

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

OCTOBRE 2006

**154**







# SOMMAIRE

<b>ÉDITORIAL</b>	■	Pourquoi et comment faut-il réformer le Fonds monétaire international ?	
<b>ACTUALITÉ</b>	■	Sommaire	I
		Focus : Révision des projections démographiques de l'Insee à l'horizon 2050	
		Actualisation des perspectives de croissance potentielle	2
<b>ÉTUDES</b>	■	Sommaire	19
		Désendettement et maîtrise des dépenses publiques	21
		• <b>Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères</b>	23
		Carine BOUTHEVILLAIN, Banque de France	
		<i>Face à un endettement public excessif, plusieurs pays ont effectué des ajustements drastiques grâce à des réformes structurelles d'ampleur. Leur exemple est riche d'enseignements sur les caractéristiques nécessaires à une consolidation budgétaire réussie.</i>	
		• <b>La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines</b>	37
		Laurent PAUL, Jeanne PAVOT, Banque de France	
		<i>Une augmentation non maîtrisée des dépenses publiques coïncide en général avec la persistance de déficits publics élevés ; cet article explore donc l'intérêt de pratiquer une règle de dépenses publiques pour assainir les finances publiques.</i>	
		• <b>La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés</b>	57
		Carine BOUTHEVILLAIN, Karine HERVÉ, Banque de France	
		<i>De nombreux pays, dont la France, ont entrepris des réformes davantage orientées vers des solutions microéconomiques pour faire face à la hausse tendancielle des dépenses de santé.</i>	
		<b>La situation des entreprises industrielles — Bilan 2005</b>	61
		Direction des Entreprises, Banque de France	
		<i>Le rebond d'activité de 2004 ne s'étant pas confirmé en 2005, les performances des entreprises industrielles ont marqué le pas ; les flux de trésorerie ont néanmoins été maîtrisés et les structures financières sont demeurées stables.</i>	
		<b>Le coût du crédit aux entreprises</b>	67
		Direction des Études et Statistiques monétaires, Banque de France	
		<i>Les taux moyens des concours bancaires aux entreprises (hormis les découverts) ont continué d'augmenter, dans le prolongement d'un mouvement engagé depuis le quatrième trimestre 2005.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	■	Sommaire	71
<b>DIVERS</b>	■	Abréviations	I
		Documents publiés	III
		Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 94 d'octobre 2006	XI
		Coupon-abonnement	XIII
		Bon de commande du fascicule « La situation des entreprises industrielles — Bilan 2005 »	XV

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



## Pourquoi et comment faut-il réformer le Fonds monétaire international ?

Depuis sa création, le Fonds monétaire international (FMI) a dû adapter, de façon continue, ses activités et ses méthodes de travail aux changements profonds qui ont affecté le fonctionnement du système monétaire international et celui de l'économie mondiale.

Ainsi le rôle actuel du FMI est beaucoup plus diversifié qu'il ne l'était lors de sa création, en 1944, ou même encore au début des années quatre-vingt-dix. En effet, les crises qui ont touché de grands pays émergents, d'abord en Asie puis dans d'autres régions du monde, ont constitué un véritable choc pour l'institution. Celle-ci a dû gérer des crises d'un genre nouveau dont l'origine n'était plus dans les seuls déséquilibres macroéconomiques, mais dans des dysfonctionnements des systèmes financiers. Face à ces nouveaux défis, le FMI a entamé une modernisation de ses outils d'analyse et de ses moyens d'action. Il a accordé une place plus importante à l'analyse des systèmes bancaires et financiers. Par ailleurs, la communauté internationale lui a confié un rôle de premier plan dans l'évaluation de la conformité des pays membres aux standards internationaux (systèmes de paiement, supervision bancaire, etc.), dans l'évaluation des systèmes de lutte anti-blanchiment ou encore dans le cadre de « l'initiative PPTE » (aide aux pays pauvres très endettés).

En dépit de ses adaptations permanentes, le FMI demeure une institution critiquée. Il lui faut mieux prendre en compte la diversité des attentes de ses membres, mais on lui reproche parfois de se disperser ; il doit assurer une représentation plus forte des pays émergents et se focaliser davantage sur les questions globales et d'importance systémique. L'initiative de Rodrigo de Rato, directeur général du Fonds, d'engager une réflexion stratégique, prélude à un vaste projet de réformes, était donc bien venue. Il en est résulté une feuille de route, approuvée par l'ensemble des pays membres lors des réunions de Washington au printemps 2006, qui comporte quatre volets principaux.

- Premièrement, le FMI doit renforcer sa légitimité. Il va de soi que la formulation d'un diagnostic et de recommandations de politique économique ou encore la mise en place de programmes d'assistance financière n'ont de chance d'être endossées par les États membres que si son action réunit un large consensus. Or, depuis la crise asiatique, les critiques ont redoublé et dénoncé un déficit de légitimité qu'il convient de corriger. La place grandissante des pays émergents dans l'économie mondiale et le nombre de programmes d'assistance financière et technique dans les pays pauvres justifient désormais un rôle plus important de ces pays au sein du Conseil d'administration du FMI et, au-delà, dans la gouvernance du système financier international.

