A.) (2006) : « Malgré l'énergie, une inflation modérée en 2005 », Insee Première, n° 1075, mai

Ce repli de l'emploi salarié a concerné tous les secteurs d'activité, à l'exception des industries de biens d'équipement pour lesquelles la hausse sensible de l'activité a permis une évolution positive de l'emploi (0,5 %).

Poursuivant la tendance déjà observée, les PME de l'industrie ont à nouveau accru leur recours au personnel extérieur (8 % des charges de personnel en 2005, contre 7,8 % en 2004), mais la situation est diverse selon les secteurs, avec des replis pour les industries agroalimentaires (- 0,1 point) et dans l'industrie automobile (-0,5 point). C'est, toutefois, dans cette dernière que le recours au personnel extérieur reste au niveau le plus élevé, à 9,6 % en 2005.

La réduction des effectifs, conjuguée à un accroissement de la valeur ajoutée, s'est traduite par une montée du rendement apparent de la main d'œuvre<sup>8</sup>, de 53,5 milliers d'euros à 54,8 milliers. La hausse est intervenue dans tous les grands secteurs de l'industrie.

L'intensité capitalistique (équipement productif par salarié) a continué de croître pour l'ensemble des PME industrielles, passant de 71,6 milliers d'euros à 74,6 milliers. L'amélioration de ce ratio est générale

quel que soit le secteur. Comme en 2004, la hausse la plus importante a eu lieu dans les industries agroalimentaires (de 113,5 milliers d'euros à 120,4 milliers) qui ont de loin le ratio le plus élevé de toute l'industrie.

## 2 | 2 Investissements d'exploitation : une dynamique moindre que pour l'immatériel

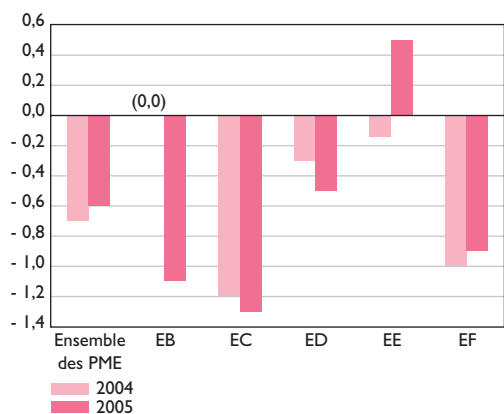
Les montants consacrés aux investissements d'exploitation<sup>9</sup> dans les PME de l'industrie de l'échantillon ont baissé de 0,8 % en 2005.

Leur principale composante, les acquisitions d'immobilisations corporelles, a diminué de 2,3 %. De même, les investissements financés par crédit-bail se sont effrités (- 0,3 %), tandis que les acquisitions d'immobilisations incorporelles se sont beaucoup développées, tout en restant d'un poids modeste.

Le taux d'investissement d'exploitation, mesuré par le rapport entre les investissements d'exploitation et la valeur ajoutée produite, s'est dès lors replié, de 0,3 point, pour s'établir à 12,2 % en 2005, avec une situation très contrastée selon les secteurs.

Graphique 3 Effectifs

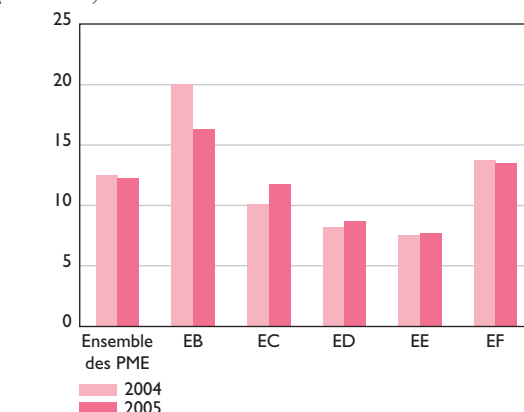
(variation en %)



EB : Industries agroalimentaires  
 EC : Industries des biens de consommation  
 ED : Industrie automobile  
 EE : Industrie des biens d'équipement  
 EF : Industries des biens intermédiaires

Graphique 4 Taux d'investissement d'exploitation : Investissement d'exploitation/valeur ajoutée produite

(taux en %)



EB : Industries agroalimentaires  
 EC : Industries des biens de consommation  
 ED : Industrie automobile  
 EE : Industrie des biens d'équipement  
 EF : Industries des biens intermédiaires

<sup>8</sup> Le rendement apparent de la main-d'œuvre est mesuré par le rapport « valeur ajoutée/effectifs ».

<sup>9</sup> La notion d'investissement d'exploitation regroupe les acquisitions d'immobilisations corporelles et celles d'immobilisations incorporelles, afin d'apprécier notamment l'effort d'investissement en matière de recherche et développement, formation, élaboration de brevets et logiciels, potentiellement porteurs pour le développement de l'entreprise. L'investissement d'exploitation incorpore également les nouveaux contrats de location-financement (crédit-bail et location financière), dès lors qu'il ne s'agit pas de contrats de lease-back.

Ce taux a surtout connu un net repli dans les industries agroalimentaires, de 20 % en 2004 à 16,3 % en 2005, du fait d'une chute de 17,1 % des investissements d'exploitation.

Il n'a perdu que 0,2 point dans les industries intermédiaires et s'est, au contraire, amélioré dans les autres secteurs, notamment dans les biens de consommation (de 10,1 % à 11,7 %).

Les dépenses immatérielles<sup>10</sup> ont progressé de 4,4 %, avec une hausse de leur principale composante, les dépenses commerciales (publicité, etc...) de 2,6 %, mais surtout des efforts importants dans les domaines de la formation, des brevets et des logiciels.

Une seule catégorie de ces dépenses immatérielles a diminué en 2005, celle des frais de recherche et développement (- 6,5 %). Ces derniers sont devenus inférieurs aux dépenses de formation.

L'effort accompli par les entreprises, mesuré par le ratio « dépenses immatérielles/valeur ajoutée produite » est passé de 6,2 % en 2004 à 6,4 % en 2005.

Ce taux de dépenses immatérielles s'est accru dans tous les secteurs, sauf dans les industries agroalimentaires. Mais dans cette dernière activité, il est resté particulièrement élevé (18,4 %), car les dépenses de publicité y sont très importantes. Pour la même raison, il a aussi été assez important (8,3 %) dans les industries de biens de consommation. Dans les autres secteurs, il s'est établi en dessous de 5 %.

## 2 | 3 Analyse des besoins en fonds de roulement d'exploitation

Exprimés en montants, les besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) ont augmenté de 4,5 %

en 2005 sur l'ensemble de l'industrie. Ils ont progressé dans tous les grands secteurs du fait d'une augmentation générale des stocks et des créances clients.

Le poids des besoins en fonds de roulement d'exploitation, exprimé en jours de chiffre d'affaires, est passé de 68,4 jours en 2004 à 69,3 jours en 2005. Par secteur, la hausse est générale, à l'exception des industries de biens d'équipement où il a reculé de 1,3 jour de chiffre d'affaires.

Contrairement aux tendances de longue période<sup>11</sup>, les délais de règlement se sont allongés en 2005. Les délais clients sont passés de 72,7 jours de chiffre d'affaires en 2004 à 73,2 jours et les délais fournisseurs de 69 jours d'achats à 69,2 jours.

Le redémarrage de l'activité en milieu d'année explique en partie cette hausse, dans la mesure où ces délais rapportent des postes du bilan (en fin d'année, les créances clients et les dettes fournisseurs, qui sont des montants en instance de règlement, concernent essentiellement des opérations des mois les plus récents) à un flux d'opérations (synthétisé par le chiffre d'affaires) intervenu tout au long de l'année.

Les délais de rotation des stocks de produits et d'encours ont augmenté globalement de 0,9 point, pour s'établir à 40,1 jours de production. De même, les délais de rotation des stocks de marchandises ont gagné 1,8 jour et les délais de rotation des stocks d'approvisionnement 0,1 jour. Si ces indicateurs ont peu varié d'une année sur l'autre, ils sont structurellement très différents en niveau selon les activités.

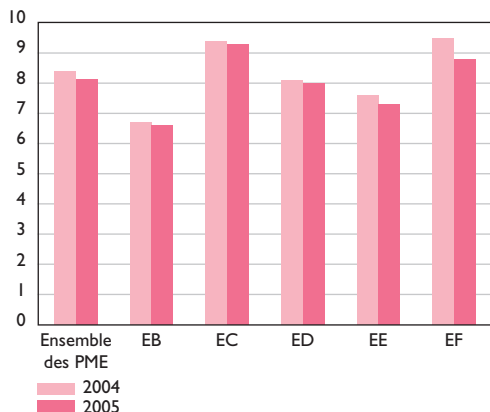
Au total, les PME de l'industrie ont connu en 2005 un ralentissement de la croissance de leur activité qui les a conduit à modérer l'emploi et leur effort d'investissement. La très légère hausse de leurs besoins en fonds de roulement d'exploitation s'explique, essentiellement, par le redémarrage d'activité en milieu d'année.

<sup>10</sup> La méthodologie Centrale de bilans isole les dépenses immatérielles afin de suivre l'évolution de ces charges qui s'apparentent, par certains côtés, à un « investissement ».

<sup>11</sup> Cf. Bardes (B.) (2006) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », Bulletin de la Banque de France, n° 145, janvier

Graphique 5 Résultat brut d'exploitation/chiffre d'affaires hors taxes

(taux en %)



EB : Industries agroalimentaires

EC : Industries des biens de consommation

ED : Industrie automobile

EE : Industrie des biens d'équipement

EF : Industries des biens intermédiaires

### 3 | Dégradation générale des indicateurs de résultat et de rentabilité

#### 3 | I Repli des résultats d'exploitation

Dans un contexte de hausse limitée de la valeur ajoutée et de poursuite de la progression des charges de personnel, le résultat brut d'exploitation<sup>12</sup> a diminué de 1,4 % dans les PME de l'industrie par rapport à 2004. Ce tassement provient, pour l'essentiel, de la diminution enregistrée dans les industries agroalimentaires (1 %) où l'alourdissement des impôts et taxes s'ajoute à celui des charges de personnel. Dans les biens intermédiaires (- 3,9 %), la hausse de la valeur ajoutée (0,7 %) a été insuffisante pour absorber la croissance des charges de personnel (2,4 %).

Dans les autres secteurs, le résultat brut d'exploitation a évolué favorablement.

En rapportant le résultat brut d'exploitation au chiffre d'affaires hors taxes, une première mesure de la performance industrielle et commerciale des entreprises se dégage. Ce ratio n'est pas influencé par les décisions des chefs d'entreprise en matière de financement (choix entre capitaux propres et capitaux empruntés) et il est également indépendant des politiques de distribution des dividendes.

Il s'est replié de 0,3 point, pour revenir à 8,1 % en 2005. Sur un tel indicateur, peu volatil, la baisse est assez significative, d'autant plus qu'elle se vérifie dans tous les grands secteurs.

Il n'a reculé que de 0,1 point dans les industries agroalimentaires, dans celles de biens de consommation et dans l'industrie automobile, mais son repli atteint 0,3 point dans les biens d'équipement et 0,7 point dans les industries de biens intermédiaires.

La rentabilité brute du capital d'exploitation (RBCE), qui rapporte le résultat brut d'exploitation au capital d'exploitation, permet d'apprécier l'efficacité des entreprises dans la mise en œuvre de leurs moyens. Le capital d'exploitation<sup>13</sup> a augmenté de 3,9 % en 2005, en raison de la hausse des immobilisations d'exploitation (3,6 %) et des BFRE (4,5 %). Dans tous les secteurs, sa progression est sensible et provient de la croissance de ses deux composantes.

Comme le résultat brut d'exploitation a reculé dans les PME de l'industrie de l'échantillon, la RBCE a diminué de 0,7 point, pour s'établir à 12 %. Cet indicateur est en repli dans tous les grands secteurs ; il a, notamment, perdu 0,9 point (de 12,5 % à 11,6 %) dans les industries de biens intermédiaires.

La rentabilité nette du capital d'exploitation (« Résultat net d'exploitation<sup>14</sup>/capital d'exploitation ») est un indicateur important pour la croissance future des entreprises. Il mesure la marge dégagée pour autofinancer le développement, une fois prises en compte les dotations aux amortissements et provisions nécessaires pour le maintien de l'outil de production.

<sup>12</sup> Le RBE représente le revenu que les entreprises obtiennent de leur exploitation. Résultat brut d'exploitation = valeur ajoutée produite + autres produits et charges d'exploitation retraités (extraits) - impôts, taxes et versements assimilés - charges de personnel (salaires, charges sociales et personnel extérieur)

Les autres produits et charges retraités relèvent de l'exploitation, mais représentent moins de 1 % de la valeur ajoutée. Ils comprennent : les subventions d'exploitation (prime à l'embauche) + les redevances reçues - les redevances versées sur brevets + les revenus des immeubles non affectés aux activités professionnelles + les escomptes de règlements obtenus - les escomptes de règlements accordés + les revenus de créances commerciales - les intérêts sur dettes commerciales - les pertes sur créances irrécouvrables ayant un caractère habituel en raison de la nature de l'activité.

<sup>13</sup> Capital d'exploitation = immobilisations d'exploitation (incorporelles, corporelles et en location-financement) + besoins en fonds de roulement d'exploitation

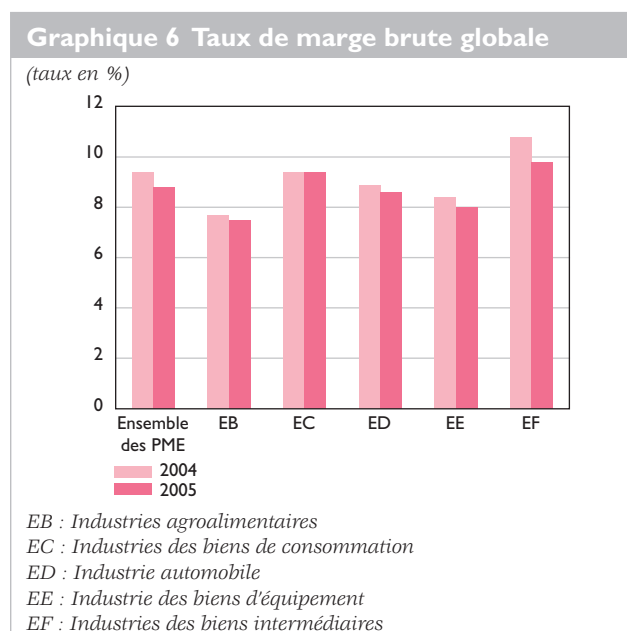
<sup>14</sup> Résultat net d'exploitation = résultat brut d'exploitation + transfert de charges d'exploitation - dotations d'exploitation aux amortissements et aux provisions (nettes des reprises) dont les amortissements au crédit-bail

Le résultat net d'exploitation a cru, globalement, de 0,7 %, malgré la baisse du résultat brut d'exploitation, du fait de la forte diminution (- 5,2 %) des dotations nettes aux amortissements et provisions d'exploitation. Toutefois, il s'est replié dans les deux secteurs ayant enregistré un tassement de leur résultat brut d'exploitation, les industries agroalimentaires et celles de biens intermédiaires.

Rapportée à un capital d'exploitation en nette progression, la rentabilité nette du capital d'exploitation a enregistré une baisse de 0,3 point, à 7,8 % en 2005. Elle a, cependant, connu une légère amélioration dans les industries de biens de consommation (0,3 point) et dans les biens d'équipement (0,1 point).

### 3|2 Baisse des résultats globaux

Le résultat brut global<sup>15</sup> permet d'apprécier la capacité des entreprises à dégager du profit dans le cadre de l'ensemble de leurs activités d'exploitation, financières et exceptionnelles. Il fournit une mesure de la rémunération brute des capitaux, avant amortissements, provisions et impôts.



Il est calculé après prise en compte des opérations hors exploitation<sup>16</sup> dont le solde positif a baissé de 14,9 %, essentiellement du fait d'opérations exceptionnelles.

Le résultat brut global a donc reculé (- 2,8 %) plus rapidement que le résultat d'exploitation. Il a, notamment, enregistré un repli de 1,8 % dans les industries agroalimentaires et de 6,4 % dans celles de biens intermédiaires, c'est-à-dire dans les deux secteurs les moins porteurs en 2005. Il s'est au contraire accru pour les autres activités.

En conséquence, le taux de marge brute globale (résultat brut global/volume d'affaires hors taxes) est revenu de 9,4 % à 8,8 % en 2005. Il a reculé pour toutes les familles d'activité, y compris pour celles qui ont connu une hausse de leur résultat brut global.

De même, la rentabilité brute globale (résultat brut global/total des ressources) s'est repliée de 11,5 % en 2004 à 10,8 % en 2005, la diminution du résultat brut global s'étant accompagnée d'un renforcement du total des ressources (+ 4,1 %), permis notamment par l'évolution favorable du financement propre (+ 3,8 %). Comme pour le taux de marge brute globale, la rentabilité brute globale a baissé dans tous les grands secteurs, avec partout une augmentation du total des ressources.

Tous les indicateurs de résultat et de rentabilité ont donc quelque peu diminué en 2005 sur l'ensemble des PME de l'industrie de l'échantillon.

### 3|3 Quasi-stabilité de la contrainte de solvabilité

La contrainte de solvabilité peut être approchée par le poids des charges d'intérêts dans le résultat brut global, indicateur de la contrainte financière à court terme qui pèse sur l'entreprise.

Elle s'est légèrement accrue, avec un ratio de 7,9 %, contre 7,8 % en 2004. Toutefois, il y a eu une amélioration dans l'industrie automobile et dans les industries de biens d'équipement.

<sup>15</sup> Résultat brut global (RBG) = résultat brut d'exploitation Centrale de bilans + opérations hors exploitation

<sup>16</sup> Opérations hors exploitation = quote-part sur opérations faites en commun + opérations financières + opérations exceptionnelles + transferts entre comptes de charges



Les évolutions de la contrainte de solvabilité sont aussi la résultante du tassement des charges d'intérêt (2,2 % globalement). Ces dernières ne diminuent plus que faiblement dans un contexte de reprise des encours d'emprunts, alors que le coût apparent de l'endettement s'est replié, de 4,2 % en 2004 à 3,9 % en 2005.

### 3 | 4 Répartition des revenus : une modification au détriment de l'autofinancement

Le revenu global<sup>17</sup>, dont le montant a augmenté de 1,2 % en 2005, se répartit entre les différents intervenants dans la vie de l'entreprise : le personnel, les prêteurs, l'État, les actionnaires ou associés et l'entreprise elle-même pour la fraction conservée (son autofinancement).

Les charges de personnel, y compris celles relatives au personnel extérieur mis temporairement à la disposition de l'entreprise, ont continué de croître (2,6 %) sur l'ensemble des PME de l'industrie. Leur part dans le revenu global a ainsi progressé de 0,9 point tous secteurs confondus, pour s'établir à 67,9 %. Le mouvement est d'autant plus significatif qu'il se vérifie dans toutes les activités.

La part prélevée pour l'État, qui prend en compte l'ensemble des impôts et taxes réglés par les sociétés, a aussi augmenté (0,3 point), pour atteindre 11 %. Cet alourdissement ne vient pas de l'impôt sur les sociétés (quasiment stable), mais de l'augmentation des autres impôts et taxes.

Les intérêts versés aux prêteurs ont encore un peu baissé et ne représentaient plus que 2,1 % des revenus répartis en 2005 (2,2 % en 2004).

Les montants des dividendes versés aux actionnaires ont sensiblement augmenté (16,7 %), amenant leur part dans les revenus répartis à 6,8 % (5,9 % en 2004). Ce phénomène se retrouve dans tous les grands secteurs.

L'autofinancement a servi de variable d'ajustement : sa part dans le revenu réparti, qui peut être interprétée comme le taux d'épargne des entreprises, a connu un repli sensible à 12,3 %, contre 14,3 % en 2004.

Ce taux d'épargne varie beaucoup selon les secteurs. Il est le plus élevé dans les industries agroalimentaires (17,5 %, mais en repli de 1,9 point par rapport à son niveau de 2004), dans l'industrie automobile (13,2 % en repli de 3,6 points) et dans les biens intermédiaires (12,7 %, soit - 3,3 points). Il est plus faible dans les industries de biens de consommation (12,2 %, soit - 0,6 point) et dans celles de biens d'équipement (7,7 %, soit - 0,7 point).

Les moindres progressions de la valeur ajoutée et du revenu à répartir en 2005 ont donc amené les PME de l'industrie à rogner sur leur autofinancement.

## 4 | Les équilibres financiers demeurent solides

### 4 | 1 La structure de financement a peu varié

La notion d'emplois<sup>18</sup> utilisée par la méthodologie de la Centrale de bilans regroupe les divers postes de l'actif du bilan par fonction.

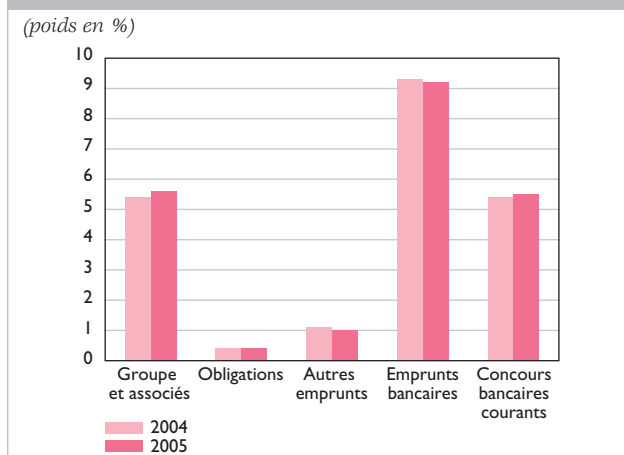
Ces emplois se sont, globalement, accrus de 4,1 %. Leur hausse vient à la fois de l'augmentation des capitaux investis (4,1 %) et de celle de la trésorerie d'actif (2,8 %). Le renforcement des immobilisations d'exploitation (3,6 %) a eu un rôle important, de même que les actifs financiers avec des participations et titres immobilisés en croissance de 9 %.