La réforme en cours des quotes-parts (c'est-à-dire du « poids » des États membres dans l'institution) doit permettre de répondre à ces aspirations. La première étape de la réforme a été réalisée en septembre 2006, à Singapour, avec l'augmentation de la quote-part de la Chine, de la Corée, du Mexique et de la Turquie. La communauté internationale s'est engagée à réformer, d'ici deux ans (septembre 2008), les modalités de calcul des quotes-parts, ce qui devrait se traduire par un renforcement du poids de certains pays émergents. Par ailleurs, les pays en développement bénéficieront d'une augmentation de leurs droits de vote.

- Deuxièmement, le FMI doit adapter les modalités de la surveillance du système financier international. Institution de nature coopérative, le FMI exerce cette mission au nom de ses membres et en liaison avec eux. Il dispose, pour ce faire, d'un personnel hautement qualifié. Cependant, d'autres institutions privées ou publiques ont les capacités de formuler un diagnostic de cette nature. L'avantage comparatif du Fonds se situe dans sa neutralité à l'égard des pays et des marchés ; il ne possède aucun intérêt à défendre. Sa capacité d'influence repose sur une connaissance pointue des mécanismes en œuvre, la qualité de ses avis et la franchise des conseils donnés.

Tirant les enseignements des crises des années quatre-vingt-dix, le Fonds a largement rénové ses outils de diagnostic de la situation économique et financière de ses membres. Dans un contexte de globalisation poussée, il doit désormais se concentrer davantage sur les interactions entre les politiques économiques menées par les différents pays et, en particulier, sur les conséquences des politiques des membres sur la stabilité du système monétaire international. La Banque de France soutient ces grandes orientations qui sont à même de contribuer à faciliter la résorption des déséquilibres mondiaux.

- Troisièmement, le FMI doit adapter ses instruments de prêt pour apporter des appuis financiers aux membres qui le sollicitent. Ce rôle de prêteur a été mis en œuvre à de nombreuses reprises depuis les années quatre-vingt-dix. Récemment, l'amélioration des fondamentaux dans les pays émergents et un accès aisé aux marchés financiers dans un contexte d'abondance de liquidités ont permis à la plupart de ces pays de se désengager financièrement vis-à-vis du FMI et d'assurer une forme d'autoprotection face aux chocs extérieurs (*via* des réserves de change abondantes). Ces évolutions soulèvent des interrogations sur le futur de son rôle de prêteur.

La communauté internationale doit être préparée à faire face à un changement d'environnement et donc doter le FMI des instruments de financement susceptibles de répondre aux besoins nouveaux de ses membres. À la demande des pays émergents, le directeur général du Fonds a proposé la création d'un nouvel instrument garantissant à des pays respectant certaines conditions l'accès à un financement important et quasi-automatique en cas de crise de confiance des marchés. La Banque de France apporte son soutien à la création d'une telle facilité, tout en reconnaissant que la communication vis-à-vis des marchés lors de l'octroi par le FMI d'une ligne de crédit à un pays émergent en bonne santé, mais aussi son retrait dans le cas où ledit pays ne remplirait plus les conditions d'accès, doit être maîtrisée.

- Quatrièmement, le FMI étant une organisation universelle, il lui faut naturellement continuer à répondre aux besoins des pays pauvres. Le Fonds doit, en particulier, contribuer à la réalisation des objectifs de développement du millénaire, apporter, le cas échéant, des financements à des taux concessionnels et veiller au suivi de l'initiative d'annulation de dettes multilatérales avec le souci de prévenir les situations de surendettement. Ces missions devront être exercées en étroite collaboration avec les différents partenaires de la communauté internationale et, en particulier, avec la Banque mondiale.

La Banque de France, en collaboration avec le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, soutient une réforme ambitieuse du FMI. L'universalité de l'institution, la qualité de ses analyses, le dialogue constant qu'elle entretient avec les autorités des pays membres sont autant d'atouts qui font du Fonds monétaire international une institution unique dans le contexte d'une économie mondiale où les enjeux systémiques sont nombreux. La réforme engagée par son directeur général, avec le large soutien de ses actionnaires, atteste qu'aucun des défis du moment n'est négligé.