La structure des emplois a peu évolué d'une année sur l'autre : les principales composantes en 2005 ont encore été les immobilisations d'exploitation (58,1 % du total), dont les participations et titres immobilisés (5,3 %), les besoins en fonds de roulement d'exploitation (23,4 %) et la trésorerie d'actif (11,9 %).

<sup>17</sup> Revenus répartis ou revenu global = valeur ajoutée produite + autres produits et charges d'exploitation retraités + produits et charges hors exploitation + transferts de charges globaux. Les revenus répartis correspondent à l'ancienne notion de valeur ajoutée globale (VAG) à laquelle sont ajoutés les impôts, taxes et versements assimilés comptabilisés en charges d'exploitation.

<sup>18</sup> Les actifs composant les emplois sont constitués :

- des actifs d'exploitation : immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles et biens acquis en crédit-bail ou en location financière ;
- des participations et autres actifs immobilisés hors exploitation dont les prêts au groupe et associés (part à plus d'un an) ; ces postes relèvent de la fonction financière ;
- des besoins en fonds de roulement d'exploitation et hors exploitation, ces derniers retraçant les opérations liées aux fonctions de répartition, d'investissement/désinvestissement et de financement ;
- de la trésorerie active (disponibilités, valeurs mobilières de placement et avances de trésorerie du groupe et associés, c'est-à-dire la part à moins d'un an).

**Graphique 7 Composantes de l'endettement financier des PME industrielles dans le total des ressources**


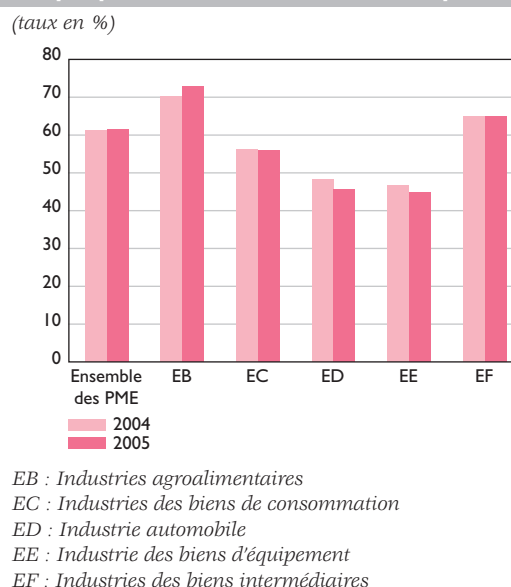
Certains secteurs ont un profil structurel assez éloigné de la situation moyenne de l'industrie :

- les industries agroalimentaires ont une part assez élevée (8,7 %) de participations et titres immobilisés ;
- les biens d'équipement ont une proportion d'immobilisations d'exploitation plus faible (51,8 %), un poids relatif des besoins en fonds de roulement d'exploitation plus élevé (27,7 %), lié en partie à la longueur de leur cycle d'exploitation, et un poids de la trésorerie largement supérieur (16,7 %) ;
- les biens intermédiaires se distinguent par la part d'immobilisations d'exploitation la plus élevée (63,4 %).

Pour financer ces emplois, les entreprises font essentiellement appel soit à des ressources propres, soit à l'endettement.

L'évolution de ces deux grandes masses de ressources a été la suivante :

- l'encours de financement propre a augmenté en 2005 de 3,8 %, grâce à un accroissement des capitaux propres (4,7 %) et à l'augmentation des amortissements et provisions (3,2 %) ; il a ainsi atteint 78,3 % du total des ressources (0,2 point) ;

**Graphique 8 Endettement financier/capitaux propres**


- le financement externe (ou endettement financier), composé des emprunts<sup>19</sup> et de la trésorerie passif<sup>20</sup>, a connu une hausse de 5 % ; il n'a représenté que 21,7 % du total des ressources.

Les emprunts ont augmenté (2,9 %) sur l'ensemble de l'industrie, notamment les emprunts bancaires (+ 3,3 %) et les autres emprunts (+ 2,7 %). Parmi ces derniers, les emprunts auprès des « groupe et associés » ont sensiblement augmenté (+ 4,6 %).

L'autre grande composante de l'endettement financier, la trésorerie passif, s'est accrue de 9,8 %. Il y a eu à la fois progression des crédits bancaires courants (6,2 %), des encours d'effets escomptés non échus (6,2 %) et des avances reçues du groupe et des associés (30 %).

La structure de l'endettement financier, rapportée au total des ressources, s'est un peu modifiée en 2005. La part des emprunts bancaires a diminué de 0,1 point, celle des concours bancaires courants a augmenté de 0,1 point. Le poids des concours issus du groupe et associés est passé de 5,4 % à 5,6 %.

<sup>19</sup> Emprunts = emprunts obligataires + emprunts bancaires (hors CBC) + autres emprunts (dont groupe et associés, hors avances de trésorerie)

<sup>20</sup> Trésorerie passif = crédits bancaires courants + créances cédées non échues + avances de trésorerie reçues du groupe et associés + TCN émis hors groupe



La reprise du recours à l'endettement extérieur, par rapport au financement propre, n'a pas eu lieu dans tous les grands secteurs : l'évolution inverse a été observée dans l'industrie automobile et dans les biens d'équipement.

Le taux d'endettement financier, mesuré par le ratio « endettement financier/capitaux propres appelés » a, au total, augmenté pour atteindre 61,4 %, contre 61,2 % en 2004.

Le mouvement de désendettement et le renforcement des structures financières opéré depuis des années par les chefs d'entreprises, en partie grâce à la baisse progressive des taux, semble donc avoir marqué le pas en 2005.

Mais cette évolution n'est due qu'à un accroissement du taux d'endettement financier de 2,7 points dans les PME des industries agroalimentaires, alors que ce ratio se repliait dans tous les autres secteurs. Le mouvement observé dans cette industrie est dû à une hausse de 8,5 % de l'endettement financier (contre 4,5 % pour les capitaux propres appelés) liée à une augmentation des emprunts et des avances « groupe et associés » qui peut provenir d'un changement de stratégie des groupes dans l'apport de financements à leurs filiales.

Ainsi, malgré quelques disparités sectorielles, l'indépendance financière des PME paraît être restée globalement stable en 2005.

## 4 | 2 Des équilibres financiers satisfaisants

La distinction entre financement propre et endettement financier peut être utilement complétée par une notion de financement stable regroupant le financement propre et les emprunts <sup>21</sup>.

Pour éviter tout risque de rupture de financement, les capitaux investis (actifs immobilisés et besoins en fonds de roulement d'exploitation) doivent en effet être adossés à des ressources stables.

Le ratio de couverture stable des capitaux investis (financement stable/capitaux investis), qui permet d'évaluer cet équilibre du financement, s'est établi à 105,5 % en 2005, en très léger repli sur 2004 (0,4 point).

Cette situation reste très favorable :

- le financement stable a couvert les capitaux investis dans tous les secteurs ;
- il a progressé partout en montant ;
- par secteur, le ratio s'est même amélioré dans les industries de biens de consommation (0,6 point).

Enfin, la trésorerie nette <sup>22</sup> est demeurée positive en 2005, bien qu'elle ait diminué globalement de 5 % pour représenter 5,3 % du total des ressources, contre 5,8 % en 2004. Cette diminution intéresse tous les secteurs sauf les industries de biens de consommation.

Globalement, malgré le contexte de ralentissement de la croissance, les PME de l'industrie ont pu stabiliser leur taux d'endettement et continuer ainsi à assurer une couverture satisfaisante des capitaux investis, faisant preuve d'une bonne maîtrise de leurs équilibres financiers.

<sup>21</sup> Capitaux empruntés sur le marché financier ou auprès des tiers, du groupe et des associés (autres emprunts), mais aussi les emprunts bancaires à l'exception des crédits bancaires courants

<sup>22</sup> Trésorerie nette = Disponibilités + valeurs mobilières de placement + avances de trésorerie au groupe et associés (< 1 an) – crédits bancaires courants – créances cédées non échues – avances de trésorerie reçues du groupe et associés – TCN émis hors groupe

## Annexe

## Présentation de l'échantillon et de la méthodologie statistique

L'étude de l'Observatoire des entreprises sur la situation de l'industrie manufacturière est réalisée chaque année, au mois de juin, à partir d'un échantillon renouvelé d'entreprises adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France et ayant remis les documents comptables des deux exercices analysés.

## Échantillon

Cette étude a été réalisée en juin 2006 à partir d'une population de 5 615 entreprises de moins de 500 salariés soumises à l'impôt sur les sociétés et employant 326 493 personnes en 2005. Menée sur un échantillon nécessairement restreint à ce moment de l'année, l'analyse conduite ne prétend pas à l'exhaustivité et n'a pour seule ambition que de fournir un premier éclairage sur le comportement des petites et moyennes entreprises (PME) en 2005. Elle précède l'étude qui sera menée sur un échantillon complet de PME et de grandes entreprises, représentatif de l'ensemble des entreprises de l'industrie manufacturière : « La situation des entreprises industrielles – Bilan 2005 », à paraître prochainement.

Le présent échantillon, constitué le 6 juin 2006, présente un taux de couverture de 14,8 %, mesuré en termes d'effectifs, par rapport aux PME du fichier exhaustif des firmes imposées sur les bénéficiaires industriels et commerciaux au régime du bénéfice réel normal (BIC-BRN) de l'INSEE.

Caractéristiques de l'échantillon des PME de l'industrie									
<i>(montants en millions d'euros, structures et taux en %)</i>									
NES	Niveau I6	Nombre d'entreprises	Échantillon Centrale de bilans 2005				INSEE 2002 BIC-BRN		Taux de couverture 2005/2003
			Valeur ajoutée		Effectifs 2005		Effectifs 2003		
			Montant	Structure	Nombre	Structure	Nombre	Structure	
EB		721	2 634	14,7	44 036	13,5	310 934	14,1	14,2
EC		959	3 225	18,0	57 667	17,7	427 476	19,3	13,5
ED		106	478	2,7	9 678	2,9	58 913	2,7	16,4
EE		1 291	4 000	22,4	75 335	23,1	458 900	20,8	16,4
EF		2 538	7 546	42,2	139 777	42,8	954 176	43,1	14,6
Industrie		5 615	17 884	100,0	326 493	100,0	2 210 399	100,0	14,8

EB : industries agroalimentaires  
 EE : industries des biens d'équipement  
 EC : industries des biens de consommation  
 Note : PME : Effectifs ≤ 500

EF : industries des biens intermédiaires  
 ED : industrie automobile

## Méthodologie

L'industrie manufacturière y est définie selon la nomenclature d'activités française (NAF), en vigueur depuis 2003. Elle est divisée, pour les besoins de l'étude, en cinq grands secteurs déterminés par la nomenclature économique de synthèse (NES) qui opère des regroupements standardisés à partir des subdivisions NAF et apparaît bien adaptée aux besoins de l'analyse économique.

La méthodologie de la Centrale de bilans retraite les apports liés aux restructurations en établissant un tableau de flux nets des apports qui permet de cerner avec précision l'évolution de ces flux pour l'entreprise telle qu'elle était avant restructuration.

Ainsi, lorsque l'ampleur des apports est inférieure ou égale à 20 % du total de l'actif du bilan précédant la restructuration, l'entreprise peut être conservée dans les études statistiques. Par contre, si ce pourcentage est dépassé, la question de la comparabilité des comptes de l'entreprise avant et après restructuration est plus problématique. Un examen approfondi de toutes les entreprises entrant dans le champ de la restructuration est alors nécessaire afin de vérifier leur présence dans l'échantillon de l'étude. En particulier, la restructuration ne doit concerner que des firmes de l'industrie manufacturière pour que l'ensemble des firmes du champ de cette restructuration puisse participer à l'échantillon.

## Bibliographie

**Arnaux (J.M.) (2006)**

« Malgré l'énergie, une inflation modérée en 2005 », *Insee Première*, n° 1075, mai

**Banque de France (2006)**

Rapport annuel, Exercice 2005

**Bardes (B.) (2006)**

« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 145, janvier

**Bardes (B.), Bardos (M.), Cayssials (J.L.), Nahmias (L.) (2005)**

« La situation des entreprises industrielles – bilan 2004 », Banque de France, Observatoire des entreprises, n° 834-04

**Fietz (A.) et Poncet (H.) (2006)**

« Les comptes de la Nation en 2005 », *Insee Première*, n° 1077, mai

**Lefilliâtre (D.) (2005)**

« Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2004 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 139, juillet



## 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

### Avertissement

À la suite de la migration du système d'information, les données relatives au marché des titres de créances négociables (figures 32 et 33) n'ont pas été actualisées depuis le 31 mai 2006.

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 17 août.



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

(données cvs)

	2005	2006					
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>-2</b>	<b>28</b>	<b>1</b>
Biens intermédiaires	1	11	8	15	1	29	6
Biens d'équipement	19	12	11	24	5	28	8
Industrie automobile	-12	28	-9	21	2	47	-40
Biens de consommation	11	17	7	20	-8	32	0
Industries agricoles et alimentaires	4	7	13	11	-9	29	9
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>5</b>
Biens intermédiaires	14	7	11	12	15	8	10
Biens d'équipement	22	20	27	24	23	17	10
Industrie automobile	14	1	14	-7	-3	-37	-40
Biens de consommation	18	12	14	16	20	10	8
Industries agricoles et alimentaires	2	15	10	7	14	12	12
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>27</b>	<b>-2</b>	<b>33</b>	<b>9</b>
Étrangères	5	11	11	26	3	23	8
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>24</b>
Biens intermédiaires	5	9	6	11	8	17	15
Biens d'équipement	44	43	45	53	48	54	54
Biens de consommation	10	13	19	21	18	21	25
Industries agricoles et alimentaires	-6	2	4	5	2	8	19
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
Biens intermédiaires	2	2	0	1	5	0	-2
Biens d'équipement	8	3	4	4	4	5	5
Industrie automobile	2	10	12	28	22	20	9
Biens de consommation	1	10	6	10	8	3	2
Industries agricoles et alimentaires	8	9	5	8	-1	-7	-8
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>82,5</b>	<b>84,2</b>	<b>84,1</b>	<b>84,7</b>	<b>84,3</b>	<b>85,7</b>	<b>85,2</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	-2	-2	-4	-1	-2	1	1
Au cours des prochains mois	-5	-8	-6	-7	-7	-7	-7
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>100</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>106</b>

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

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

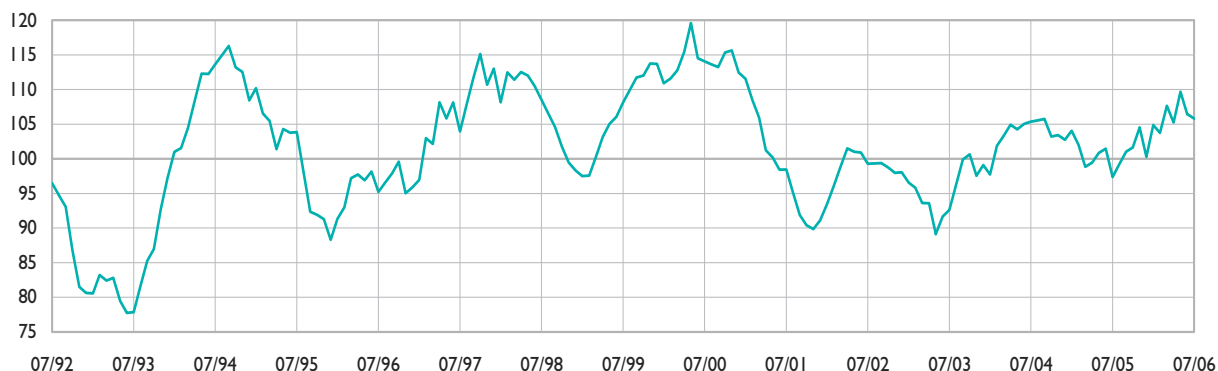
Source : Banque de France

Réalisé le 16 août 2006

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

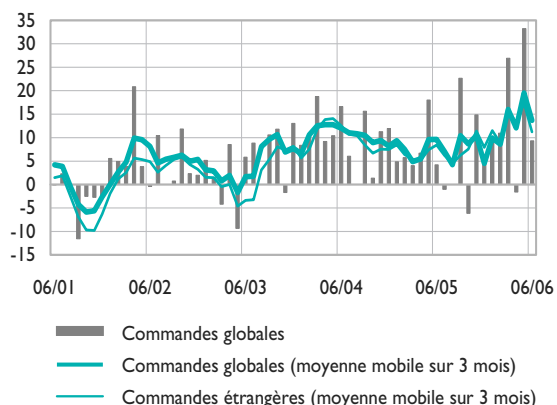
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = moyenne de longue période)



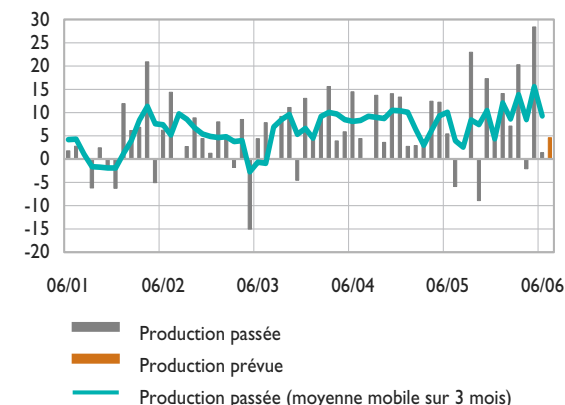
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



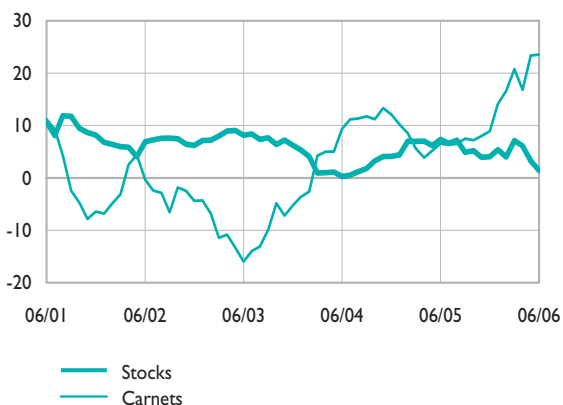
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



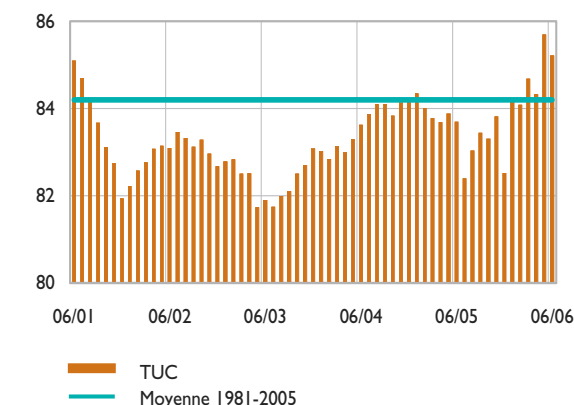
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 16 août 2006

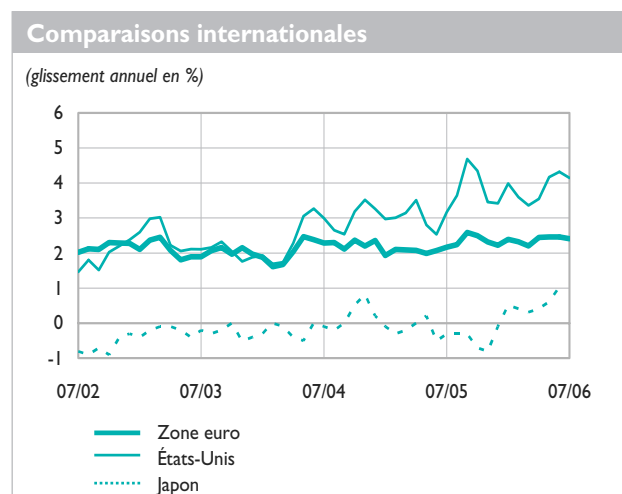
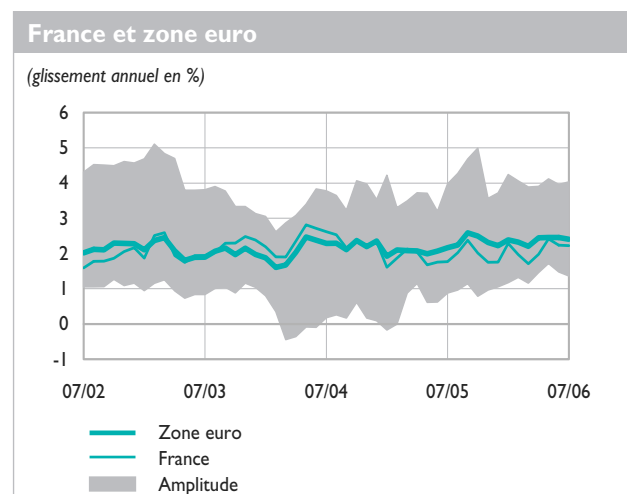
Figure 3  
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

	2005		2006						
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
France	1,8	1,8	2,3	2,0	1,7	2,0	2,4	2,2	2,2
Allemagne	2,2	2,1	2,1	2,1	1,9	2,3	2,1	2,0	2,1
Italie	2,4	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3
Zone euro	2,3	2,2	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4
Royaume-Uni	2,1	1,9	1,9	2,1	1,8	2,0	2,2	2,5	2,4
Union européenne	2,3	2,1	2,3	2,2	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4
États-Unis	3,5	3,4	4,0	3,6	3,4	3,5	4,2	4,3	4,1
Japon	-0,8	-0,1	0,5	0,4	0,3	0,4	0,6	1,0	nd

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

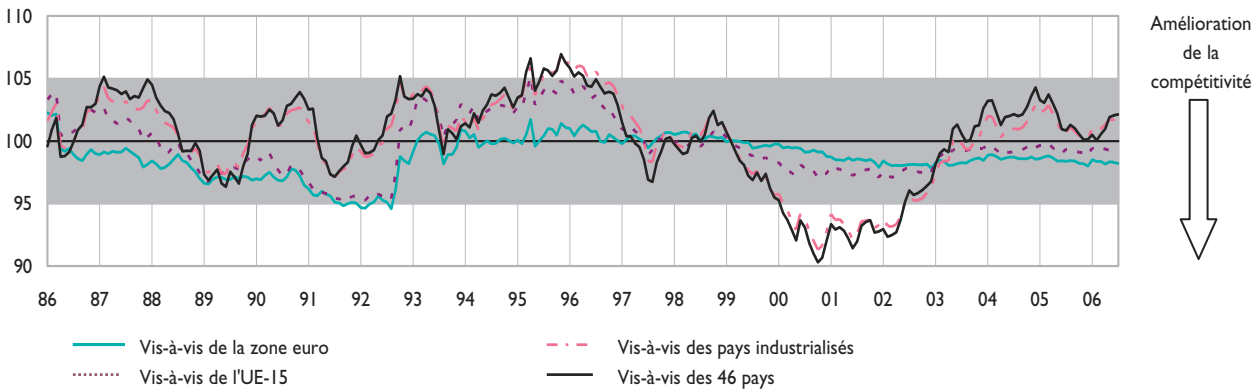


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon  
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

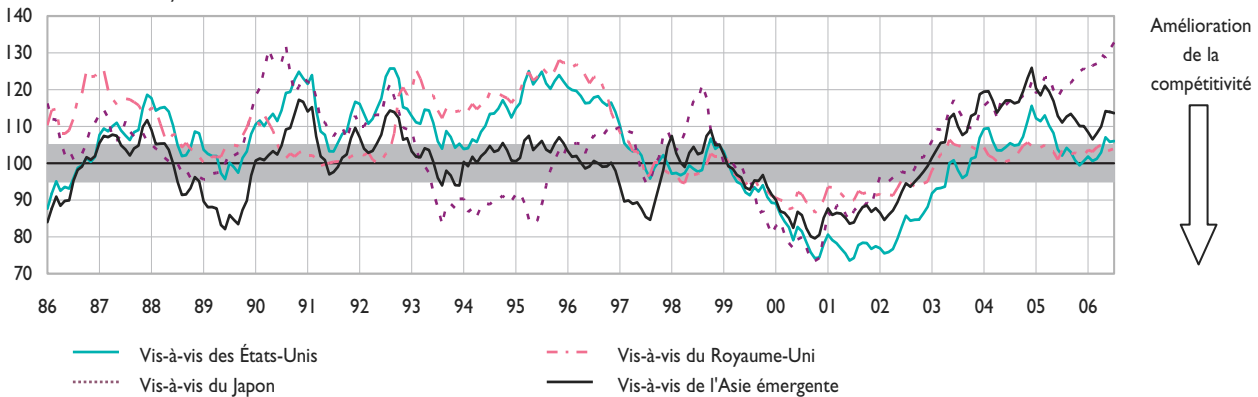
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



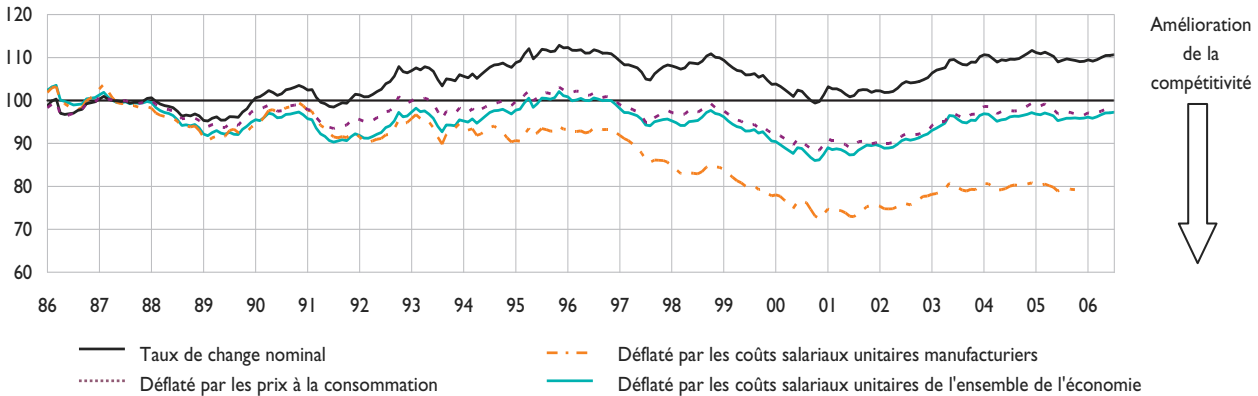
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

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 16 août 2006

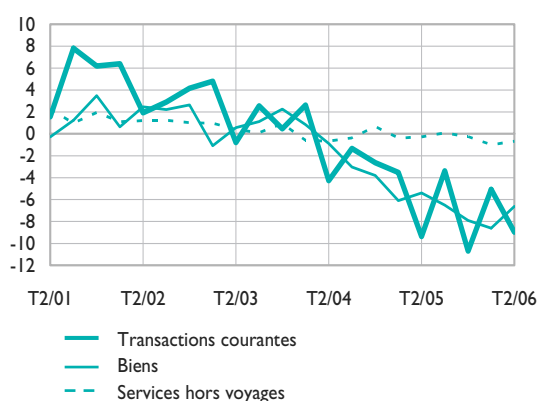
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005			2006	
			T2	T3	T4	T1	T2
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-5 603</b>	<b>-26 953</b>	<b>-9 366</b>	<b>-3 378</b>	<b>-10 690</b>	<b>-5 068</b>	<b>-8 964</b>
Biens	-6 905	-25 908	-5 392	-6 511	-7 908	-8 616	-6 619
Services hors voyages	-995	-852	-275	84	-267	-1 000	-673
Voyages	9 812	8 910	2 697	2 666	2 558	628	2 444
Revenus	10 164	13 060	-848	6 708	1 982	5 647	1 613
Transferts courants	-17 679	-22 163	-5 548	-6 325	-7 055	-1 727	-5 729
<b>Compte de capital</b>	<b>1 445</b>	<b>512</b>	<b>386</b>	<b>378</b>	<b>-386</b>	<b>-322</b>	<b>218</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-3 281</b>	<b>-15 200</b>	<b>6 775</b>	<b>11 788</b>	<b>-32 048</b>	<b>54 063</b>	<b>24 780</b>
Investissements directs	-20 646	-41 888	2 250	-5 391	-32 921	11 418	-11 113
Français à l'étranger	-45 911	-93 011	-8 986	-19 059	-44 996	-3 945	-28 514
Étrangers en France	25 265	51 123	11 236	13 668	12 075	15 363	17 401
Investissements de portefeuille	-46 570	-9 213	3 263	18 811	-17 977	-29 233	4 670
Avoirs	-179 887	-191 306	-42 253	-29 466	-65 640	-66 069	-12 147
Engagements	133 317	182 093	45 516	48 277	47 663	36 836	16 817
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	9 663	-379	2 795	877	2 137
Autres investissements	62 441	20 667	-9 457	-3 060	13 028	71 435	30 840
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 056	1 807	3 027	-434	-1 754
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>7 439</b>	<b>41 641</b>	<b>2 205</b>	<b>-8 788</b>	<b>43 124</b>	<b>-48 673</b>	<b>-16 034</b>

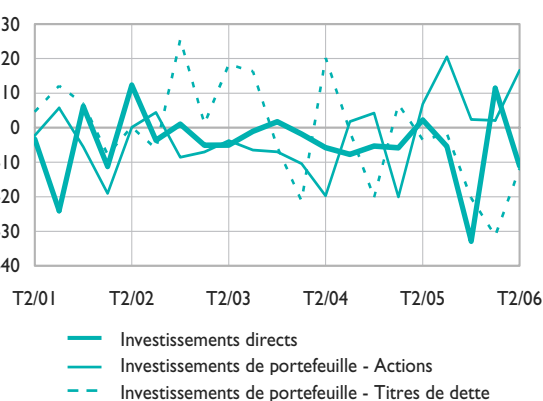
#### Soldes des transactions courantes

(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 (a)	2005 (a)	2005			2006	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-5 603</b>	<b>-26 953</b>	<b>-9 366</b>	<b>-3 378</b>	<b>-10 690</b>	<b>-5 068</b>	<b>-8 964</b>
<b>Biens</b>	<b>-6 905</b>	<b>-25 908</b>	<b>-5 392</b>	<b>-6 511</b>	<b>-7 908</b>	<b>-8 616</b>	<b>-6 619</b>
Exportations	338 817	352 966	90 026	83 955	93 640	96 582	99 325
Importations	345 722	378 874	95 418	90 466	101 548	105 198	105 944
Marchandises générales	-6 390	-24 203	-4 951	-6 068	-7 377	-7 993	-6 413
Avitaillement	-469	-980	-227	-271	-357	-365	-264
Travail à façon et réparations	-46	-725	-214	-172	-174	-258	58
<b>Services hors voyages</b>	<b>-995</b>	<b>-852</b>	<b>-275</b>	<b>84</b>	<b>-267</b>	<b>-1 000</b>	<b>-673</b>
Exportations	55 253	59 338	14 577	15 049	15 725	14 244	13 556
Importations	56 248	60 190	14 852	14 965	15 992	15 244	14 229
Transports	-998	-1 205	-321	-143	-424	-327	-453
Services de communication	917	1 105	257	346	243	295	275
Services de construction	1 151	1 634	317	416	511	400	328
Services d'assurances	-541	-939	-215	-297	-85	-390	-277
Services financiers	-838	-773	-147	-239	-271	-366	-495
Services d'informatique et d'information	34	-64	8	-43	-35	68	70
Redevances et droits de licence	1 649	2 166	413	675	563	610	367
Autres services aux entreprises	-1 883	-2 107	-435	-471	-505	-1 110	-339
Services personnels, culturels et récréatifs	-275	-535	-154	-124	-213	-171	-166
Services des administrations publiques	-211	-134	2	-36	-51	-9	17
<b>Voyages</b>	<b>9 812</b>	<b>8 910</b>	<b>2 697</b>	<b>2 666</b>	<b>2 558</b>	<b>628</b>	<b>2 444</b>
Recettes	32 833	33 981	9 306	10 578	7 754	6 251	9 464
Dépenses	23 021	25 071	6 609	7 912	5 196	5 623	7 020
<b>Revenus</b>	<b>10 164</b>	<b>13 060</b>	<b>-848</b>	<b>6 708</b>	<b>1 982</b>	<b>5 647</b>	<b>1 613</b>
Rémunérations des salariés	8 406	8 420	2 099	2 112	2 105	2 111	2 137
Revenus des investissements	1 758	4 640	-2 947	4 596	-123	3 536	-524
Directs	15 557	18 069	4 771	4 086	5 551	3 579	5 686
De portefeuille	-11 435	-9 857	-6 296	1 372	-5 325	946	-4 425
Autres	-2 364	-3 572	-1 422	-862	-349	-989	-1 785
<b>Transferts courants</b>	<b>-17 679</b>	<b>-22 163</b>	<b>-5 548</b>	<b>-6 325</b>	<b>-7 055</b>	<b>-1 727</b>	<b>-5 729</b>
Transferts courants du secteur des APU	-11 046	-14 924	-3 864	-4 301	-5 562	140	-3 793
Transferts courants des autres secteurs	-6 633	-7 239	-1 684	-2 024	-1 493	-1 867	-1 936
dont envois de fonds des travailleurs	-2 134	-2 088	-510	-607	-495	-477	-508
<b>Compte de capital</b>	<b>1 445</b>	<b>512</b>	<b>386</b>	<b>378</b>	<b>-386</b>	<b>-322</b>	<b>218</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

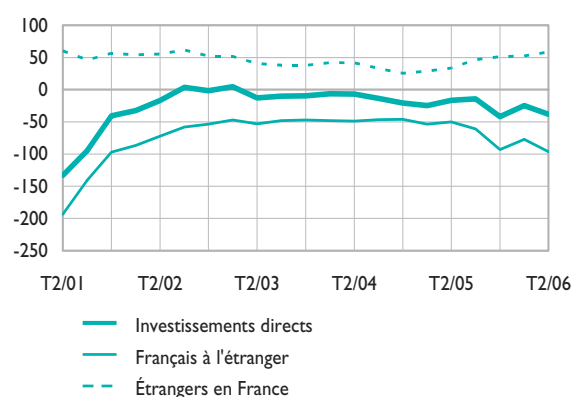
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005			2006	
			T2	T3	T4	T1	T2
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte financier</b>	<b>-3 281</b>	<b>-15 200</b>	<b>6 775</b>	<b>11 788</b>	<b>-32 048</b>	<b>54 063</b>	<b>24 780</b>
Investissements directs	-20 646	-41 888	2 250	-5 391	-32 921	11 418	-11 113
Français à l'étranger	-45 911	-93 011	-8 986	-19 059	-44 996	-3 945	-28 514
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	-36 430	-42 198	192	-9 714	-21 753	-7 002	-14 723
Étrangers en France	25 265	51 123	11 236	13 668	12 075	15 363	17 401
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	9 026	20 239	3 385	3 848	6 386	7 141	6 609
Investissements de portefeuille	-46 570	-9 213	3 263	18 811	-17 977	-29 233	4 670
Avoirs	-179 887	-191 306	-42 253	-29 466	-65 640	-66 069	-12 147
Actions	-49 120	-42 915	7 557	-1 304	-21 084	-11 119	23 065
Obligations	-119 309	-137 034	-44 603	-19 547	-37 045	-54 122	-49 786
<i>Instruments du marché monétaire</i>	-11 458	-11 357	-5 207	-8 615	-7 511	-828	14 574
Engagements	133 317	182 093	45 516	48 277	47 663	36 836	16 817
Actions	25 012	52 634	-763	21 849	23 492	13 208	-6 498
Obligations	94 127	110 831	35 696	19 473	31 630	17 605	26 502
<i>Instruments du marché monétaire</i>	14 178	18 628	10 583	6 955	-7 459	6 023	-3 187
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	9 663	-379	2 795	877	2 137
Autres investissements	62 441	20 667	-9 457	-3 060	13 028	71 435	30 840
<i>dont IFM hors Banque de France (flux nets)</i>	38 831	-2 346	-8 603	6 171	-4 682	69 437	28 446
Avoirs de réserve	-3 509	7 055	1 056	1 807	3 027	-434	-1 754
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>7 439</b>	<b>41 641</b>	<b>2 205</b>	<b>-8 788</b>	<b>43 124</b>	<b>-48 673</b>	<b>-16 034</b>

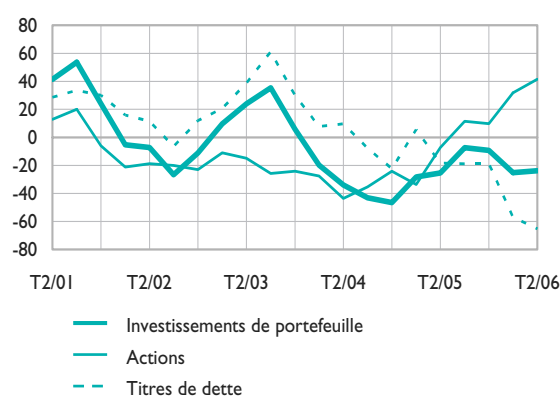
#### Investissements directs – soldes

(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)

	1er trimestre 2006					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-11 443</b>	<b>2 326</b>	<b>1 584</b>	<b>3 900</b>	<b>151</b>	<b>979</b>
Recettes	69 655	26 309	5 297	14 301	2 600	5 767
Dépenses	81 098	23 983	3 713	10 401	2 449	4 788
Biens	-11 221	1 033	1 323	2 031	56	400
Recettes	48 210	10 255	4 521	6 989	1 609	2 719
Dépenses	59 431	9 222	3 198	4 958	1 553	2 319
Services	-2 166	387	135	860	203	38
Recettes	5 237	3 200	523	3 295	453	1 230
Dépenses	7 404	2 813	388	2 435	250	1 192
Revenus	3 393	-1 332	127	1 015	-104	772
Recettes	15 142	4 049	212	3 817	521	1 494
Dépenses	11 749	5 380	86	2 802	624	722
Transferts courants	-1 448	2 237	-1	-6	-4	-231
<b>Compte financier</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Investissements directs	5 044	7 122	-91	-379	-544	824
Français à l'étranger	-3	1 683	-224	-2 228	-588	-253
Étrangers en France	5 047	5 440	133	1 849	44	1 077
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-31 527	-11 863	-349	-4 720	-4 036	671
Actions	2 086	-7 876	-151	-1 477	-2 703	-177
Obligations	-31 180	-2 317	-203	-6 261	-1 554	2
Instruments du marché monétaire	-2 433	-1 670	6	3 018	221	846
Autres investissements	11 164	15 794	-292	-11 147	7 072	-2 688
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	169	20 290	-659	-4 279	7 085	-5 014

(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	
		juin	avril	mai	juin	juin
	(a)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>1 234</b>	<b>-1 006</b>	<b>-7 341</b>	<b>-617</b>	<b>-16 846</b>	<b>-28 100</b>
Biens	-811	-2 294	-3 040	-1 285	-18 329	-29 654
Services hors voyages	92	-72	-592	-9	-396	-1 856
Voyages	1 419	565	605	1 274	9 336	8 296
Revenus	2 467	2 779	-2 342	1 176	11 746	15 950
Transferts courants	-1 933	-1 984	-1 972	-1 773	-19 203	-20 836
<b>Compte de capital</b>	<b>252</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>118</b>	<b>1 685</b>	<b>-112</b>
<b>Compte financier</b>	<b>6 117</b>	<b>5 306</b>	<b>10 760</b>	<b>8 714</b>	<b>-911</b>	<b>58 583</b>
Investissements directs	3 784	-2 427	-11 052	2 366	-16 622	-38 007
Français à l'étranger	-2 860	-10 502	-11 510	-6 502	-50 063	-96 514
Capital social	-4 435	-2 436	-5 475	-3 315	-16 915	-39 720
Bénéfices réinvestis	-1 080	-1 165	-1 166	-1 166	-11 730	-13 472
Autres opérations	2 655	-6 901	-4 869	-2 021	-21 418	-43 322
Étrangers en France	6 644	8 075	458	8 868	33 441	58 507
Capital social	2 667	1 770	107	3 354	4 727	18 760
Bénéfices réinvestis	411	460	459	459	4 884	5 224
Autres opérations	3 566	5 845	-108	5 055	23 830	34 523
Investissements de portefeuille	28 539	-10 722	-5 811	21 203	-25 447	-23 729
Avoirs	-6 984	-17 084	9 103	-4 166	-166 180	-173 322
Actions	-2 717	13 205	11 513	-1 653	-32 771	-10 442
Obligations	-13 384	-23 437	-11 455	-14 894	-127 242	-160 500
Instruments du marché monétaire	9 117	-6 852	9 045	12 381	-6 167	-2 380
Engagements	35 523	6 362	-14 914	25 369	140 733	149 593
Actions	13 914	-7 048	-26 773	27 323	25 565	52 051
Obligations	19 871	11 109	10 856	4 537	102 923	95 210
Instruments du marché monétaire	1 738	2 301	1 003	-6 491	12 245	2 332
Produits financiers dérivés	2 346	-145	948	1 334	8 497	5 430
Autres investissements	-29 953	20 273	28 122	-17 555	33 178	112 243
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-28 806	28 772	6 526	-6 852	5 601	99 372
Avoirs de réserve	1 401	-1 673	-1 447	1 366	-517	2 646
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-7 603</b>	<b>-4 349</b>	<b>-3 470</b>	<b>-8 215</b>	<b>16 072</b>	<b>-30 371</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