<b>Focus : Révision des projections démographiques de l'Insee à l'horizon 2050</b> Actualisation des perspectives de croissance potentielle	2
<b>Faits saillants du mois</b>	4
<b>1  La situation économique de la France</b>	5
1 1 La croissance et les prix	5
1 2 La balance des paiements	9
<b>2  La monnaie, les placements et les financements</b>	11
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	11
2 2 L'endettement intérieur total – France	11
2 3 L'endettement sur les marchés	12
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	12
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	13
2 6 Les flux de souscriptions des OPCVM	13
<b>3  Les marchés de capitaux</b>	14
3 1 Les marchés de change et de matières premières	14
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	15
3 3 Les marchés boursiers	16

## ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro	6
2 Compétitivité de l'économie française	7
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en septembre 2006	13
4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	17

## Focus

### Révision des projections démographiques de l'Insee à l'horizon 2050 Actualisation des perspectives de croissance potentielle

La croissance potentielle dépend de l'évolution potentielle de l'emploi et de la productivité<sup>1</sup>. L'emploi résulte du niveau de la population active et du taux de chômage ; la productivité peut être décomposée entre une composante traditionnelle, la productivité globale des facteurs, et une composante liée à l'intensification des techniques de production (effet de *capital deepening*) stimulée par une baisse de prix relatif des investissements. La révision des projections de population active, à laquelle l'Insee vient de procéder<sup>2</sup>, conduit à relever d'environ un quart de point la croissance potentielle à moyen et long termes qui pourrait dès lors se situer dans la fourchette 2 %-2,50 % selon les hypothèses.

#### L'Insee révisé de quatre millions de personnes le niveau de la population active à l'horizon 2050

Les précédentes projections avaient été établies en 2001 ; la population active augmentait jusqu'en 2007 pour atteindre 27 millions de personnes et diminuait ensuite jusqu'à 24,4 millions de personnes en 2050. L'actualisation, fondée sur les résultats des enquêtes annuelles de recensement de 2004 et 2005, aboutit à relever de façon très sensible les projections de population en âge de travailler et de population active : on passerait de 26,6 millions d'actifs en 2005 (dont 2,7 millions de chômeurs) à 28,5 millions en 2050, l'essentiel de l'augmentation étant acquise en 2015. Cette réévaluation de la projection résulte de la conjonction de trois éléments :

- le relèvement du taux de fécondité, qui passe de 1,8 enfant par femme (niveau moyen entre 1975 et 1999) dans l'ancien scénario à 1,9 enfant par femme (niveau moyen des années 2000-2005) dans le nouveau ;
- le solde migratoire, qui passe de 50 000 personnes par an (niveau des années 2004-2005) à 100 000 personnes par an (niveau moyen des années quatre-vingt-dix) ;
- l'environnement institutionnel, qui prend désormais en compte la loi Fillon de 2003 sur les retraites et le dispositif de retraites anticipées mis en place en 2004.

L'effet de la prise en compte de ces changements sur le taux d'activité des 15-64 ans est résumé dans le tableau ci-contre :

Taux d'activité des 15-64 ans

	1995	2005	2010	2015	2030	2050
Ancien scénario	66,8	68,1	66,9	67,1	67,2	67,7
Nouveau scénario	67,9	69,1	68,9	69,6	69,6	70,5

À côté de ce scénario central, l'Insee a développé des variantes :

- un écart de 0,2 du taux de fécondité (c'est-à-dire 2,1 ou 1,7 au lieu de 1,9) modifie de 1,5 million de personnes le niveau de la population active en 2050 (le changement ne devenant sensible qu'au-delà de 2020) ;
- un écart de 50 000 personnes sur le flux migratoire annuel (c'est-à-dire 50 000 ou 150 000 au lieu de 100 000) modifie également de 1,5 million de personnes le niveau de la population active en 2050 ;
- enfin des modifications dans les comportements d'activité sont susceptibles d'avoir une incidence de + ou - 0,5 million de personnes à l'horizon 2050.

<sup>1</sup> Pour une présentation détaillée de la méthodologie retenue pour évaluer la croissance potentielle, cf. Banque de France (2002) : « Croissance potentielle et tensions inflationnistes », Bulletin de la Banque de France, n° 103, juillet et Cette, De Bandt, Garcia, Saint-Guilhem et Villetelle (2003) : « Actualisation des évaluations de croissance potentielle et d'écart de PIB », Bulletin de la Banque de France, n° 116, août

<sup>2</sup> Cf. à ce sujet Coudin (2006) : « Projections 2005-2050 », INSEE Première, n° 1092, juillet

## Incidences sur la croissance potentielle

Dans les précédentes évaluations de la Banque de France, le scénario « hypothèse basse » aboutissait à une croissance potentielle qui passait progressivement de 1,95 % sur la période 2005-2010 à 1,65 % sur la période 2020-2050 avec :

- une contribution de la productivité globale des facteurs de 1,4 % (1,3 % de prolongement de la tendance passée augmenté de 0,1 % au titre d'un épuisement des politiques « d'enrichissement de la croissance en emplois » et de la diffusion des technologies de l'information et de la communication – TIC) ;
- une contribution de la productivité du capital de 0,5% prolongeant les tendances antérieures ;
- un facteur démographique (projections Insee corrigées pour tenir compte des incidences de la loi Fillon) très légèrement positif en début de période qui se dégradait progressivement, pour atteindre – 0,10 % sur la période 2010-2020 et – 0,25 % sur la période 2020-2050.

Les révisions des données démographiques conduisent, en conservant les autres hypothèses, à une croissance potentielle qui revient d'un peu moins de 2,30 % sur la période 2005-2010 à un peu plus de 1,90 % sur la période 2020-2050 ; la révision est donc particulièrement forte pour la période 2005-2010.

On doit aussi considérer une variante haute avec :

- au niveau de la population active un taux de fécondité plus élevé, un flux migratoire plus important et une réduction de deux points du taux de chômage sur la période 2010-2020 ;
- une incidence plus forte du développement des TIC qui augmenterait de 0,40 % la croissance potentielle.

Au total on aurait alors une croissance potentielle légèrement supérieure à 2,60 % sur la période 2010-2050.

### Actualisation des perspectives de croissance potentielle de la Banque de France

(évolutions annuelles moyennes, en % et en points de %)

	Ancien scénario					Nouveau scénario				
	2005-2010	Hypothèse basse		Hypothèse haute		2005-2010	Hypothèse basse		Hypothèse haute	
		2010-2020	2020-2050	2010-2020	2020-2050		2010-2020	2020-2050	2010-2020	2020-2050
Ressources en main d'œuvre	0,05	- 0,1	- 0,25	0,25	0,2	0,38	0,04	0,03	0,34	0,33
dont : Population active	ns	- 0,2	- 0,25	- 0,2	- 0,25	0,38	0,04	0,03	0,04	0,03
Variation du chômage	–	–	–	0,2	–	–	–	–	0,2	–
Réforme Fillon	0,05	0,1	–	0,1	–	–	–	–	–	–
Autre augmentation des taux d'emploi	–	–	–	0,05	0,05	–	–	–	–	–
Taux de fécondité plus élevé	–	–	–	–	0,3	–	–	–	–	0,2
Flux migratoire plus important	–	–	–	0,1	0,1	–	–	–	0,1	0,1
Contribution de la PGF	1,4	1,4	1,4	1,55	1,55	1,4	1,4	1,4	1,55	1,55
dont : Prolongement des tendances antérieures	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Surcroît envisageable (a)	0,1	0,1	0,1	0,25	0,25	0,1	0,1	0,1	0,25	0,25
Contribution de la productivité du capital	0,5	0,5	0,5	0,75	0,75	0,5	0,5	0,5	0,75	0,75
dont : Prolongement des tendances antérieures	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Diffusion plus importante des TIC	–	–	–	0,25	0,25	–	–	–	0,25	0,25
Croissance potentielle	1,95	1,80	1,65	2,55	2,50	2,28	1,94	1,93	2,64	2,63
<b>Écart avec les évaluations précédentes</b>	–	–	–	–	–	<b>+ 0,33</b>	<b>+ 0,14</b>	<b>+ 0,28</b>	<b>+ 0,09</b>	<b>+ 0,13</b>

ns : non significatif

(a) Effet sur la contribution de la productivité globale des facteurs (PGF) d'un épuisement des politiques « d'enrichissement de la croissance en emplois » et d'une diffusion plus soutenue des TIC (évaluation des auteurs de la présente note)

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- En septembre, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 102, après 106 en juillet.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,5% au troisième trimestre. L'acquis de croissance pour 2006 au troisième trimestre serait de 2,2 %.
- Le taux de chômage s'établit en septembre à 8,8 %, contre 9,0 % en août.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 1,5 % en septembre en glissement annuel.

### La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est renforcée en août (8,2 %, après 7,8 % en juillet), le léger ralentissement des dépôts à vue (6,5 %, après 6,7 %) ayant été plus que compensé par l'accélération des autres dépôts à court terme inclus dans M2 - M1 (9,8 %, après 9,2 %) et des instruments négociables (7,3 %, après 5,3 %). Le rythme de progression annuel des concours au secteur privé a légèrement augmenté (11,9 %, après 11,8 %).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits des institutions financières monétaires au secteur privé résident s'est inscrit en hausse sensible (12,1 %, après 11,5%) du fait principalement de l'accélération des crédits au secteur financier (26,2 %, après 15,3 %). Le taux de progression des crédits aux ménages a légèrement fléchi (11,9 %, après 12,1 %). Celui des crédits aux sociétés non financières est resté inchangé par rapport au mois précédent (10,2 %).

### Les marchés de capitaux

- Les marchés de capitaux ont été influencés par la confirmation d'un ralentissement économique aux États-Unis.
- Les anticipations des investisseurs ont généralement persisté quant à une poursuite de la hausse des taux de court terme dans la zone euro, un resserrement très progressif de la politique monétaire au Japon et une baisse possible du taux directeur américain au premier semestre 2007.
- Au cours du mois de septembre, les rendements obligataires de long terme ont continué à baisser aux États-unis et dans la zone euro : la détente des points-morts d'inflation explique, pour une grande part, ce mouvement d'aplatissement - voire d'inversion - des courbes obligataires.
- Les parités de change ont peu évolué, à l'exception du yen qui a atteint son plus bas niveau depuis 1985 en terme réel. Cette évolution s'est accompagnée d'une poursuite de la baisse des volatilités implicites des principales devises. (y compris sur le yen), qui ont atteint des niveaux historiquement bas.
- Les prix des matières premières ont poursuivi leur mouvement de repli. Le prix du pétrole, notamment, a atteint son plus bas niveau depuis quinze mois. Cette évolution a favorisé une progression des indices boursiers américains et européens.