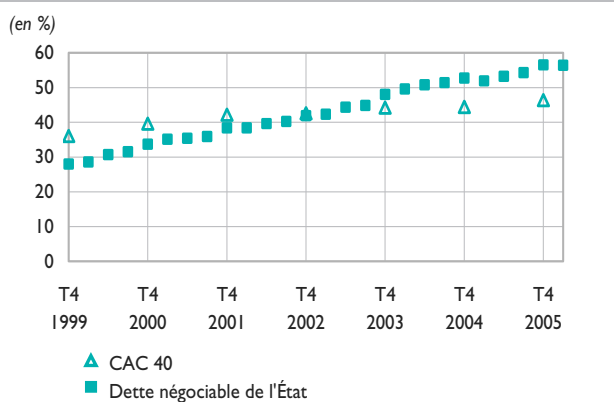
(b) Chiffres provisoires

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

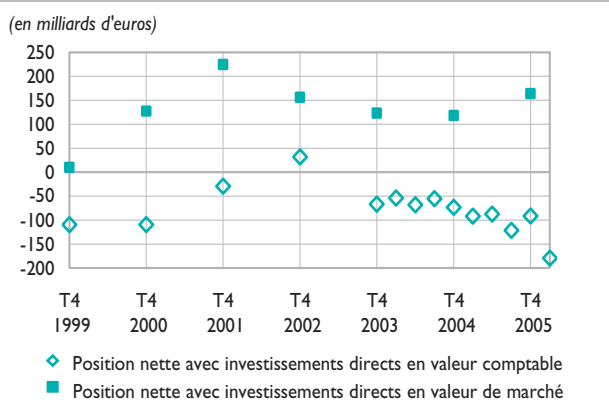
(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T I
<b>Créances</b>	<b>2 327,6</b>	<b>2 347,0</b>	<b>2 528,1</b>	<b>2 859,5</b>	<b>3 603,2</b>	<b>3 704,7</b>
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	697,9
<i>Capitaux propres</i>	409,6	390,2	380,1	404,6	462,9	449,3
<i>Autres opérations</i>	167,8	168,9	193,5	204,3	260,3	248,6
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 629,0
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	301,8	390,5	480,3	566,0	663,6	723,2
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	524,8	498,1	604,1	717,2	910,5	905,7
Produits financiers dérivés	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7	236,8
Autres investissements	732,3	737,4	706,1	786,7	1 051,1	1 073,8
<i>IFM</i>	514,2	516,4	492,0	578,9	840,7	856,9
<i>Non IFM</i>	218,1	221,0	214,1	207,8	210,4	217,0
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0	67,2
<b>Engagements</b>	<b>-2 356,9</b>	<b>-2 315,0</b>	<b>-2 594,8</b>	<b>-2 939,2</b>	<b>-3 675,8</b>	<b>-3 884,2</b>
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-487,6
<i>Capitaux propres</i>	-212,2	-232,3	-267,4	-276,7	-296,9	-291,4
<i>Autres opérations</i>	-122,9	-135,1	-150,4	-178,2	-212,4	-196,2
Investissements de portefeuille (titres français détenus par les non-résidents)	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8	-1 841,2
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-251,1	-242,9	-287,6	-323,2	-409,8	-406,4
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 138,9	-1 357,0	-1 434,8
Produits financiers dérivés	-1 118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4	-260,8
Autres investissements	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4	-1 294,7
<i>IFM</i>	-622,1	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 104,4
<i>Non IFM</i>	-162,7	-154,0	-148,1	-153,3	-177,2	-190,3
<b>Position nette</b>	<b>-29,3</b>	<b>32,1</b>	<b>-66,7</b>	<b>-79,7</b>	<b>-72,6</b>	<b>-179,5</b>

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



Source : Banque de France

Réalisé le 16 août 2006

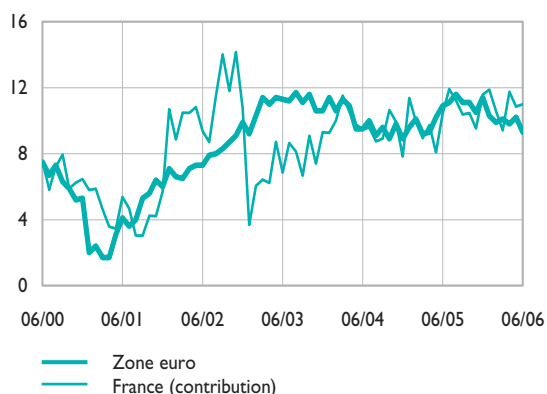
**Figure 11**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2003	2004	2005	2005	2005	2006						
	déc.	déc.	déc.	juin	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	
<b>M1</b>												
Zone euro (a)	10,6	8,9	11,4	10,9	11,4	10,3	9,9	10,1	9,8	10,2	9,3	
France (contribution)	9,3	7,8	11,6	10,4	11,6	11,9	10,6	9,4	11,7	10,9	11,0	
<b>M2</b>												
Zone euro (a)	7,6	6,7	8,5	8,0	8,5	8,4	8,7	9,0	9,3	9,2	9,1	
France (contribution)	7,4	7,1	8,1	8,9	8,1	8,1	7,8	7,6	8,2	7,6	8,3	
<b>M3</b>												
Zone euro (a)	7,1	6,6	7,4	7,6	7,4	7,7	7,9	8,5	8,7	8,8	8,5	
France (contribution)	4,8	8,2	8,5	9,9	8,5	8,7	8,5	9,1	10,2	8,3	8,6	
<b>Crédits au secteur privé</b>												
Zone euro (a)	5,5	7,2	9,2	8,1	9,2	9,7	10,4	10,9	11,4	11,4	11,0	
France	5,3	9,0	9,3	8,9	9,3	11,2	12,6	12,6	13,2	12,7	12,3	

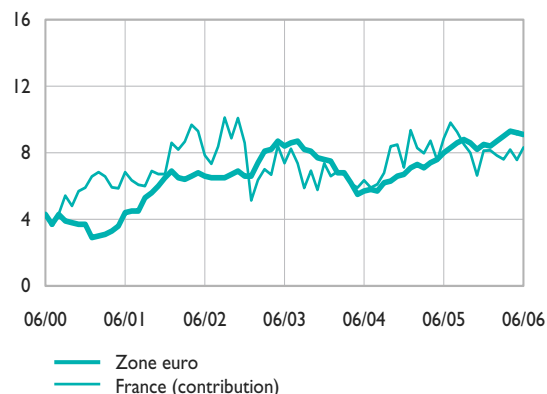
### M1

(taux de croissance annuel en %)



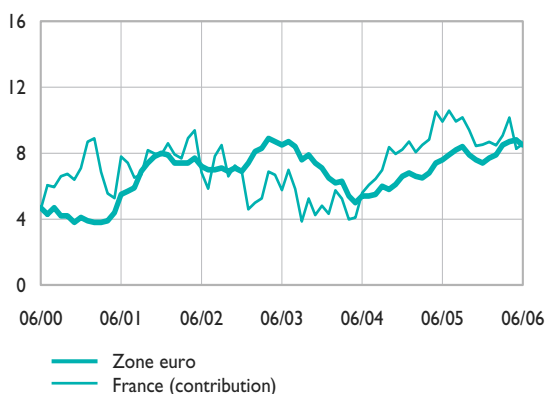
### M2

(taux de croissance annuel en %)



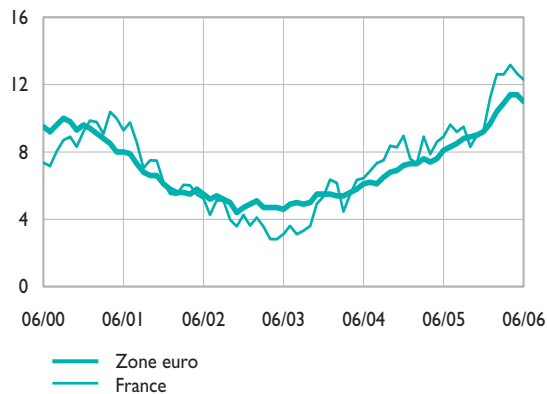
### M3

(taux de croissance annuel en %)



### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 août 2006

Figure 12  
Bilan de la Banque de France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Actif</b>								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	31,4	29,9	29,7	32,9	35,0
Crédits	11,5	17,7	27,4	24,9	23,3	23,0	26,0	28,3
IFM	11,1	17,3	27,1	24,5	23,0	22,7	25,7	28,0
Administration centrale	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	4,9	5,5	6,8	6,5	6,6	6,7	6,9	6,7
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	6,5	6,6	6,7	6,9	6,7
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	17,9	16,4	23,6	9,1	18,0
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	25,3	25,8	28,6	30,1	28,3
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	33,7	43,5	46,0	45,1	42,2
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	81,0	96,6	95,5	95,1	97,6
<b>Total</b>	<b>158,9</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>189,2</b>	<b>212,2</b>	<b>223,4</b>	<b>212,3</b>	<b>220,9</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	32,8	30,5	36,9	25,6	37,3
IFM	27,8	28,7	28,6	31,9	29,7	35,9	24,7	36,4
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,9	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	0,5	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	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	7,1	9,7	10,7	11,7	11,2
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	149,3	172,0	175,7	174,5	172,5
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	102,3	108,6	110,9	111,3	113,1
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	35,5	32,9	45,7	39,0	50,0	50,0	50,0	47,9
Autres	5,8	7,4	16,3	8,0	13,3	14,8	13,1	11,5
<b>Total</b>	<b>158,9</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>189,2</b>	<b>212,2</b>	<b>223,4</b>	<b>212,3</b>	<b>220,9</b>

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

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

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

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Actif</b>								
Territoire national	3 001,7	3 202,7	3 291,8	3 302,9	3 373,6	3 461,1	3 515,4	3 486,5
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,4	2 491,5	2 562,1	2 626,5	2 660,2	2 661,9
IFM	947,8	1 013,1	996,3	1 034,4	979,4	1 029,8	1 057,3	1 044,9
APU	142,0	139,5	150,8	135,1	147,9	145,1	144,3	150,4
Secteur privé	1 175,9	1 263,8	1 376,4	1 322,0	1 434,8	1 451,6	1 458,6	1 466,6
Titres autres que des actions	431,3	461,0	455,6	474,1	483,6	493,6	506,9	488,5
IFM ≤ 2 ans	129,8	162,6	140,0	149,6	155,9	163,6	177,6	160,8
IFM > 2 ans	49,9	53,3	57,4	57,3	58,5	56,4	58,4	60,6
APU	157,5	155,8	168,6	172,6	177,4	175,9	173,0	171,3
Secteur privé	94,2	89,4	89,6	94,5	91,9	97,6	97,8	95,9
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	69,8	78,9	78,3	80,7	82,2
Actions et autres participations	241,0	257,5	234,6	267,6	249,0	262,7	267,6	253,9
Autres États de la zone euro	467,1	555,1	727,0	614,7	787,3	822,5	839,1	810,6
Reste du monde	503,4	608,9	869,4	727,0	900,1	919,6	937,6	887,1
Non ventilés par zones géographiques	379,3	417,0	602,9	507,9	691,8	687,5	693,1	658,5
<b>Total</b>	<b>4 351,5</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 491,1</b>	<b>5 152,5</b>	<b>5 752,7</b>	<b>5 890,8</b>	<b>5 985,2</b>	<b>5 842,7</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 234,4	2 212,5	2 240,9	2 265,5	2 291,4
IFM	933,1	1 006,6	1 011,3	1 033,9	988,8	1 013,9	1 058,9	1 055,8
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	40,6	51,8	27,9	23,3	34,3
Autres secteurs	1 075,6	1 129,6	1 185,8	1 159,9	1 171,9	1 199,1	1 183,3	1 201,3
Dépôts à vue	344,1	357,1	395,3	372,1	381,9	396,7	386,8	405,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	45,5	53,4	48,5	56,3	57,2	56,7	60,6
Dépôts à terme > 2 ans	299,4	306,4	307,1	304,0	301,3	299,3	297,8	298,8
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	351,8	377,5	392,6	386,2	401,0	402,8	401,6	401,1
Pensions	30,7	43,2	37,4	49,1	31,3	43,0	40,4	35,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	258,8	296,1	320,0	330,6	318,5
IFM	173,6	201,5	226,4	216,2	248,0	264,0	274,9	260,4
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	42,6	48,1	55,9	55,8	58,1
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	617,0	826,8	859,1	885,4	828,1
Non ventilés par zones géographiques	1 672,1	1 853,2	2 220,5	2 042,4	2 417,3	2 470,7	2 503,7	2 404,6
Titres de créance émis ≤ 2 ans	218,3	259,4	271,3	271,1	311,8	325,5	343,2	316,4
Titres de créance émis > 2 ans	375,2	404,8	458,6	434,4	467,6	470,3	474,2	485,8
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	377,9	404,2	417,5	425,4	412,9
Capital et réserves	299,2	313,8	318,7	313,2	333,4	335,2	337,5	339,6
Autres	451,6	521,1	784,2	645,8	900,3	922,4	923,4	850,0
<b>Total</b>	<b>4 351,5</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 491,1</b>	<b>5 152,5</b>	<b>5 752,7</b>	<b>5 890,8</b>	<b>5 985,2</b>	<b>5 842,7</b>

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

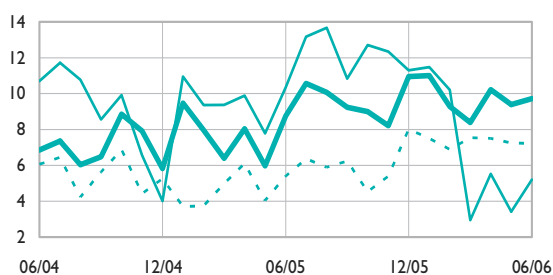
Figure 14  
Dépôts – France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	389,1	404,6	412,0	403,6	417,4
Ménages et assimilés	202,4	212,9	230,1	217,1	224,6	233,4	225,6	232,8
Sociétés non financières	120,0	124,2	139,9	131,4	129,1	129,9	130,9	137,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	39,2	47,8	55,6	40,6	50,9	48,8	47,1	47,0
Autres agents	19,2	17,5	22,6	22,3	26,7	31,1	29,3	33,6
<b>Total – Encours</b>	<b>380,9</b>	<b>402,4</b>	<b>448,1</b>	<b>411,4</b>	<b>431,3</b>	<b>443,1</b>	<b>432,8</b>	<b>451,0</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	113,6	112,3	112,3	111,8	111,3
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,6	17,2	17,3	17,3	17,3
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	39,2	38,9	39,0	38,7	38,5
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,8	48,6	49,1	49,0	49,0
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	56,1	56,6	56,7	56,6	56,5
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,1	6,4	6,4	6,4	6,4
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	107,9	121,0	122,2	121,8	122,0
<b>Total – Encours</b>	<b>351,8</b>	<b>377,5</b>	<b>392,6</b>	<b>386,2</b>	<b>401,0</b>	<b>402,8</b>	<b>401,6</b>	<b>401,1</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>4,0</b>	<b>7,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>

Dépôts à vue

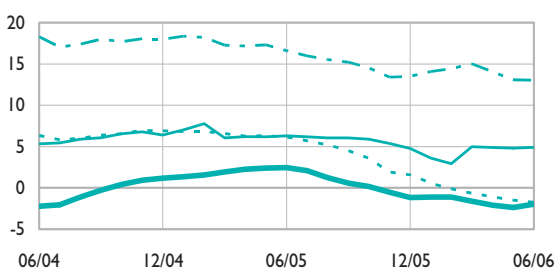
(en taux de croissance annuel)



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

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



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



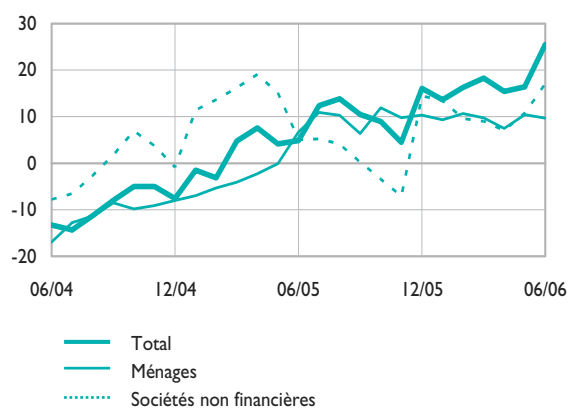
**Figure 15**  
**Dépôts à terme – France**

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	44,7	48,5	48,2	49,8	50,8
Ménages et assimilés	20,4	18,6	20,8	20,3	21,0	20,8	21,3	22,1
Sociétés non financières	23,3	22,8	26,5	24,3	27,1	27,0	28,1	28,3
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Autres agents	5,5	3,8	5,8	3,7	7,8	9,0	6,9	9,8
<b>Total – Encours</b>	<b>49,6</b>	<b>45,5</b>	<b>53,4</b>	<b>48,5</b>	<b>56,3</b>	<b>57,2</b>	<b>56,7</b>	<b>60,6</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-16,9</b>	<b>-7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>4,9</b>	<b>18,3</b>	<b>15,4</b>	<b>16,4</b>	<b>25,5</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	293,5	283,5	281,3	279,4	277,3
Ménages et assimilés	279,1	282,6	281,4	281,0	270,4	267,9	266,1	263,8
PEL	216,7	224,2	225,6	223,2	215,3	213,2	211,4	209,3
PEP	46,0	42,5	39,0	40,1	37,5	37,0	36,6	36,2
Autres	16,4	15,9	16,8	17,7	17,7	17,7	18,1	18,3
Sociétés non financières	9,9	13,1	13,5	12,5	13,1	13,4	13,3	13,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres agents	10,3	10,6	12,1	10,5	17,8	18,1	18,4	21,5
<b>Total – Encours</b>	<b>299,4</b>	<b>306,4</b>	<b>307,1</b>	<b>304,0</b>	<b>301,3</b>	<b>299,3</b>	<b>297,8</b>	<b>298,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,2</b>

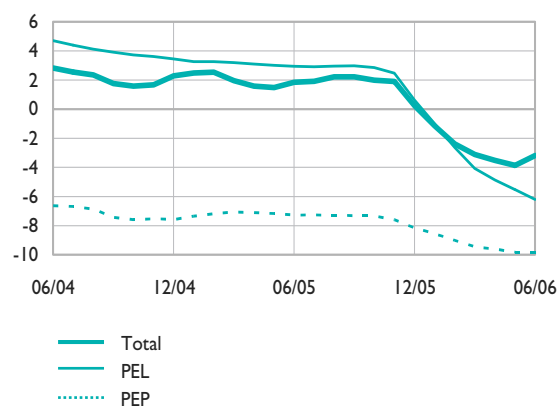
#### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



#### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

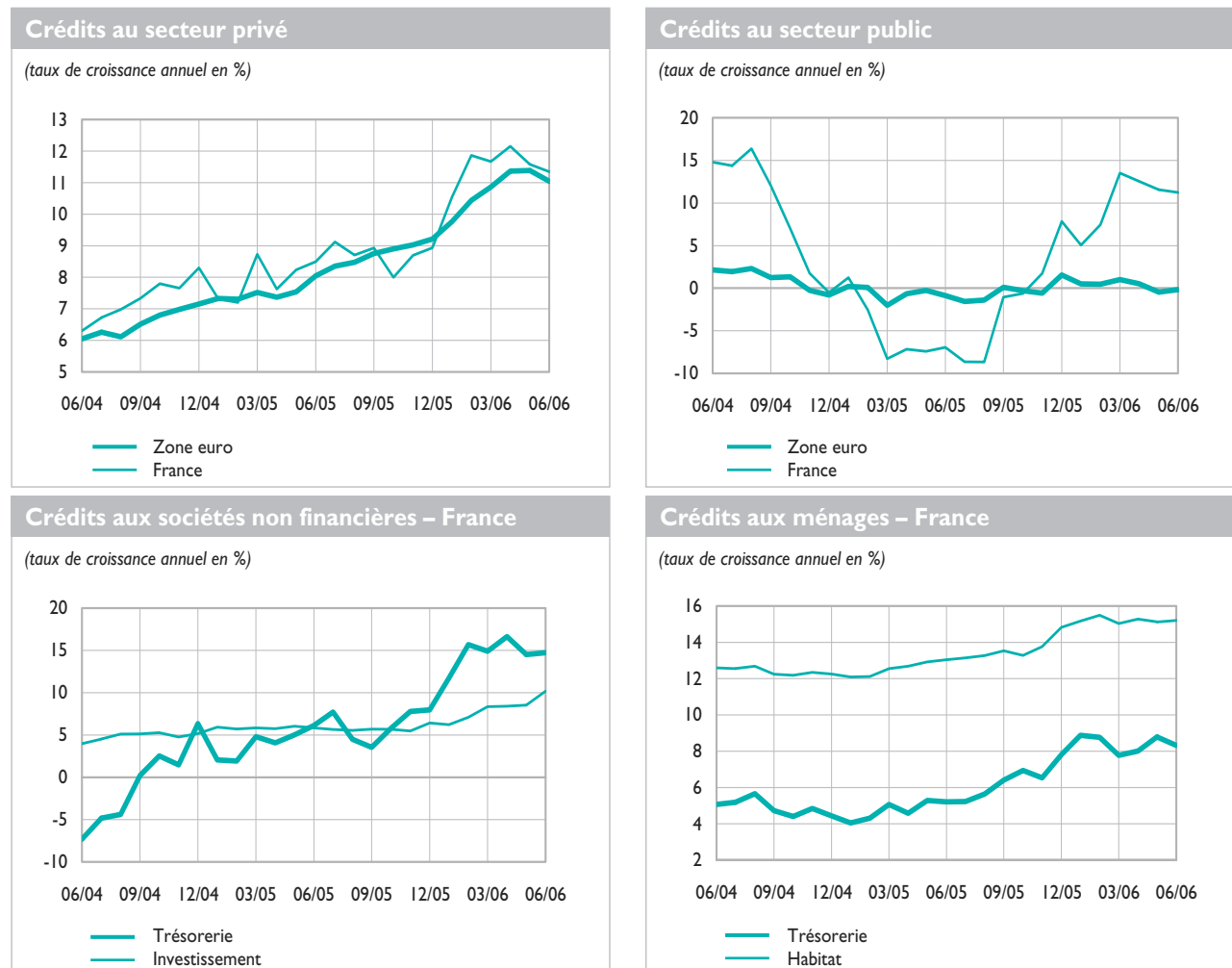


**Figure 16**  
**Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France**

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

	2003	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	déc.	juin	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 322,3	1 424,4	1 435,1	1 451,8	1 458,8	1 466,8
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	135,2	143,2	147,9	145,2	144,4	150,5
<b>Total – Encours</b>	<b>1 318,4</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 527,5</b>	<b>1 457,5</b>	<b>1 567,6</b>	<b>1 583,0</b>	<b>1 597,0</b>	<b>1 603,2</b>	<b>1 617,3</b>
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	8,5	11,9	11,7	12,1	11,6	11,3
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	-6,9	7,4	13,5	12,5	11,6	11,2
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,0</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>6,9</b>	<b>11,4</b>	<b>11,8</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	207,1	216,3	229,9	221,0	232,8	236,4	237,1	238,9	243,5
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	148,0	162,9	164,2	172,7	169,7	169,4
Autres objets	171,2	180,9	193,0	184,5	193,7	195,8	197,0	200,2	201,2
<b>Total – Encours</b>	<b>514,8</b>	<b>541,5</b>	<b>579,6</b>	<b>553,5</b>	<b>589,5</b>	<b>596,3</b>	<b>606,8</b>	<b>608,8</b>	<b>614,1</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,8</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,7</b>	<b>11,4</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	385,5	438,1	503,6	467,8	514,0	518,7	523,9	528,6	538,7
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	122,2	127,8	128,2	128,5	130,9	132,4
Autres objets	81,3	82,8	81,4	83,6	80,4	80,9	80,7	80,6	80,8
<b>Total – Encours</b>	<b>580,5</b>	<b>639,5</b>	<b>712,9</b>	<b>673,6</b>	<b>722,2</b>	<b>727,8</b>	<b>733,1</b>	<b>740,1</b>	<b>751,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>	<b>10,3</b>	<b>12,2</b>	<b>11,8</b>	<b>12,0</b>	<b>11,9</b>	<b>11,9</b>