## I | La situation économique de la France

### I | I La croissance et les prix

En août, l'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté de 0,9 %, après - 1,5 % en juillet, à la suite, principalement, d'une hausse des composantes « industrie automobile » (3,6 % en août, après - 1,3 % en juillet) et des « biens intermédiaires » (2,0 %, après - 2,3 %). L'acquis de croissance est, en variation trimestrielle, de - 0,5 % pour le troisième trimestre.

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 102 en septembre, après 106 en juillet. Le taux d'utilisation des capacités a légèrement progressé et s'est établi au-dessus de sa moyenne de longue période. Le niveau des carnets de commande a augmenté, tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger. Les carnets de commande restent jugés supérieurs à la normale. Les chefs d'entreprise de services marchands indiquent, quant à eux, que la croissance de l'activité s'est poursuivie en septembre et les effectifs ont continué de progresser légèrement.

L'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier a augmenté en octobre, à 56,3, après 56,0 en septembre. Il est au-dessus du seuil d'expansion, fixé à 50, pour le dix-septième mois consécutif.

L'évolution des dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré une baisse de - 2,7 % en septembre, après une hausse de 3,0 % en août. Cette baisse, en variation mensuelle, s'explique par celle de toutes ses composantes, en particulier du textile-cuir (- 9,5 % en septembre, après + 4,7 % en août) et des autres produits manufacturés (- 1,3 % en septembre, après

+ 1,0 % en août). Le taux de croissance pour le troisième trimestre est de 1,2 %.

En octobre, l'indicateur résumé d'opinion des ménages calculé par l'Insee évolue peu, à - 21, contre - 20 en septembre.

Le rythme de progression, en variation mensuelle, des mises en chantier de logements neufs a légèrement augmenté à fin septembre 2006, à 2,3 % (contre 2,3 % en août), portant le rythme de croissance sur les douze derniers mois à 10,5 %, comme à la fin du mois d'août.

Le déficit du commerce extérieur français s'est stabilisé en août et s'est établi à - 3,5 milliards d'euros. Sur les trois derniers mois connus, le solde cumulé se détériore par rapport à l'année précédente, passant de - 5,7 milliards d'euros en août 2005 à - 9,3 milliards en août 2006.

Le taux de chômage au sens du BIT touche 8,8 % de la population active en septembre, contre 9,0 % en août, soit une baisse de 1 point par rapport à septembre 2005.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,5 % au troisième trimestre 2006 ; l'acquis de croissance pour 2006 à la fin du troisième trimestre serait de 2,2 %.

Le cours du *Brent* en octobre a poursuivi sa baisse, entamée en août, à - 6,1 % en variation mensuelle (contre - 15,0 % en septembre), ce qui porte son évolution en glissement annuel à - 0,3 % (après - 1,3 % en septembre).

Dans ce contexte, en septembre, l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une croissance de - 0,2% en variation mensuelle (après + 0,2% en août), portant le glissement annuel à 1,5% (contre 2,1% en août).

## ENCADRÉ I

## Évolution récente de l'environnement international et zone euro

## États-Unis

- Très nette décélération de l'indice des prix à la consommation en septembre : 2,1 % en glissement annuel, après 3,8 % en août (– 0,5 % sur un mois, après 0,2 % en août). Accélération de l'inflation sous-jacente en septembre : 2,9 %, après 2,8 % en août
- Hausse de l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan en octobre : 92,3, après 85,4 en septembre
- Baisse du taux de chômage en septembre : 4,6 %, après 4,7 % en août
- Baisse de la production industrielle en septembre : – 0,6 % sur un mois, après 0,0 % en août. En glissement annuel : 5,5 % en septembre, après 4,8 % en août
- Baisse de l'indice de confiance des entreprises du Conference Board au troisième trimestre 2006 : 44, après 50 au deuxième trimestre
- Baisse de l'indice PMI manufacturier en septembre : 52,9, après 54,5 en août
- Creusement du déficit de la balance des biens et services en août : – 69,9 milliards de dollars des États-Unis, après – 68 milliards en juillet

## Japon

- Baisse de l'indice de confiance des consommateurs en septembre : 46,3, après 47,6 en août
- Hausse de l'indice d'activité globale du Ministry of Economy Trade and Industry en août : 0,7 %, contre – 0,4 % en juillet
- Augmentation de l'excédent commercial sur un an en septembre (données brutes des douanes) : 1 014 milliards de yens, contre 948,6 milliards

## Royaume-Uni

- Hausse du PIB (estimation préliminaire) en volume au troisième trimestre : 0,7 % en variation trimestrielle, après 0,7 % au deuxième trimestre. Croissance de 2,8 % en glissement annuel, après 2,6 % au deuxième trimestre
- Ralentissement de l'IPCH en septembre : 2,4 % sur un an, après 2,5 % en août. Accélération de l'inflation sous-jacente : 1,4 % sur un an, après 1,1 % en août

## Zone euro

- Révision à la baisse des prévisions de croissance de la Commission européenne : 0,6 % prévu pour le troisième trimestre 2006 (revu de – 0,1 point par rapport aux prévisions d'août 2006), 0,45 % pour le quatrième (– 0,2 point) et 0,25 % pour le premier trimestre 2007 (– 0,25 point)
- Baisse du taux de croissance de l'inflation en glissement annuel en septembre, à + 1,7 %, contre + 2,3 % en août
- Publication par Eurostat des données de déficit et de dette pour 2005 : respectivement – 2,4 % du PIB et 70,8 % du PIB, contre, respectivement, – 2,8 % du PIB et 69,8 % du PIB en 2004
- Hausse des entrées de commandes dans l'industrie manufacturière en août : 14,3 % en glissement annuel, après 9,8 % en juillet. Sur le mois, augmentation de 3,7 % en août, contre + 1,9 % en juillet
- Hausse de 1,8 % de la production industrielle en août, après une baisse de 0,4 % en juillet. Sur un an, la progression atteint 5,4 % en août, après 3,0 % en juillet.
- Augmentation des prix à la production industrielle (hors construction) de 0,1 % en août (après 0,7 % en juillet), soit 5,7 % sur un an (après 6,0 % en juillet).
- Déficit du commerce extérieur de 5,8 milliards d'euros en août 2006, contre un déficit de 2,7 milliards en août 2005. De janvier à août 2006, le déficit cumulé atteint 20,1 milliards d'euros, contre un excédent de 19,8 milliards sur la même période de 2005.



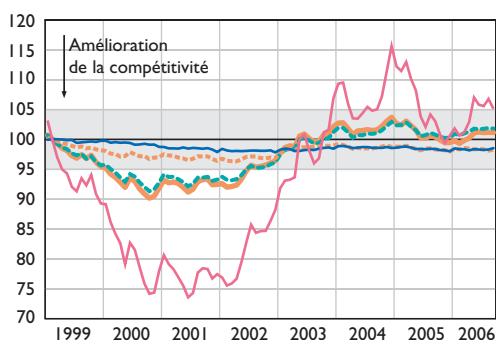
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

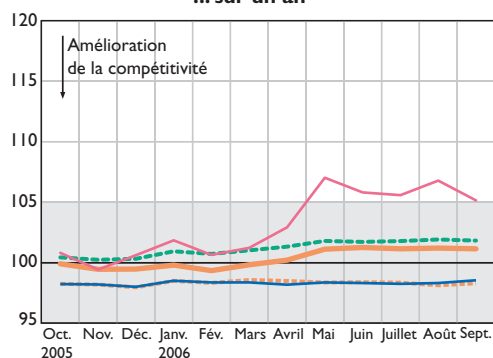
Mesurée par les prix à la consommation

Indices base 100 = Premier trimestre 1999

... depuis 1999



... sur un an

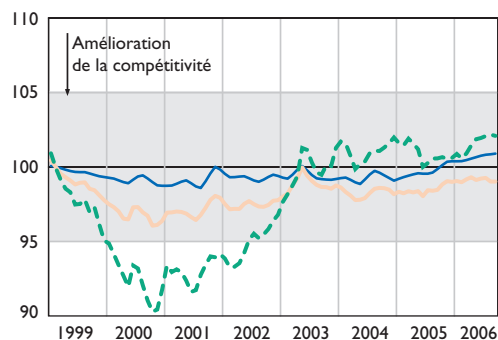


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- - - Vis-à-vis des pays industrialisés
- ... Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

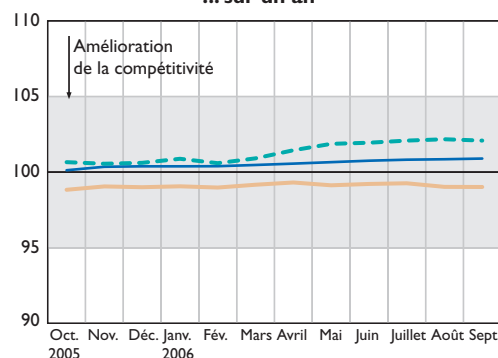
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

Indices base 100 = Premier 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 premier trimestre 1999