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



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 16 août 2006

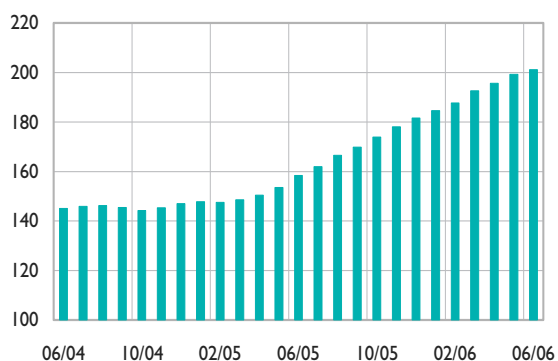
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

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

	2005			2006		
	avril	mai	juin	avril	mai	juin
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>380,9</b>	<b>386,4</b>	<b>400,9</b>	<b>509,4</b>	<b>520,3</b>	<b>520,6</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>150,5</b>	<b>153,6</b>	<b>158,4</b>	<b>195,6</b>	<b>199,2</b>	<b>201,1</b>
Consommation (hors découvert)	47,9	48,5	49,0	50,0	50,5	50,6
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	35,7	36,6	37,8	42,1	41,7	41,0
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	66,8	68,5	71,6	103,5	107,0	109,5
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>230,4</b>	<b>232,9</b>	<b>242,5</b>	<b>313,8</b>	<b>321,1</b>	<b>319,5</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	179,7	181,6	188,3	236,9	240,9	237,8
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	50,7	51,3	54,2	76,9	80,2	81,7

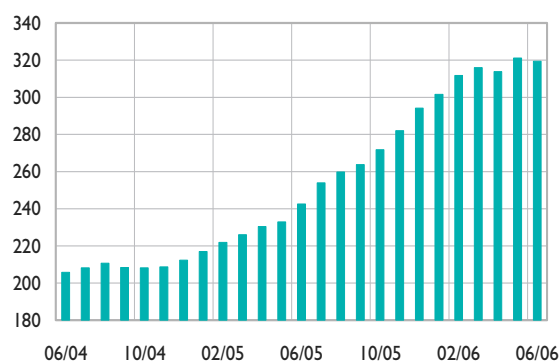
**Ménages**

(en milliards d'euros)



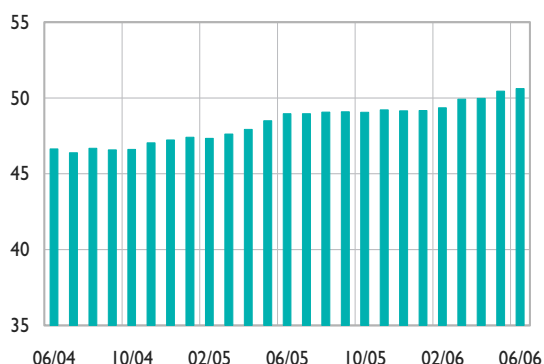
**Sociétés**

(en milliards d'euros)



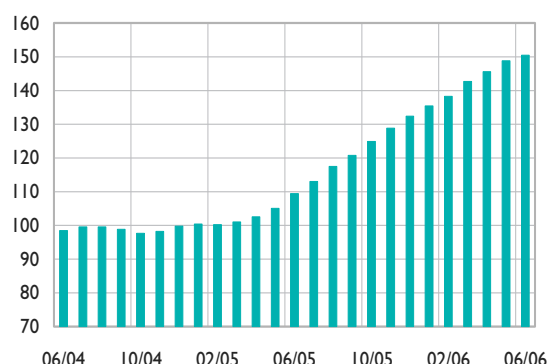
**Consommation des ménages (hors découvert)**

(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

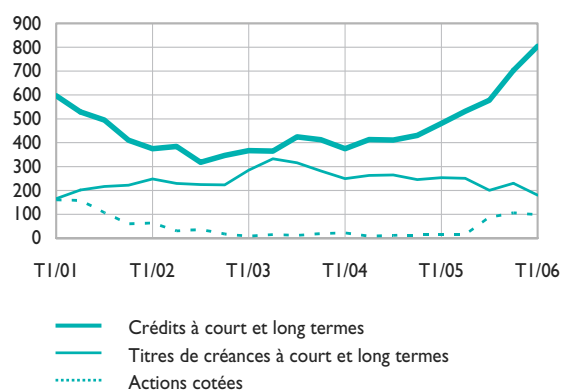
**Figure 19**  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2006	Flux 2006	Encours 2006
	2005						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
<b>Financements</b>							
<b>Endettement</b>	<b>758,6</b>	<b>816,9</b>	<b>807,8</b>	<b>961,5</b>	<b>1 015,0</b>	<b>293,0</b>	<b>15 668,2</b>
Crédits à court terme	39,2	62,0	63,6	89,1	109,4	23,3	1 672,8
Crédits à long terme	441,8	469,9	514,9	613,4	694,9	180,7	8 157,2
Titres de créances à court terme	24,3	17,0	4,1	8,2	4,7	21,0	842,8
Titres de créances à long terme	229,0	233,9	196,7	222,1	175,8	66,6	4 771,5
Dépôts reçus par les administrations centrales (a)	24,3	34,1	28,5	28,8	30,2	1,3	223,9
<b>Émissions d'actions et fonds de pension</b>							
Actions cotées	15,6	15,1	88,1	105,9	98,6	-2,5	4 082,8
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,0	13,3	13,4	12,7	13,3	3,4	317,1
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>							
Monnaie fiduciaire	57,6	58,5	56,0	53,9	50,3	-8,8	458,8
Dépôts à vue	159,2	188,1	176,2	230,2	182,4	-40,5	2 517,7
Dépôts remboursables avec préavis	86,5	76,8	70,0	45,3	47,0	17,4	1 506,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	23,3	27,9	41,2	26,2	70,7	27,1	1 629,3
Dépôts des administrations centrales	3,1	-12,3	-22,0	10,8	5,4	19,6	193,1
Dépôts auprès des non IFM	29,4	35,3	30,8	36,0	47,4	9,3	365,3
Titres de créances à court terme	33,0	17,5	10,0	-10,7	29,2	36,9	250,1
Titres d'OPCVM monétaires	-14,0	-14,5	-8,3	-0,6	-2,0	4,8	381,0
Pensions sur titres auprès des IFM	-2,7	-2,5	-5,2	-8,2	2,1	0,6	80,9
<b>Placements à moyen et long termes</b>							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	116,2	123,6	116,3	118,4	133,6	39,8	1 571,5
Placements de type obligataire	45,3	45,8	30,4	59,7	63,3	27,7	1 782,7
Placements de type actions et autres participations	22,4	-18,8	-35,0	20,9	-31,3	-50,3	2 908,4
Assurance-vie et fonds de pension	261,3	272,3	284,1	296,4	315,5	94,2	4 739,8
Titres d'OPCVM non monétaires	50,9	61,7	81,7	83,9	64,6	9,1	1 834,4

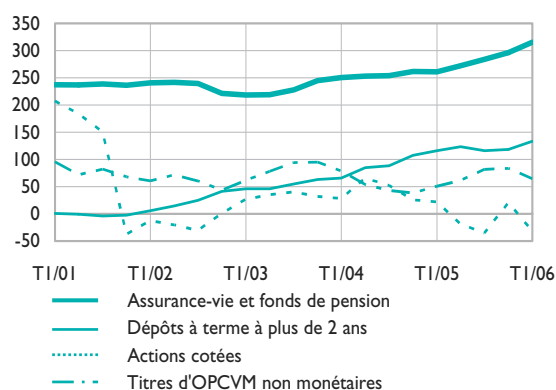
### Financements

(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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 14 août 2006

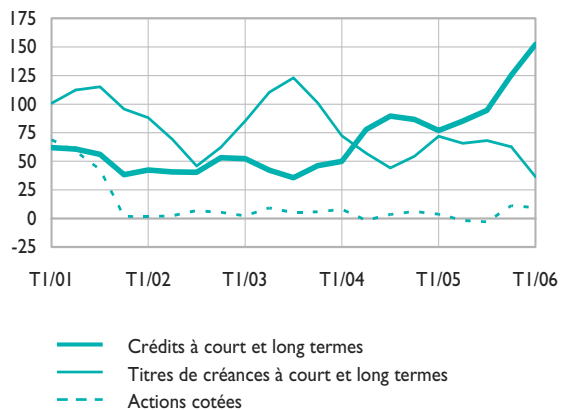
Figure 20  
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours	
	2005						2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>175,2</b>	<b>189,0</b>	<b>196,1</b>	<b>227,0</b>	<b>235,1</b>	<b>56,3</b>	<b>2 858,9</b>
Crédits à court terme	-2,1	-3,8	-1,3	11,1	24,0	5,9	222,3
Crédits à long terme	79,0	88,9	95,9	114,2	128,3	24,4	1 302,3
Crédits vis-à-vis des non-résidents	26,4	38,1	33,4	38,9	46,3	13,5	326,4
Titres de créances à court terme	-6,1	-10,1	-12,7	-1,3	-14,6	-6,3	130,6
Titres de créances à long terme	77,9	75,8	80,9	64,0	51,1	18,8	1 135,3
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>75,3</b>	<b>66,5</b>	<b>64,9</b>	<b>73,7</b>	<b>74,4</b>	<b>18,7</b>	<b>4 161,1</b>
Actions cotées	3,8	-1,6	-3,0	11,2	9,5	-2,4	1 257,4
Autres types de parts sociales	71,5	68,1	67,8	62,5	64,9	21,1	2 903,7
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>49,4</b>	<b>84,4</b>	<b>94,3</b>	<b>81,0</b>	<b>141,0</b>	<b>37,1</b>	<b>1 416,0</b>
Monnaie fiduciaire	3,6	4,0	4,1	4,1	4,3	-0,5	39,4
Dépôts à vue	24,7	30,7	31,7	38,9	26,8	-20,3	405,0
Placements à vue	25,4	25,3	21,1	15,0	16,8	8,0	395,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	2,6	2,4	1,3	5,3	4,2	1,1	48,6
Dépôts des administrations centrales	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	13,7	6,4	51,9
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-1,5	11,0	10,0	3,9	13,2	16,4	117,1
Titres de créances à court terme	-4,1	15,2	27,1	2,0	49,3	16,6	130,1
Titres d'OPCVM monétaires	2,5	5,0	7,9	11,6	14,2	9,9	218,1
Pensions sur titres d'IFM	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-1,6	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	-2,1	-2,1	-1,9	-0,4	0,2	-0,3	9,8
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>136,6</b>	<b>137,0</b>	<b>131,7</b>	<b>151,0</b>	<b>138,0</b>	<b>25,4</b>	<b>5 382,6</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	6,8	5,6	5,3	-0,8	-12,8	-11,6	283,3
Placements de type obligataire	-7,0	0,1	2,9	9,3	4,1	-8,1	161,9
Placements de type actions et autres participations	69,5	73,0	62,0	89,0	81,8	5,5	3 693,9
Assurance-vie et fonds de pension	68,1	70,2	73,8	77,3	93,8	38,9	1 043,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-0,7	-11,8	-12,3	-23,8	-28,9	0,7	199,6

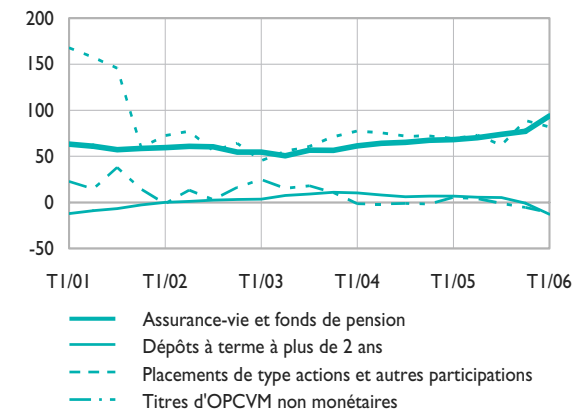
Financements

(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.

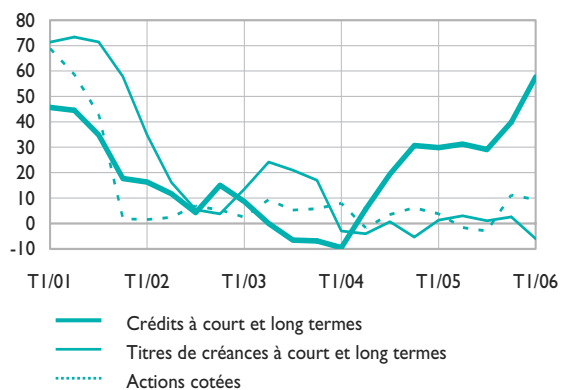
**Figure 21**  
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux 2006 T1	Encours 2006 mars
	2005					
	T1	T2	T3	T4	T1	T1
<b>Financements des sociétés non financières</b>						
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>57,6</b>	<b>72,5</b>	<b>63,5</b>	<b>81,3</b>	<b>97,9</b>	<b>919,8</b>
Crédits à court terme	10,7	7,9	3,4	6,9	12,5	155,0
Crédits à long terme	19,2	23,4	25,7	32,9	45,1	472,7
Crédits vis-à-vis des non-résidents	26,4	38,1	33,4	38,9	46,3	326,4
Titres de créances à court terme	3,4	2,0	1,4	3,8	-3,6	42,2
Titres de créances à long terme	-2,0	1,0	-0,4	-1,2	-2,4	251,8
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>75,3</b>	<b>66,5</b>	<b>64,9</b>	<b>73,7</b>	<b>74,4</b>	<b>4 161,1</b>
Actions cotées	3,8	-1,6	-3,0	11,2	9,5	1 257,4
Autres types de parts sociales	71,5	68,1	67,8	62,5	64,9	2 903,7
<b>Placements des sociétés non financières</b>						
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>21,6</b>	<b>32,4</b>	<b>45,6</b>	<b>28,0</b>	<b>59,4</b>	<b>440,1</b>
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Dépôts à vue	10,7	12,2	12,6	14,1	3,6	129,5
Placements à vue	0,8	1,1	0,4	0,0	-1,0	3,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	3,5	1,2	0,1	3,3	2,2	27,1
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	1,2
Titres de créances à court terme	3,1	16,2	27,2	2,8	47,1	121,9
Titres d'OPCVM monétaires	4,2	3,4	7,4	8,2	8,7	147,8
Pensions sur titres d'IFM	0,5	-0,6	-1,0	-0,8	-1,6	0,8
Autres titres à court terme	-1,2	-1,2	-1,2	0,2	0,2	7,9
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>43,3</b>	<b>34,8</b>	<b>29,0</b>	<b>49,6</b>	<b>48,8</b>	<b>2 778,2</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	2,5	1,4	1,6	0,3	-0,6	13,0
Placements de type obligataire	-10,4	-7,3	-1,9	5,4	0,5	54,8
Placements de type actions et autres participations	48,6	41,5	32,1	49,7	54,6	2 670,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	2,6	-0,8	-2,8	-5,8	-5,6	40,4

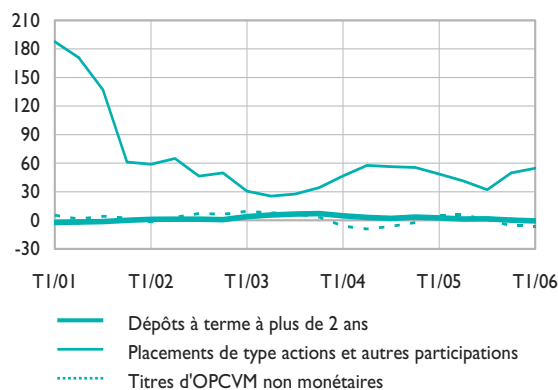
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



Source : Banque de France

Réalisé le 14 août 2006



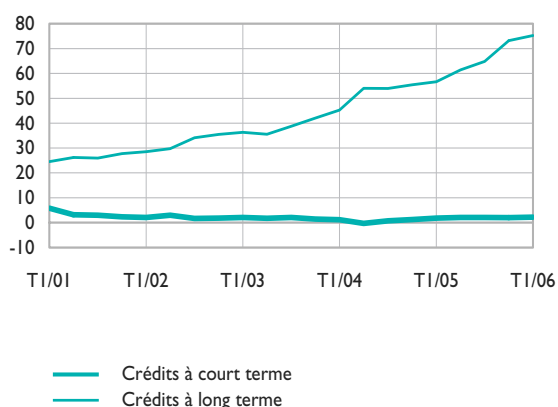
**Figure 22**  
**Financements et placements des ménages – France**

(en milliards d'euros)

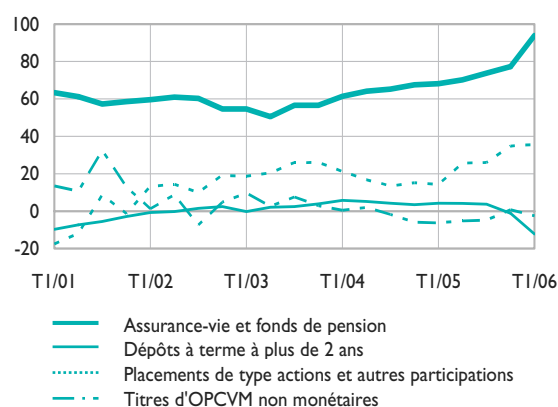
	Flux cumulés sur 4 trimestres				2006	Flux 2006	Encours 2006
	2005						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements des ménages</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>58,5</b>	<b>63,4</b>	<b>66,9</b>	<b>75,2</b>	<b>77,5</b>	<b>15,6</b>	<b>747,9</b>
Crédits à court terme	1,8	2,1	2,1	2,0	2,2	0,3	39,9
Crédits à long terme	56,7	61,4	64,8	73,2	75,2	15,3	708,0
<b>Placements des ménages</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>25,4</b>	<b>48,9</b>	<b>47,8</b>	<b>40,6</b>	<b>53,9</b>	<b>22,4</b>	<b>843,1</b>
Monnaie fiduciaire	3,5	3,9	4,1	4,1	4,2	-0,5	39,0
Dépôts à vue	9,9	11,1	12,9	17,1	15,7	-5,5	224,6
Placements à vue	24,5	24,1	20,6	14,9	17,7	8,5	391,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,8	1,3	1,3	1,9	1,9	0,3	21,0
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-1,4	10,9	9,9	3,9	13,0	16,2	115,8
Titres de créances à court terme	-7,3	-1,2	-0,1	0,0	2,2	1,1	5,5
Titres d'OPCVM monétaires	-3,0	-1,2	-1,0	-1,3	-0,8	2,3	45,8
Autres titres à court terme	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>83,0</b>	<b>92,2</b>	<b>94,6</b>	<b>94,8</b>	<b>94,4</b>	<b>26,1</b>	<b>2 258,0</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	4,3	4,1	3,8	-1,1	-12,1	-11,1	270,3
Placements de type obligataire	1,2	5,5	2,0	-0,2	-2,7	-4,4	68,5
Placements de type actions et autres participations	14,4	25,6	26,0	34,8	35,7	3,3	730,8
Assurance-vie et fonds de pension	68,1	70,2	73,8	77,3	93,8	38,9	1 043,9
Autres titres d'OPCVM non monétaires	-4,9	-13,3	-11,0	-16,0	-20,3	-0,6	144,5

**Financements**

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


**Placements à moyen et long termes**

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



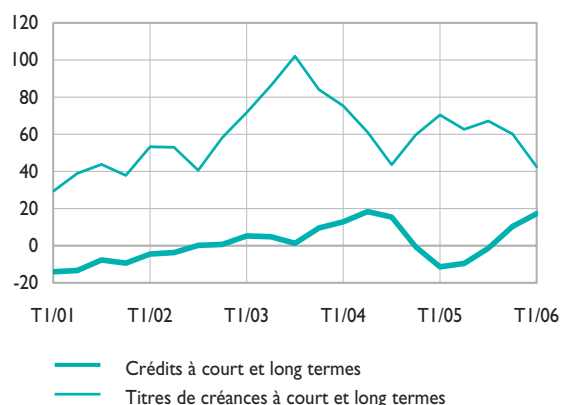
**Figure 23**  
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux 2006 T1	Encours 2006 mars	
	2005						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	
<b>Financements des administrations publiques (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>59,1</b>	<b>53,0</b>	<b>65,7</b>	<b>70,5</b>	<b>59,7</b>	<b>14,7</b>	<b>1 191,2</b>
Crédits à court terme	-14,6	-13,7	-6,7	2,2	9,2	2,6	27,4
Crédits à long terme	3,2	4,1	5,4	8,1	8,0	-5,3	121,6
Titres de créances à court terme	-9,5	-12,1	-14,2	-5,1	-11,0	-7,8	88,4
Titres de créances à long terme	79,9	74,8	81,3	65,2	53,5	25,2	883,5
<b>Placements des administrations publiques</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,9</b>	<b>12,5</b>	<b>27,7</b>	<b>4,7</b>	<b>132,8</b>
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	4,1	7,4	6,2	7,8	7,4	-4,7	50,9
Placements à vue	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4
Dépôts des administrations centrales	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	13,7	6,4	51,9
Autres dépôts (à l'étranger ...)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créances à court terme	0,1	0,2	0,0	-0,8	0,0	0,3	2,8
Titres d'OPCVM monétaires	1,3	2,8	1,4	4,7	6,4	2,7	24,5
Autres titres à court terme	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	0,0	-0,1	1,9
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>10,3</b>	<b>10,0</b>	<b>8,1</b>	<b>6,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>-7,3</b>	<b>346,3</b>
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	2,3	1,8	2,8	4,1	6,3	1,8	38,6
Placements de type actions et autres participations	6,5	5,8	3,9	4,4	-8,4	-8,5	293,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,6	2,3	1,5	-1,9	-3,0	-0,6	14,8

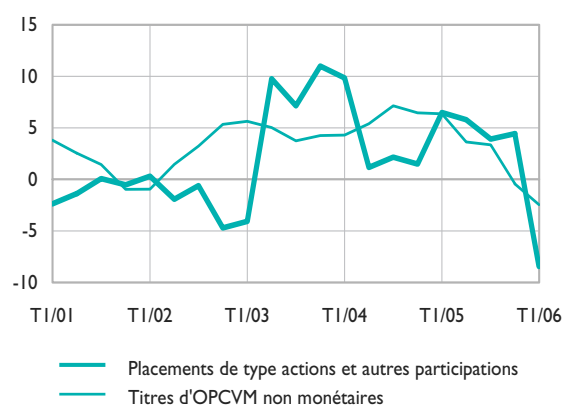
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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

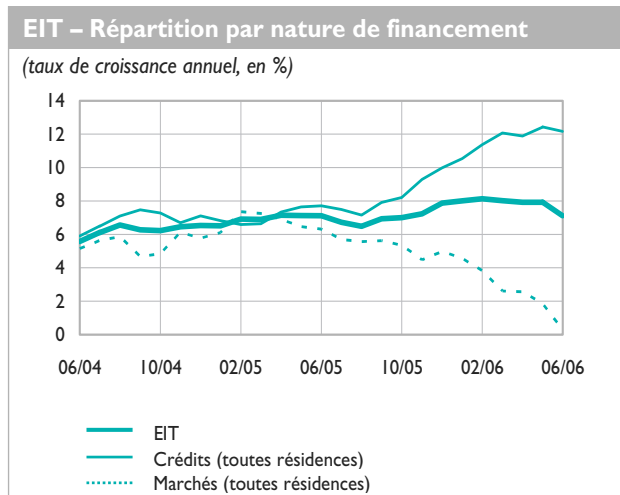
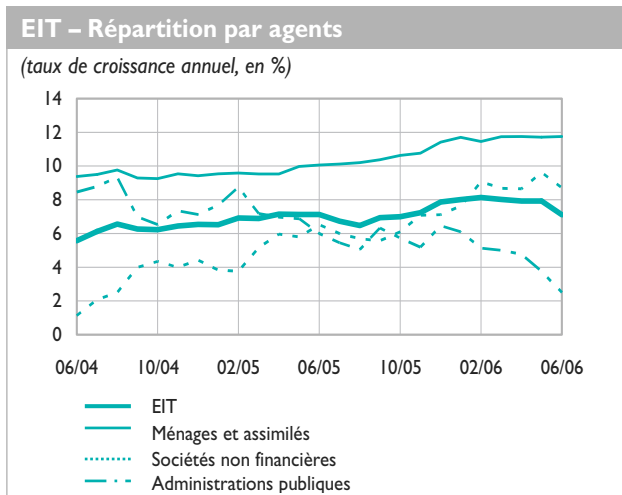


(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

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 2006
	2003	2004	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	avril	mai	juin	juin
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,9</b>	<b>7,1</b>	<b>3 170,7</b>
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,8	11,7	11,8	772,4
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	4,5	6,0	4,4	40,1
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,2	12,1	12,2	732,3
Sociétés non financières	1,8	4,4	7,1	8,7	9,6	8,7	1 265,8
≤ 1 an	-1,3	7,9	11,0	9,6	10,5	9,2	468,3
> 1 an	3,5	2,6	4,9	8,1	9,1	8,4	797,5
Administrations publiques	10,7	7,1	6,5	4,8	3,7	2,5	1 132,5
≤ 1 an	26,6	1,2	-3,4	-6,1	-7,3	-11,6	124,2
> 1 an	8,3	8,2	8,1	6,4	5,4	4,6	1 008,2
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>3,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,2</b>	<b>1 568,6</b>
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,8	11,7	11,8	772,4
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	4,5	6,0	4,4	40,1
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,2	12,1	12,2	732,3
Sociétés non financières	-1,2	5,6	7,0	10,2	10,5	10,6	645,0
≤ 1 an	-3,0	4,5	5,0	7,1	7,1	7,5	155,7
> 1 an	-0,6	6,0	7,7	11,2	11,6	11,7	489,3
Administrations publiques (c)	7,4	-0,5	7,4	11,7	10,8	10,6	151,2
≤ 1 an	50,4	-9,6	10,0	37,1	25,4	15,0	27,5
> 1 an	0,3	1,4	6,9	7,2	7,9	9,6	123,7
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)</b>	<b>4,3</b>	<b>9,0</b>	<b>14,1</b>	<b>15,7</b>	<b>18,6</b>	<b>16,8</b>	<b>344,6</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>9,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1 257,5</b>
Sociétés non financières	5,5	-2,2	0,7	-1,3	-1,1	-3,0	285,7
≤ 1 an	-22,9	0,2	10,8	-5,7	-10,7	-16,0	30,3
> 1 an	10,2	-2,4	-0,5	-0,5	0,7	-0,7	255,4
Administrations publiques	11,4	8,7	6,3	3,8	2,8	1,3	971,9
≤ 1 an	24,2	4,7	-6,7	-14,7	-14,5	-19,1	87,3
> 1 an	9,7	9,3	8,2	6,3	5,0	3,9	884,5



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

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

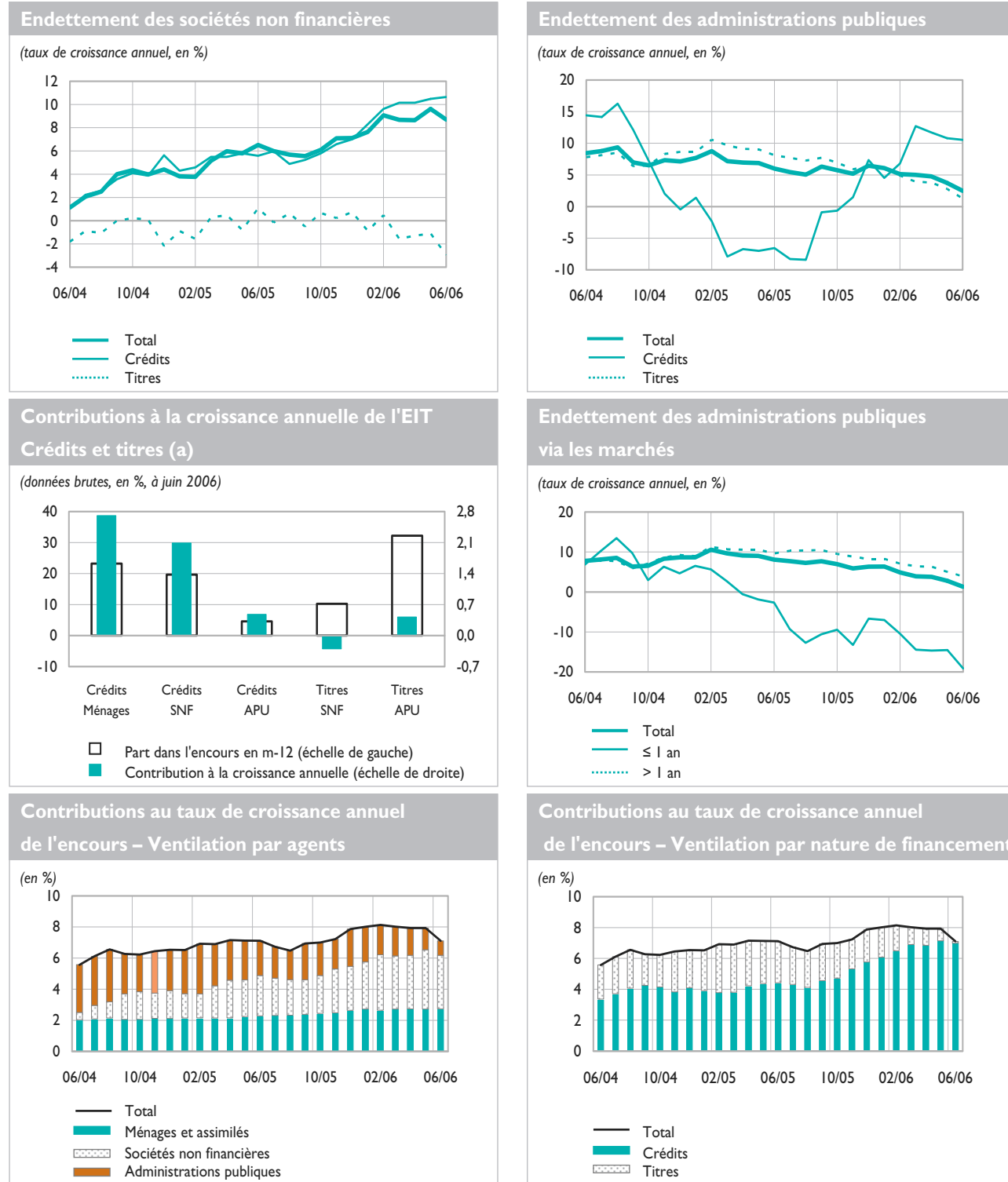
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public. Entre mars 2000 et juillet 2003, les fonds des CCP ont été progressivement transférés à une société financière (Efpiposte).

(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 16 août 2006

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 16 août 2006

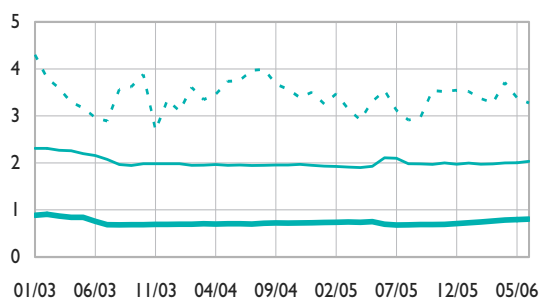
Figure 26  
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	juin	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,70	0,74	0,76	0,79	0,79	0,81
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,95	1,97	2,11	1,97	1,98	2,00	2,00	2,03
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,50	3,55	3,54	3,37	3,28	3,71	3,38	3,27
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,35	2,21	2,35	2,34	2,29	2,28
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,68	2,73	2,70	2,78	2,81	2,79
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,61	3,31	3,54	3,56	3,52	3,49

Zone euro

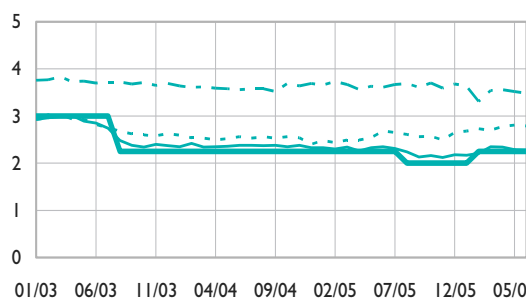
(taux mensuels moyens en %)



- Dépôts à vue des ménages
- Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois
- ..... Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans
- - - Dépôts à terme > 2 ans

France

(taux mensuels moyens en %)

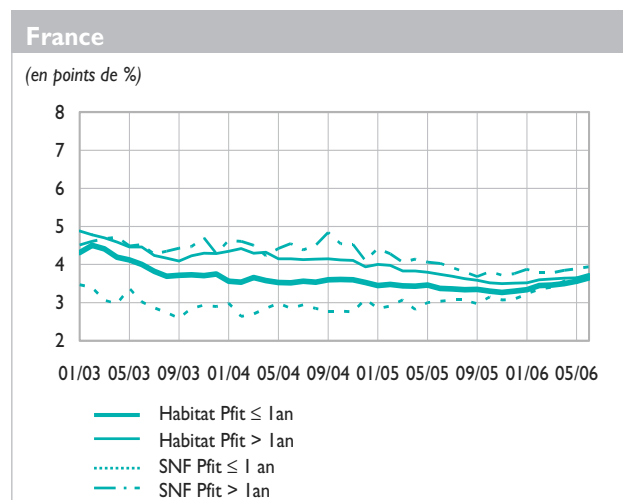
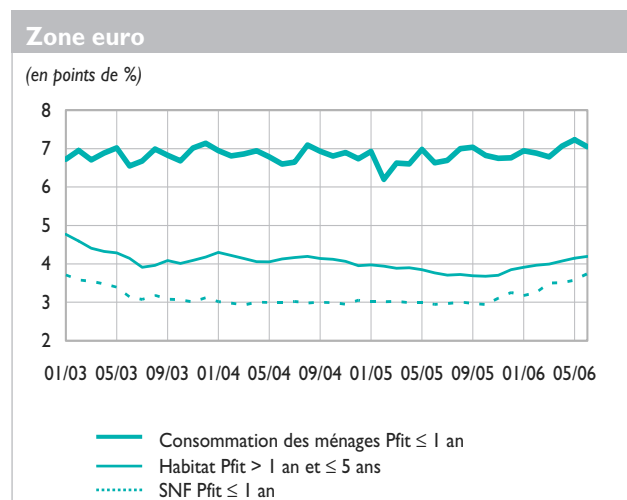


- Livret A
- Livrets à taux du marché
- ..... Dépôts à terme ≤ 2 ans
- - - Dépôts à terme > 2 ans

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

(taux mensuels moyens en %)

	2005						2006					
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,70	7,00	7,03	6,82	6,75	6,76	6,94	6,88	6,79	7,06	7,23	7,05
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,71	3,72	3,69	3,68	3,71	3,85	3,91	3,97	3,99	4,07	4,15	4,20
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,96	3,00	2,97	2,94	3,10	3,25	3,18	3,26	3,50	3,51	3,57	3,74
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	<b>6,17</b>	<b>6,11</b>	<b>5,80</b>	<b>5,68</b>	<b>6,02</b>	<b>6,11</b>	<b>6,21</b>	<b>6,09</b>	<b>5,94</b>	<b>5,94</b>	<b>6,12</b>	<b>5,98</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,36	3,34	3,35	3,30	3,27	3,30	3,34	3,45	3,46	3,50	3,56	3,65
Pfit > 1 an (a)	3,69	3,63	3,59	3,52	3,50	3,51	3,52	3,60	3,62	3,64	3,65	3,74
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,07	3,07	2,97	3,15	3,07	3,09	3,23	3,35	3,41	3,56	3,64	3,68
Pfit > 1 an (a)	3,92	3,80	3,68	3,81	3,72	3,76	3,87	3,78	3,78	3,85	3,89	3,94



(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	
	T2	T3	T4	T1	T2
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	12,58	13,08	13,03	13,36	13,65
Prêts personnels > 1 524 €	6,22	6,25	5,92	6,30	6,36
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,52	4,40	4,29	4,35	4,49
Prêts à taux variable	4,15	4,11	4,02	4,11	4,18
<b>Seuils applicables à partir du 1<sup>er</sup> jour de la période indiquée</b>					
	2005		2006		
	juil.	oct.	janv.	avril	juil.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	16,77	17,44	17,37	17,81	18,20
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,29	8,33	7,89	8,40	8,48
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	6,03	5,87	5,72	5,80	5,99
Prêts à taux variable	5,53	5,48	5,36	5,48	5,57
<b>Crédit aux entreprises</b>					
	2005			2006	
	T2	T3	T4	T1	T2
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	4,72	4,72	4,47	4,87	4,84
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,33	5,44	5,03	5,47	5,26
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,43	5,48	5,00	5,47	5,30
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,49	4,26	4,36	4,69	4,72
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	3,44	3,43	3,66	3,91
> 1 524 490 €	4,13	2,72	2,98	3,05	3,12
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	9,24	8,68	8,62	9,01	9,99
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,43	7,26	6,73	8,35	8,01
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,60	5,47	5,69	7,03	7,01
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,01	4,38	4,39	4,85	5,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,94	3,47	3,20	3,87	4,68
> 1 524 490 €	4,08	3,69	2,81	3,13	3,54
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	4,26	4,31	4,17	4,28	4,26
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,45	4,79	4,64	4,73	4,44
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,15	4,37	4,32	4,66	4,54
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,74	4,05	3,67	4,10	4,10
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,18	3,19	3,02	3,42	3,67
> 1 524 490 €	3,01	2,98	2,81	3,03	3,24
<b>Crédits à moyen et long terme</b>					
≤ 15 245 €	3,99	3,83	3,68	3,83	4,14
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,89	3,71	3,60	3,75	4,02
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,80	3,61	3,52	3,61	3,86
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,78	3,61	3,47	3,58	3,70
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,58	3,47	3,40	3,49	3,66
> 1 524 490 €	3,29	3,02	3,00	3,30	3,67

Source : Banque de France

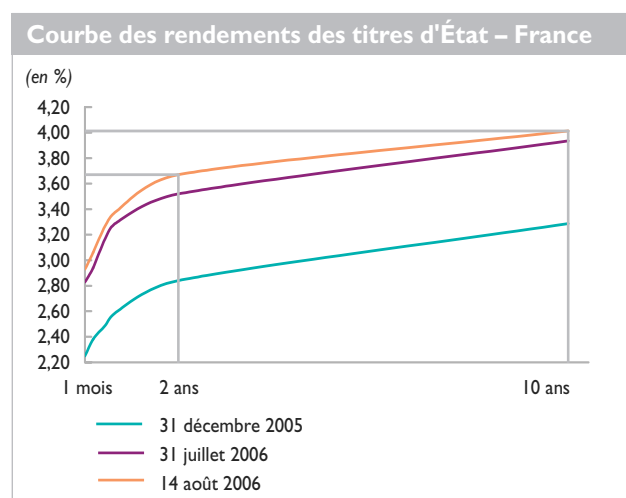
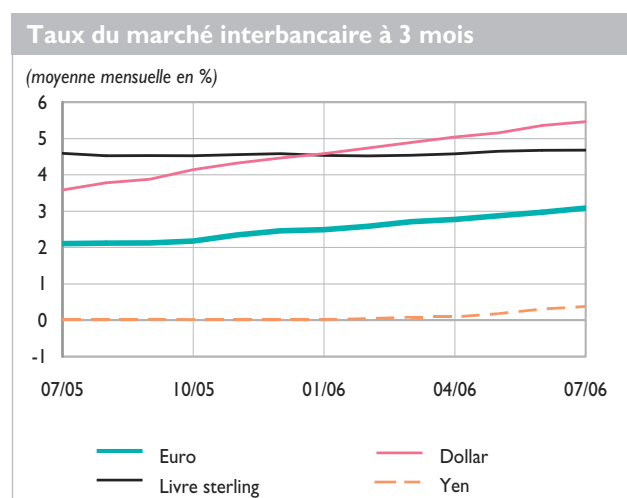
Réalisé le 16 août 2006



Figure 29  
Taux d'intérêt

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 15/08/06	
	2005			2006								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>3,00</b>
Au jour le jour	2,06	2,07	2,27	2,31	2,33	2,51	2,61	2,57	2,69	2,81		
À 3 mois	2,18	2,35	2,46	2,49	2,58	2,71	2,77	2,87	2,97	3,09		
À 1an	2,40	2,66	2,77	2,82	2,90	3,09	3,21	3,29	3,38	3,53		
<b>Livre sterling</b>											<b>4,75</b>	
Au jour le jour	4,43	4,55	4,53	4,49	4,44	4,47	4,49	4,51	4,58	4,55		
À 3 mois	4,53	4,56	4,58	4,53	4,52	4,54	4,58	4,65	4,68	4,68		
À 1an	4,51	4,63	4,62	4,57	4,58	4,67	4,74	4,92	4,94	4,96		
<b>Dollar</b>											<b>5,25</b>	
Au jour le jour	3,79	4,00	4,18	4,30	4,50	4,58	4,78	4,98	5,04	5,27		
À 3 mois	4,14	4,32	4,47	4,58	4,74	4,89	5,04	5,15	5,36	5,47		
À 1an	4,55	4,75	4,81	4,82	5,05	5,16	5,29	5,36	5,57	5,63		
<b>Yen</b>											<b>0,40</b>	
Au jour le jour	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,07	0,21		
À 3 mois	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,09	0,18	0,31	0,38		
À 1an	0,12	0,12	0,12	0,12	0,18	0,31	0,39	0,51	0,57	0,65		
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans</b>												
France	3,29	3,50	3,38	3,34	3,51	3,69	3,96	4,00	4,01	4,03		
Allemagne	3,26	3,47	3,37	3,34	3,48	3,66	3,92	3,98	3,99	4,01		
Zone euro	3,32	3,53	3,41	3,39	3,55	3,73	4,01	4,06	4,07	4,10		
Royaume-Uni	4,34	4,31	4,21	4,08	4,17	4,31	4,51	4,64	4,64	4,64		
États-Unis	4,49	4,59	4,52	4,46	4,62	4,78	5,04	5,17	5,17	5,16		
Japon	1,54	1,52	1,54	1,47	1,57	1,70	1,91	1,91	1,87	1,91		