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

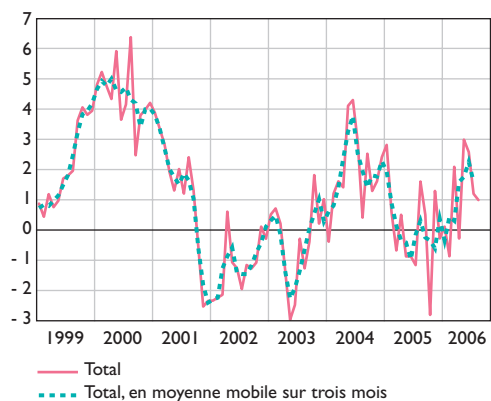
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream

Calculs : Banque de France

### Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

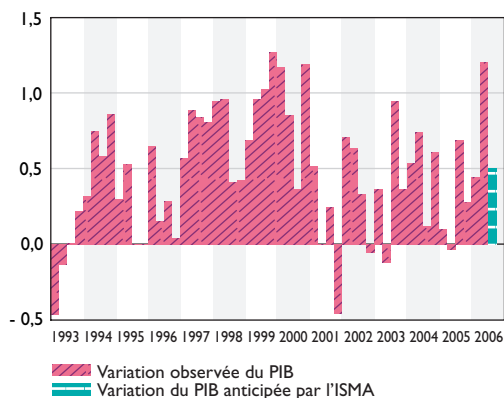
#### Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



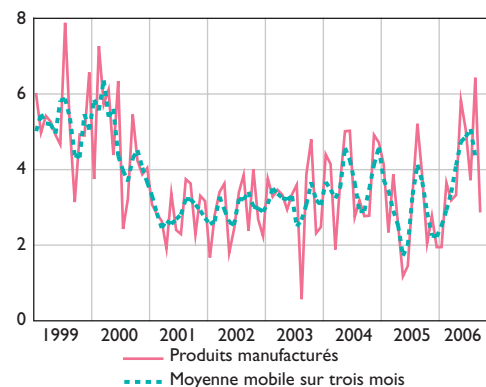
#### ISMA et PIB

(variation trimestrielle cjo-cvs, en %)



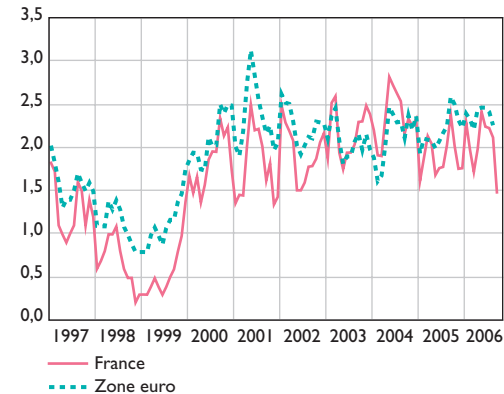
#### Consommation des ménages

(glissement annuel, en %)



#### Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, Banque de France

#### Le PIB et ses composantes en 2005 et 2006

(en euros constants, données 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>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>
Importations	1,1	1,1	2,7	2,6	1,4	3,2	6,4	7,6
Dépenses de consommation des ménages	0,5	0,1	0,9	0,6	0,9	0,8	2,2	2,3
Dépenses de consommation des APU	0,1	0,1	0,7	0,2	0,8	0,8	1,1	1,9
FBCF totale	0,8	0,6	1,7	1,0	0,0	1,7	3,7	3,1
dont Entreprises non financières	0,6	0,1	2,3	1,1	-0,4	2,3	3,7	3,4
Ménages	0,5	1,4	0,6	0,9	0,4	0,6	4,1	2,1
Exportations	-0,4	0,4	3,2	0,8	3,2	1,6	3,2	6,9
<b>Contributions à la croissance</b>								
Solde extérieur	-0,5	-0,2	0,1	-0,6	0,5	-0,5	-1,0	-0,3
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,2	1,0	0,6	0,7	1,0	2,2	2,3
Variation des stocks	0,1	0,0	-0,4	0,3	-0,7	0,8	0,0	-0,1

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 28 septembre 2006 (résultats détaillés du deuxième trimestre 2006)

## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en août 2006

En août 2006, le déficit courant en données cvs s'établit à - 4,1 milliards d'euros contre - 4,3 milliards en juillet et - 1,5 en juin. Le déficit des biens s'améliore très légèrement (- 3,1 milliards, après - 3,5 en juillet), de même que celui des transferts courants (- 1,6 milliard, après - 1,9). L'excédent des voyages reste stable, à 0,6 milliard. Le solde des services hors voyages s'améliore de 0,5 milliard, tandis que celui des revenus diminue de plus de 0,8 milliard, revenant ainsi à l'équilibre en août.

Au sein du compte financier, les investissements directs enregistrent des sorties nettes de - 4,9 milliards en août, après - 2,5 milliards en juillet. Si les investissements français à l'étranger s'accroissent légèrement, les investissements étrangers en France sont très faibles (0,3 milliard), en raison d'opérations de désinvestissements en capital social. En cumul sur douze mois, les flux d'investissements directs

tant français à l'étranger qu'étrangers en France sont comparables à ceux enregistrés en décembre 2005.