(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

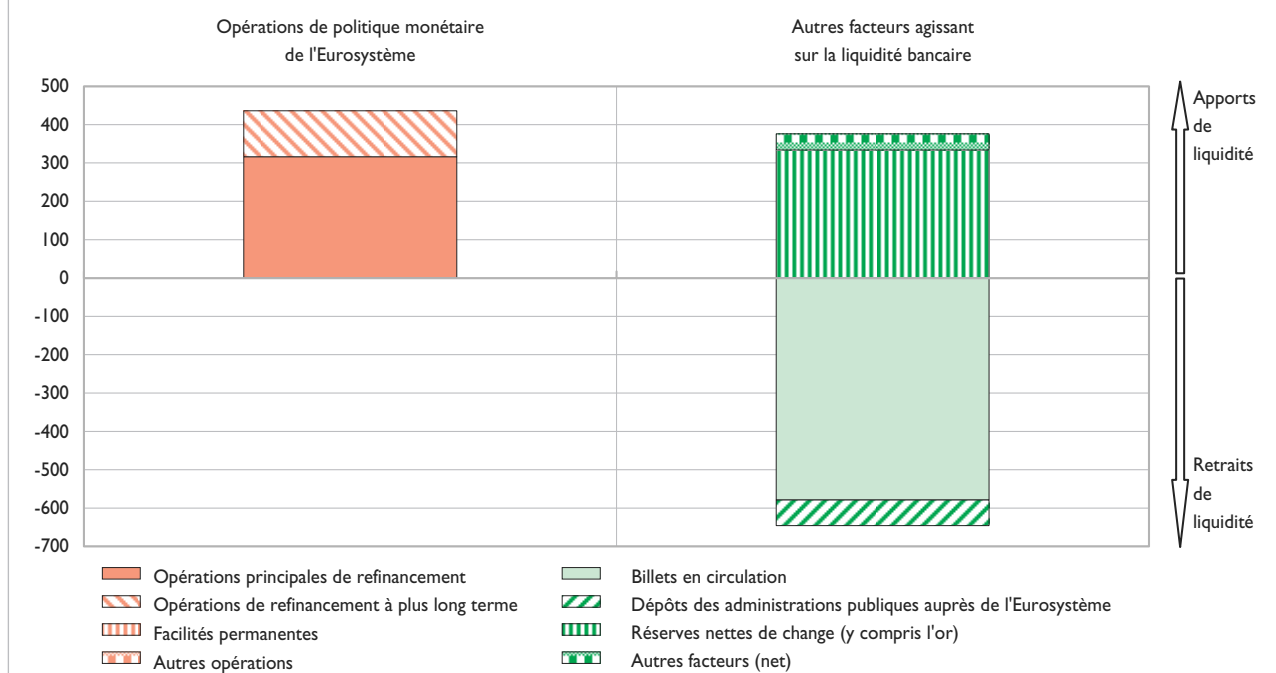
Figure 30  
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 15/06/2006 au 11/07/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>436,7</b>	<b>0,9</b>	<b>435,8</b>
Opération principale de refinancement	316,5		316,5
Opération de refinancement à plus long terme	120,0		120,0
Facilités permanentes	0,2	0,6	-0,4
Autres opérations	0,0	0,3	-0,3
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>376,4</b>	<b>645,8</b>	<b>-269,4</b>
Billets en circulation		578,8	-578,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		67,0	-67,0
Réserves nettes de change (y compris l'or)	334,3		334,3
Autres facteurs (net)	42,1		42,1
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>166,4</b>
dont réserves obligatoires			165,6

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 15/06/2006 au 11/07/2006)



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

(en %)

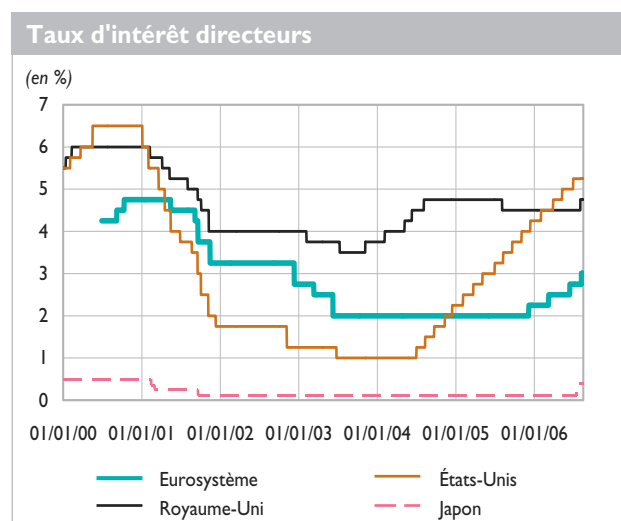
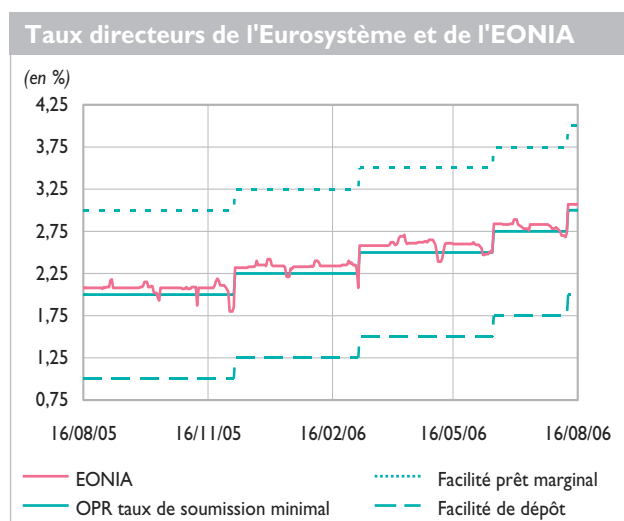
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
02/03/06	08/03/06	2,50	02/03/06	08/03/06	1,50	3,50
08/06/06	15/06/06	2,75	08/06/06	15/06/06	1,75	3,75
03/08/06	09/08/06	3,00	03/08/06	09/08/06	2,00	4,00

(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2006	12 juillet	2,81	2,82	2006	23 février	2,57
	19 juillet	2,81	2,82		30 mars	2,73
	25 juillet	2,81	2,82		27 avril	2,76
	2 août	2,76	2,79		1 juin	2,87
	9 août	3,05	3,06		29 juin	3,00
	15 août	3,05	3,06		27 juillet	3,08

(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		
2006 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	
9 mai	160,40	30,71	161,18	30,85	0,78	0,14	2,58	
14 juin	162,59	31,13	163,32	31,21	0,73	0,08	2,57	
11 juillet	165,58	32,32	166,32	32,44	0,74	0,12	2,81	



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

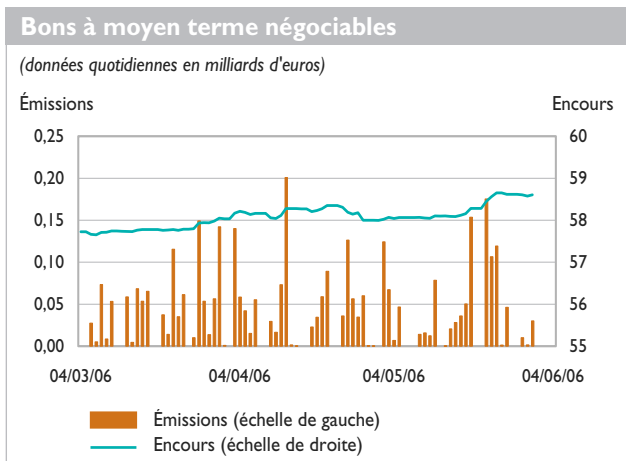
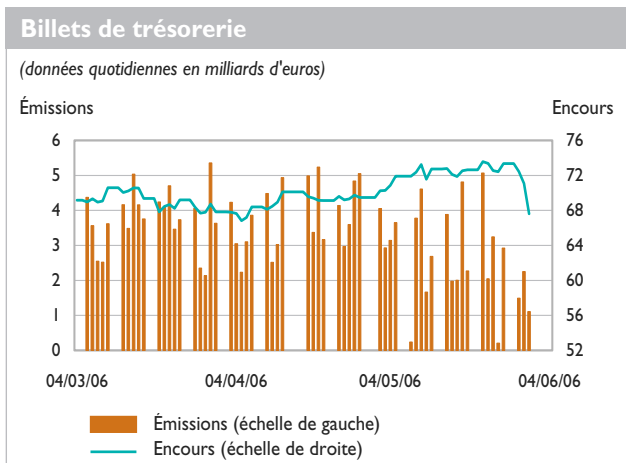
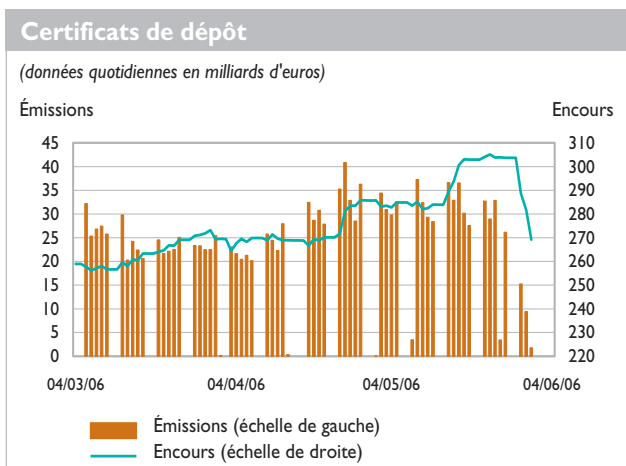
Réalisé le 17 août 2006

Figure 32  
Titres de créances négociables – France

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	137,59	256,66	228
11/03/06 au 17/03/06	117,39	263,29	229
18/03/06 au 24/03/06	115,95	269,12	229
25/03/06 au 31/03/06	117,05	269,37	230
01/04/06 au 07/04/06	106,74	269,88	229
08/04/06 au 14/04/06	100,80	268,89	231
15/04/06 au 21/04/06	119,93	270,19	231
22/04/06 au 28/04/06	173,77	285,77	233
29/04/06 au 05/05/06	127,90	284,85	232
06/05/06 au 12/05/06	130,89	283,92	230
13/05/06 au 19/05/06	163,83	302,95	232
20/05/06 au 26/05/06	124,15	303,68	231
27/05/06 au 31/05/06	26,39	269,17	225

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	16,64	70,61	83
11/03/06 au 17/03/06	20,62	69,38	84
18/03/06 au 24/03/06	20,24	69,23	82
25/03/06 au 31/03/06	17,55	67,85	82
01/04/06 au 07/04/06	16,49	68,40	83
08/04/06 au 14/04/06	14,97	70,11	84
15/04/06 au 21/04/06	16,77	69,15	83
22/04/06 au 28/04/06	20,61	69,48	85
29/04/06 au 05/05/06	13,79	71,92	84
06/05/06 au 12/05/06	12,99	72,73	83
13/05/06 au 19/05/06	14,96	72,66	84
20/05/06 au 26/05/06	13,50	73,36	85
27/05/06 au 31/05/06	4,86	67,62	82

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	0,17	57,74	146
11/03/06 au 17/03/06	0,25	57,78	147
18/03/06 au 24/03/06	0,26	57,79	147
25/03/06 au 31/03/06	0,42	58,05	146
01/04/06 au 07/04/06	0,31	58,16	143
08/04/06 au 14/04/06	0,32	58,28	143
15/04/06 au 21/04/06	0,21	58,35	143
22/04/06 au 28/04/06	0,31	58,00	142
29/04/06 au 05/05/06	0,25	58,06	142
06/05/06 au 12/05/06	0,12	58,10	142
13/05/06 au 19/05/06	0,29	58,29	143
20/05/06 au 26/05/06	0,45	58,62	143
27/05/06 au 31/05/06	0,04	58,60	143



En raison de la migration de l'applicatif informatique de la banque de France, cette publication prend en compte les déclarations d'émissions communiquées à la Banque de France jusqu'au 31 mai 2006 15H.

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

**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 14 août 2006

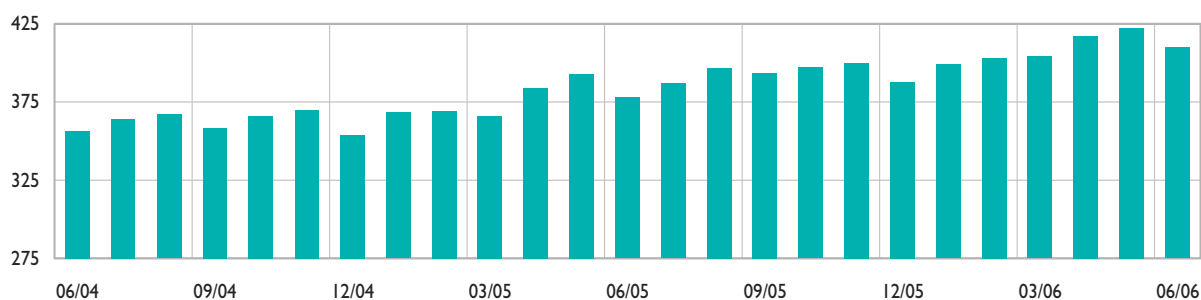
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2005		2006	2006
	sept.	déc.	mars	juin
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	393,62	387,77	404,21	410,10
OPCVM obligations	214,04	183,22	191,45	
OPCVM actions	237,93	254,02	287,80	
OPCVM diversifiés	242,55	251,14	278,48	
OPCVM de fonds alternatifs	14,16	15,96	19,59	
OPCVM garantis	0,21	0,09	0,09	
Fonds à formule	60,69	61,19	62,92	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



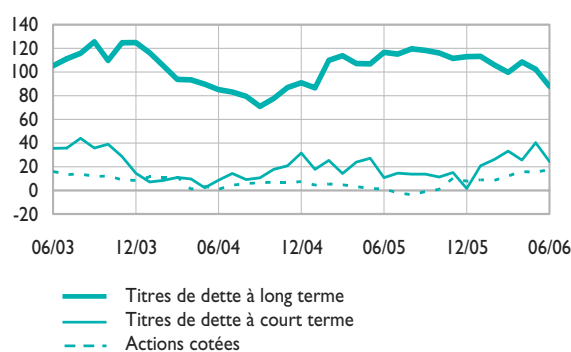
**Figure 35**  
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	juin	12 mois	juin	déc.	juin
<b>Titres de dette émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>1 856,6</b>	<b>1 981,5</b>	<b>2 048,6</b>	<b>112,3</b>	<b>-24,5</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>
Titres de dette à long terme	1 505,9	1 627,6	1 672,9	87,9	11,0	7,5	5,5
Administrations publiques	791,7	858,6	884,5	33,0	4,0	8,2	3,9
Institutions financières monétaires (IFM)	422,0	477,7	501,1	56,6	6,2	11,4	12,6
Sociétés hors IFM	292,3	291,2	287,3	-1,8	0,8	-0,3	-0,6
Titres de dette à court terme	350,7	353,9	375,7	24,4	-35,4	0,5	6,9
Administrations publiques	101,3	96,2	82,8	-12,8	-2,5	-5,0	-13,6
Institutions financières monétaires (IFM)	213,6	218,0	256,1	42,2	-29,0	1,5	19,7
Sociétés hors IFM	35,8	39,7	36,8	-4,9	-3,9	10,1	-10,7
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 479,4</b>	<b>17,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>

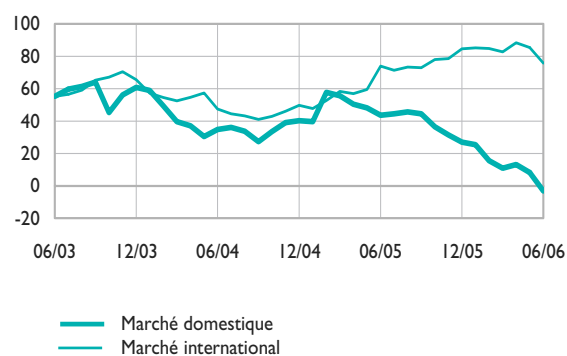
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

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



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

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



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

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements



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

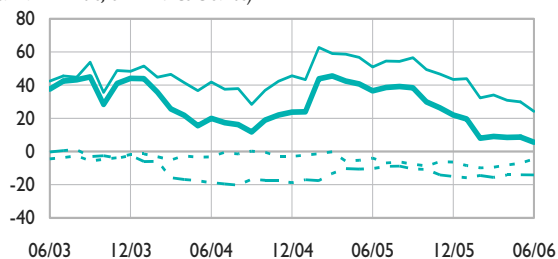
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	Cumul	2006
	déc.	déc.	juin	12 mois	juin	12 mois	juin
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>884,6</b>	<b>902,4</b>	<b>911,0</b>	<b>5,6</b>	<b>2,3</b>	<b>86,9</b>	<b>8,5</b>
Administrations publiques	596,1	638,7	654,3	24,3	1,0	70,0	4,0
Institutions financières monétaires (IFM)	156,7	150,2	147,3	-4,4	2,1	12,3	3,8
Sociétés hors IFM	131,8	113,5	109,4	-14,2	-0,8	4,5	0,8
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 479,4</b>	<b>17,6</b>	<b>0,6</b>	<b>32,1</b>	<b>0,7</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	186,2	3,9	0,2	7,2	0,2
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 293,2	13,6	0,4	25,0	0,5

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)

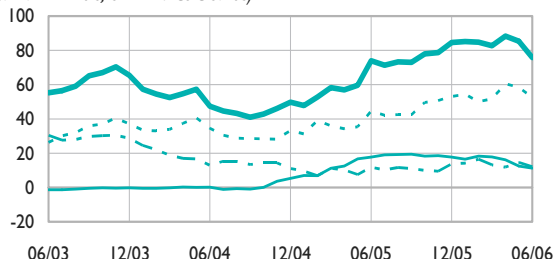


— Total  
- - Administrations publiques  
... IFM  
- . Sociétés hors IFM

Émissions nettes d'obligations

Autres places internationales

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)



— Total  
- - Administrations publiques  
... IFM  
- . Sociétés hors IFM

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

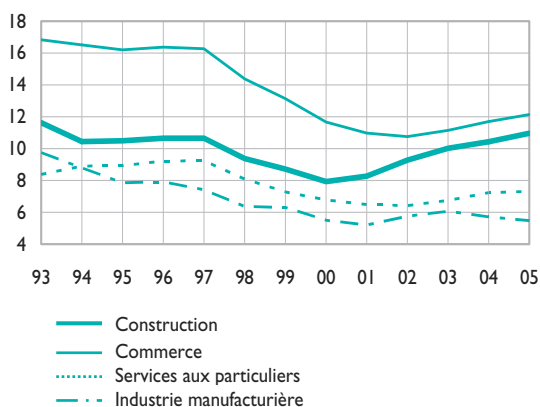
Figure 37  
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005							2006				
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	147	123	83	141	120	146	134	132	132	142	131	124
Industrie	494	416	431	451	432	447	458	385	414	395	392	413
Agriculture et alimentaire	106	93	97	94	88	88	125	86	87	90	77	95
Biens de consommation	157	143	141	152	131	152	129	114	115	123	121	115
Automobile	7	4	1	6	5	4	6	7	3	3	4	7
Biens d'équipement	80	84	78	79	78	75	68	86	102	79	74	86
Biens intermédiaires	144	92	114	120	130	128	130	92	107	100	116	110
Construction	931	832	928	916	886	949	860	795	822	888	823	823
Commerce	1059	1013	980	1010	934	1048	963	937	906	925	865	912
Transports	168	183	155	175	156	165	153	140	139	147	126	131
Activités immobilières	143	118	134	114	104	110	125	100	95	111	93	121
Services aux entreprises	547	490	528	523	509	517	479	515	511	511	472	514
Services aux particuliers	658	571	595	644	580	594	581	572	502	573	566	585

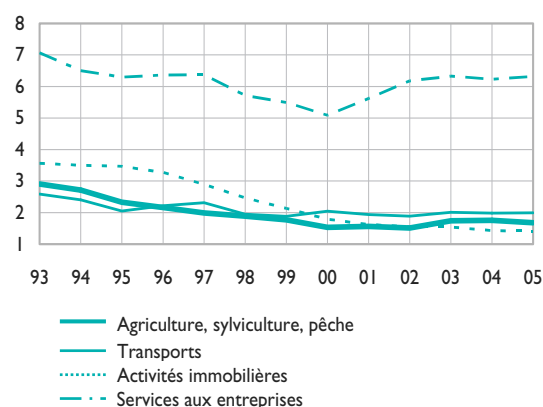
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



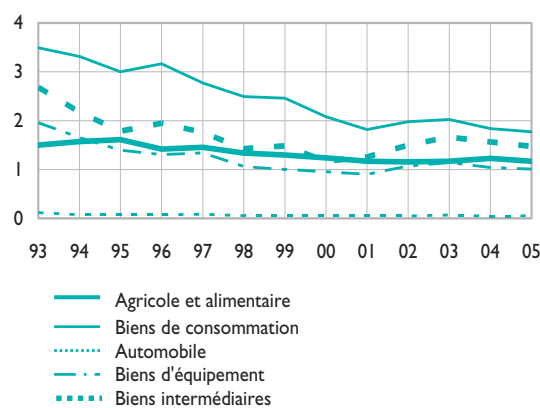
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

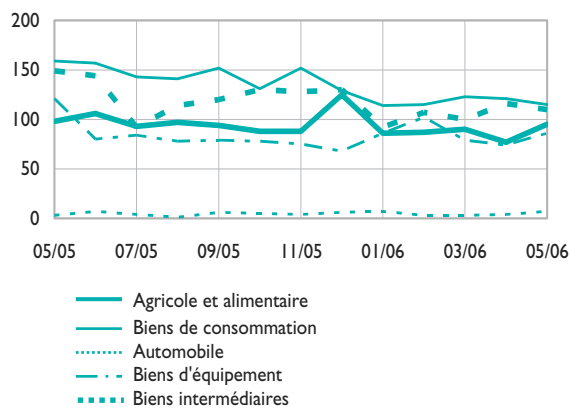


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.  
Source : Banque de France

Réalisé le 16 août 2006

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

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

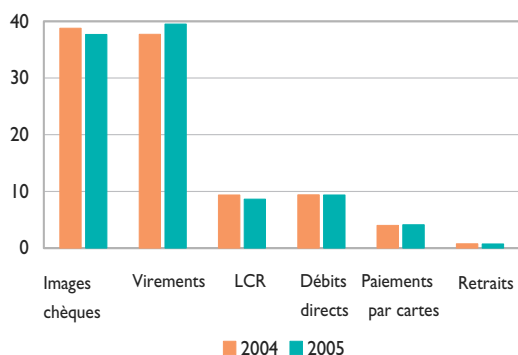
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mai	juin	juil.	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 084	6 753	7 155	8 151	39,6
Virements	6 169	6 163	6 651	7 423	7 400	8 771	8 297	40,3
Virements	5 756	5 706	6 124	6 753	6 714	7 672	7 532	36,6
Télépaiements	413	457	527	670	687	1 099	765	3,7
LCR	1 710	1 661	1 652	1 620	1 325	1 832	1 390	6,8
Débits directs	1 608	1 619	1 658	1 758	1 820	1 760	1 704	8,3
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 599	1 668	1 654	1 612	7,8
TIP	162	165	164	159	152	106	92	0,4
Paiements par cartes	625	664	705	772	833	808	880	4,3
Retraits	141	137	133	136	146	142	156	0,8
<b>Total</b>	<b>17 422</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 793</b>	<b>18 277</b>	<b>20 468</b>	<b>20 577</b>	<b>100,0</b>

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mai	juin	juil.	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 784	12 196	12 057	12 116	24,9
Virements	6 374	6 600	6 705	7 055	6 659	7 685	7 130	14,6
Virements	6 368	6 593	6 695	7 038	6 629	7 667	7 104	14,6
Télépaiements	6	7	10	17	30	18	26	0,1
LCR	431	419	408	401	344	444	354	0,7
Débits directs	6 493	6 772	7 113	7 689	8 047	7 998	7 804	16,0
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 179	7 589	7 590	7 363	15,1
TIP	558	557	554	511	459	408	441	0,9
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 504	17 701	17 088	18 632	38,2
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 476	2 645	2 590	2 698	5,5
<b>Total</b>	<b>43 308</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 910</b>	<b>47 591</b>	<b>47 861</b>	<b>48 735</b>	<b>100,0</b>

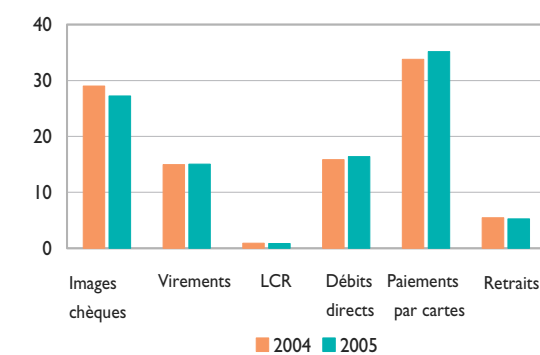
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



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

(% des volumes échangés)



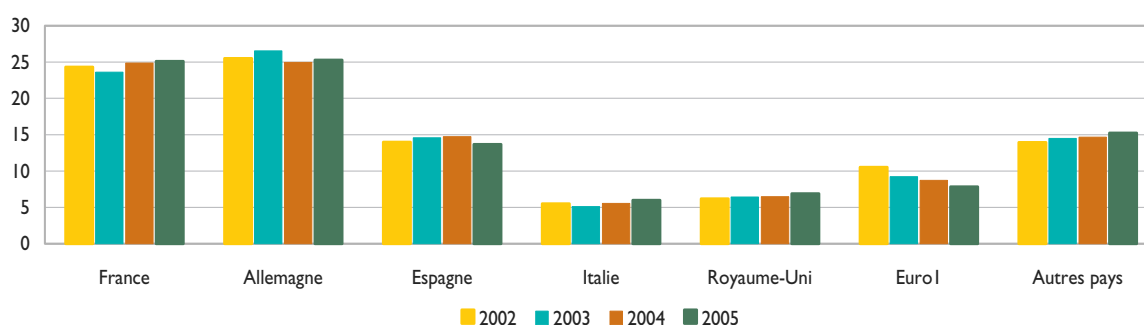
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					avril	mai	juin	Part
France	435	448	486	544	607	609	601	24,9
Target transfrontière	69	75	81	95	114	114	111	4,6
Target domestique (TBF)	287	302	338	386	426	435	429	17,7
Système net (PNS)	78	70	67	62	66	60	62	2,6
Allemagne (a)	489	504	488	547	623	604	631	26,1
Target transfrontière	129	141	143	163	191	189	199	8,2
Target domestique (ELS puis RTGS+)	360	364	345	384	432	415	432	17,9
Espagne	250	277	288	296	280	314	296	12,2
Target transfrontière	18	20	23	23	25	25	28	1,2
Target domestique (SLBE)	231	255	265	273	255	289	268	11,1
Système net (SEPI) (b)	1	1	1	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	449	148	150	158	6,5
Target transfrontière	34	33	32	41	49	47	48	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	64	76	89	99	103	110	4,5
Royaume-Uni	111	122	127	319	174	170	177	7,3
Target transfrontière	85	93	101	114	129	125	134	5,5
Target domestique (Chaps Euro)	26	29	26	35	44	45	43	1,8
Euro I (c)	188	175	170	170	196	187	195	8,1
Autres pays	249	275	287	330	375	370	362	15,0
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>1 821</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>2 166</b>	<b>2 401</b>	<b>2 403</b>	<b>2 419</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	485	537	564	651	750	738	758	31,3
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 281	1 387	1 417	1 402	58,0
Systèmes nets	269	249	240	233	264	249	258	10,7

### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

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

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

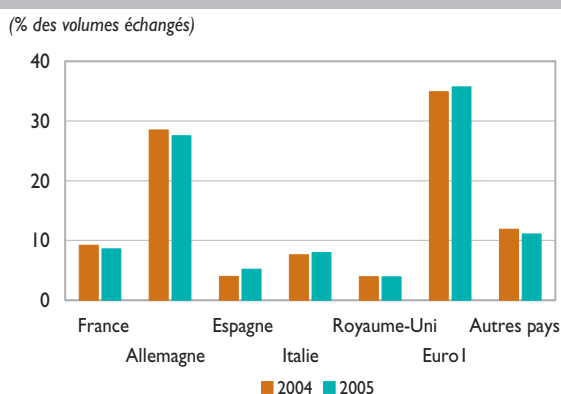
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

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

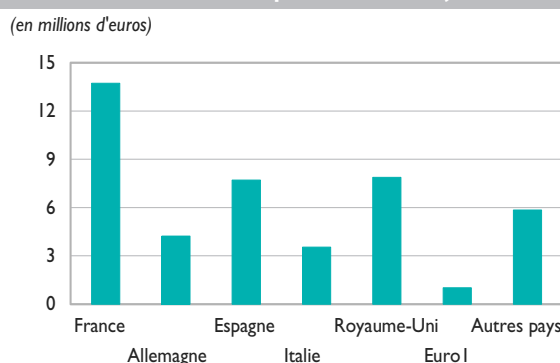
(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					avril	mai	juin	Part
France	44 651	43 906	42 510	44 115	48 833	42 727	43 818	8,0
Target transfrontière	6 471	6 804	7 382	8 506	10 611	9 773	9 364	1,7
Target domestique (TBF)	8 490	8 353	8 069	8 589	9 444	7 773	9 091	1,7
Système net (PNS)	29 690	28 749	27 058	27 020	28 778	25 182	25 364	4,6
Allemagne (a)	125 075	128 596	131 502	141 403	159 722	151 273	149 136	27,1
Target transfrontière	16 855	18 027	19 232	19 846	21 944	21 182	20 864	3,8
Target domestique (ELS puis RTGS+)	108 220	110 569	112 270	121 557	137 778	130 091	128 273	23,3
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 719	38 667	38 136	38 364	7,0
Target transfrontière	1 729	2 333	2 761	3 411	4 222	4 364	3 909	0,7
Target domestique (SLBE)	10 373	10 776	11 625	23 308	34 444	33 773	34 455	6,3
Système net (SEPI) (b)	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	41 043	44 333	46 182	44 409	8,1
Target transfrontière	6 173	6 741	7 274	7 802	8 611	8 909	8 273	1,5
Target domestique (BI-REL)	31 525	30 216	27 792	33 241	35 722	37 273	36 136	6,6
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	20 087	23 389	22 227	22 409	4,1
Target transfrontière	9 549	11 388	12 803	14 217	17 333	16 455	16 591	3,0
Target domestique (Chaps Euro)	4 820	5 447	5 320	5 870	6 056	5 773	5 818	1,1
Euro I (c)	134 902	152 365	161 085	183 447	200 389	167 682	190 273	34,6
Autres pays	51 412	52 953	54 888	57 008	62 833	61 455	61 773	11,2
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>427 173</b>	<b>451 706</b>	<b>461 641</b>	<b>513 822</b>	<b>578 167</b>	<b>529 682</b>	<b>550 182</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 901	80 389	77 727	76 273	13,9
Target domestique	199 157	201 392	202 193	231 095	266 222	256 773	253 591	46,1
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	212 818	231 444	195 136	220 364	40,1

**Évolution des parts de marché de chaque place**



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



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.

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

(c) Euro I (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro I 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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 août 2006

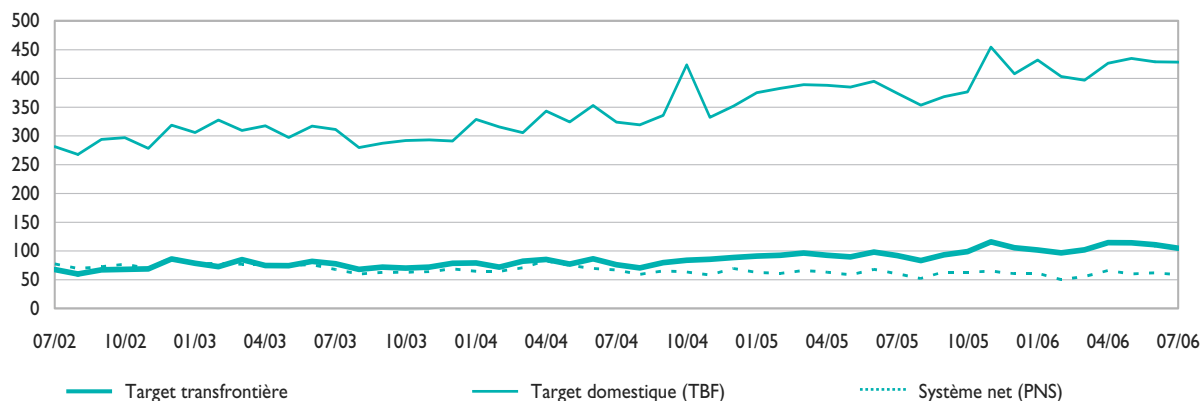
Figure 4 I  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					mai	juin	juil.	Part
<b>Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)</b>								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	13,9	14,6	14,7	42,1
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	7,8	7,6	7,8	22,3
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	8,2	7,2	5,5	15,8
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	9,0	7,9	6,9	19,8
<b>Total</b>	<b>24,8</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>38,9</b>	<b>37,3</b>	<b>34,9</b>	<b>100,0</b>

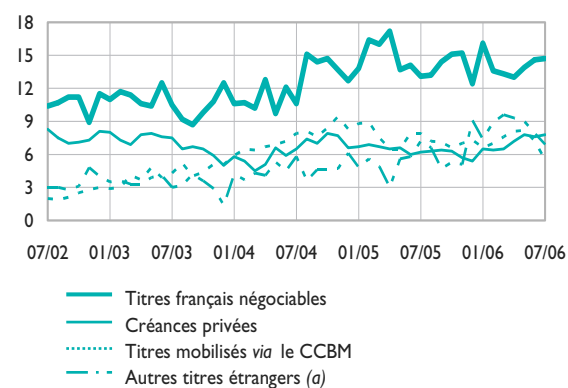
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

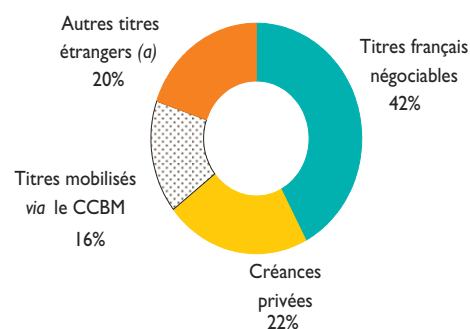


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en juillet 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*<sup>1</sup>. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

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

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

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

### I | 2 Balance des paiements

#### Définitions

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

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

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

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

#### Mode d'enregistrement

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

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

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

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

les **redevances et droits de licence**, les **autres services aux entreprises**, qui peuvent être décomposés en négoce international, autres services commerciaux, locations et services divers aux entreprises.

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

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

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

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

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

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

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

Conformément à la **définition de référence** détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

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

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

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

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

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

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

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

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

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

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

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



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

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

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

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

### I | 3 La position extérieure

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Systemes 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

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

## Séries chronologiques

### Statistiques monétaires

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/stat\\_monestat\\_mone.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_monestat_mone.htm)

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

### Enquête de conjoncture

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/conjonc/conjonc.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/conjonc/conjonc.htm)

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

### Balance des paiements

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/bdp/html/bdp.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/bdp/html/bdp.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/bdppof/bdppof.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/bdppof/bdppof.htm)

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

### Activité financière internationale

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/balance/activfin/activfin.htm)

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

### Comptes nationaux financiers

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfinann/html/cptsnatfinann.htm)

- Séries longues

### Comptes nationaux financiers trimestriels

(Méthodologie, consultation des séries)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/cptsnatfintrim/html/cptsnatfintrim.htm)

### Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/annhis/html/idix\\_annhis\\_fr.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idix_annhis_fr.htm)

### Coordonnées des diffuseurs de données économiques

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/coordon/coordon.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon/coordon.htm)





## Abréviations

### | Organismes et institutions

<b>BEA</b>	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
<b>BCE</b>	Banque centrale européenne
<b>BCN</b>	Banque centrale nationale
<b>BIT</b>	Bureau international du travail
<b>BLS</b>	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
<b>BRI</b>	Banque des règlements internationaux
<b>CDC-CNE</b>	Caisse des dépôts et consignations – Caisse nationale d'épargne
<b>Dares</b>	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques (ministère du Travail)
<b>Euronext</b>	Bourse paneuropéenne, née en 2000
<b>FMI</b>	Fonds monétaire international
<b>Eurostat</b>	Office statistique de l'Union européenne
<b>INSEE</b>	Institut national de la statistique et des études économiques
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>

### | Indices

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

### | Pays

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

### | Autres sigles

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

<b>CODEVI</b>	Compte pour le développement industriel
<b>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières
<b>EC</b>	Établissement de crédit
<b>EI</b>	Entreprise d'investissement
<b>EIT</b>	Endettement intérieur total
<b>EMTN</b>	<i>Euro medium term notes</i>
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe
<b>IDE</b>	Investissements directs à l'étranger
<b>IFM</b>	Institutions financières monétaires
<b>ISBLM</b>	Institution sans but lucratif au service des ménages
<b>Isma</b>	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité
<b>LCR</b>	Lettre de change relevé
<b>NES I6</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor
<b>OIS</b>	<i>Overnight indexed swaps</i>
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement
<b>PEL</b>	Plan d'épargne logement
<b>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production
<b>UE 15</b>	Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
<b>UE 25</b>	Union européenne à vingt-cinq pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Danemark, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République tchèque, Royaume-Uni, Slovaquie, Slovénie, Suède)
<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>WTI</b>	<i>West Texas Intermediate</i>

## Documents publiés

### Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004

Exercice 2004, juin 2005

Exercice 2005, mai 2006

### Études parues dans le *Bulletin de la Banque de France* depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2004

#### Année 2004

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

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

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

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

« Indicateurs de productivité », n° 121, janvier

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

NB : Ces documents sont disponibles sur le site internet [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr).

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

« La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai  
« Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai  
« La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai  
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai

« Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin  
« Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin  
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin

- « La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
- « Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
- « Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
- « Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet

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

- « Les critères de taille des entreprises et l'appartenance à un groupe »
- « 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
- 
- « Mieux appréhender les risques du portefeuille de négociation », n° 8, mai 2006
- « La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques », n° 8, mai 2006
- « Productivité et prix des actifs boursiers », n° 8, mai 2006
- « Les capitaux propres des entreprises et la stabilité financière : l'apport d'une approche par les capitaux propres nets en risque – ou *net worth at risk* », n° 8, mai 2006
- « Les progrès de l'intégration monétaire et financière en Asie », n° 8, mai 2006
- « Les implications de la globalisation pour la stabilité financière », n° 8, mai 2006

## 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
- "Is the inflation-output Nexus asymmetric in the Euro area?", n° 140, 2006
- "Optimal monetary policy in an estimated DSGE model of the Euro area with cross-country heterogeneity", n° 141, 2006
- « La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, 2006
- « Les anomalies de la structure par terme des taux d'intérêt : prime de terme ou effet 'Peso' », n° 143, 2006
- "Are business and credit cycles converging or diverging? A comparison of Poland, Hungary, the Czech Republic and the Euro area", n° 144, 2006
- « Assessing aggregate comovements in France, Germany and Italy using a non stationary factor model of the euro area », n° 145, 2006
- "Estimating potential output with a production function for France, Germany and Italy", n° 146, 2006
- « La désaisonnalisation des séries d'agrégats monétaires et de crédit à la Banque de France : aspects théoriques et mise en œuvre », n° 147, 2006
- "How well does a small structural model with sticky prices and wages fit postwar US data?", n° 148, 2006
- "Financial dis(integration)", n° 149, 2006
- "Monetary policy inertia or persistant stocks?", n° 150, 2006

## **Débats économiques**

- « Déséquilibres de balance courante, “appétit pour l'épargne” et “grève de l'investissement” », n° 1, 2006 (en anglais)
- « Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)

## Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 92 (août 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 <sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

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

#### Banque de France

- DR n° 2189 du 20 juin 2006 – Règlement du concours spécial « travailleurs handicapés et assimilés » pour l'emploi de secrétaire comptable
- DR n° 2190 du 22 juin 2006 – Règlement des concours pour l'emploi d'adjoint de direction
- Décision n° 2006-03 du 10 août 2006 du gouverneur de la Banque de France concernant les modalités d'exercice des missions de la Banque de France sur le marché des titres de créances négociables
- Avis de la direction générale des Opérations n° 2006-02
- Délégation de signature
  - du 3 juillet 2006
  - du 6 juillet 2006
  - du 10 juillet 2006
- Décision n° 2006-03 du Conseil général du 10 juillet 2006 relative au déclassement du domaine public de bâtiments de succursales de la Banque de France
- 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 mai 2006
- Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
  - en mai 2006

#### Commission bancaire

- Liste des compagnies financières au 31 juillet 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
- Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels indexés

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





## Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

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

Société : \_\_\_\_\_

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

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

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

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

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

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

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

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

Prénom : \_\_\_\_\_

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

**Particulier**

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

\_\_\_\_\_

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

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

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

**Professionnel**

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

Société : \_\_\_\_\_

Activité : \_\_\_\_\_

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

\_\_\_\_\_

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

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

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

**Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),  
courriel ([abonnement.publication@banque-france.fr](mailto:abonnement.publication@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

Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ?	29 21/49 53
Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral	31 25/62 53
Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement	90 73/39 26
Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises	05 49 55 86 01
Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans	41 19

##### Statistiques

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

#### Secrétaire de rédaction

Pascale Boreau

#### Maquettistes et opérateurs PAO

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

#### Demandes d'abonnement

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

#### Impression

NAVIS Imprimeur Conseil

#### Internet

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



Rédacteur en chef :

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

Directeur de la publication :

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

Navis Imprimeur Conseil  
N° imprimeur : 3482  
Dépôt légal : Août 2006