Les investissements de portefeuille se soldent par des sorties nettes de - 13,8 milliards (- 26,8 milliards le mois précédent). Les achats nets de titres étrangers par les résidents marquent un fort recul (18,3 milliards en août contre 44,8 en juillet) : celui-ci provient essentiellement des institutions financières monétaires (IFM) et concerne tous les compartiments (actions, obligations et titres du marché monétaire). Les achats de titres français par les non-résidents affichent également un net repli, à 4,5 milliards.

Les « autres investissements » dégagent des entrées nettes de 21,1 milliards largement imputables à une hausse des engagements des IFM (18 milliards), notamment sur le compartiment de l'euro. Sur les douze derniers mois, le solde des « autres investissements » affiche des entrées nettes de capitaux de 184,2 milliards, représentatives d'un endettement net vis-à-vis de l'extérieur, essentiellement hors de la zone euro.

### 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)	Août 2006 (c)	Août 2005 (b)	Août 2006 (c)	Juin 2006 (b)	Juillet 2006 (c)	Août 2006 (c)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>- 5,6</b>	<b>- 27,0</b>	<b>- 30,8</b>	<b>- 4,6</b>	<b>- 9,9</b>	<b>- 1,5</b>	<b>- 4,3</b>	<b>- 4,1</b>
Biens	- 6,9	- 25,9	- 28,6	- 6,4	- 9,0	- 2,4	- 3,5	- 3,1
Services hors voyages	- 1,0	- 0,9	- 3,8	0,6	- 0,7	- 0,4	- 0,4	0,1
Voyages	9,8	8,9	8,2	2,2	1,8	0,6	0,6	0,6
Revenus	10,2	13,1	15,1	3,4	3,2	2,4	0,8	- 0,0
Transferts courants	- 17,7	- 22,2	- 21,7	- 4,5	- 5,3	- 1,7	- 1,9	- 1,6
<b>Compte de capital</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>- 0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>- 0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>- 0,4</b>	<b>0,1</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 3,3</b>	<b>- 15,2</b>	<b>73,5</b>	<b>- 18,4</b>	<b>- 5,6</b>	<b>2,1</b>	<b>- 8,1</b>	<b>0,3</b>
Investissements directs	- 20,6	- 41,9	- 42,3	- 0,2	- 5,2	2,2	- 2,5	- 4,9
- Français à l'étranger	- 45,9	- 93,0	- 93,0	- 17,1	- 16,5	- 6,4	- 4,8	- 5,2
- Étrangers en France	25,3	51,1	50,7	16,9	11,2	8,6	2,3	0,3
Investissements de portefeuille	- 46,6	- 9,2	- 74,7	30,3	- 25,3	15,3	- 26,8	- 13,8
- Avoirs	- 179,9	- 191,3	- 210,2	- 36,5	- 69,4	- 6,3	- 44,8	- 18,3
- Engagements	133,3	182,1	135,6	66,8	44,1	21,6	18,0	4,5
Produits financiers dérivés	5,0	8,2	6,1	2,0	1,5	1,4	0,7	- 0,6
Autres investissements	62,4	20,7	184,2	- 52,7	23,8	- 18,1	20,9	21,1
dont IFM	38,8	- 2,3	162,6	- 43,8	41,9	- 4,5	28,4	18,0
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	0,0	2,1	- 0,5	1,4	- 0,4	- 1,5

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

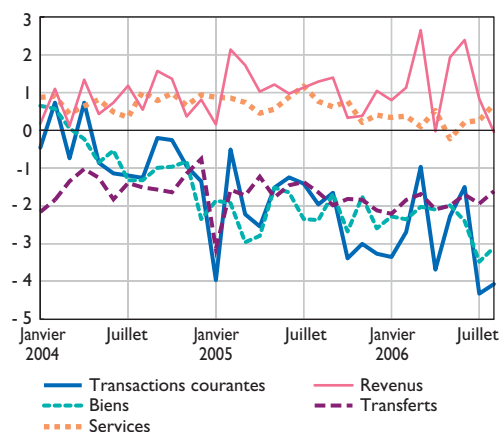
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

Transactions courantes

Soldes (cvs)

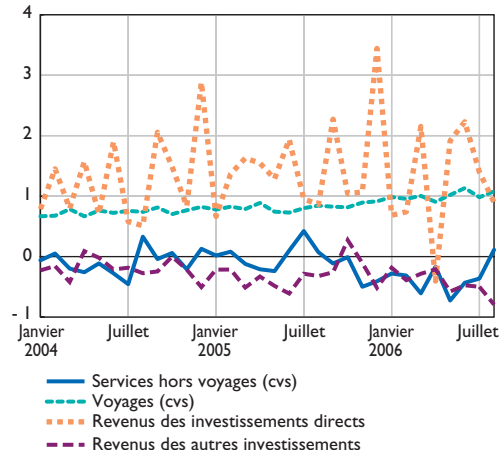
(en milliards d'euros)



Transactions courantes

Soldes

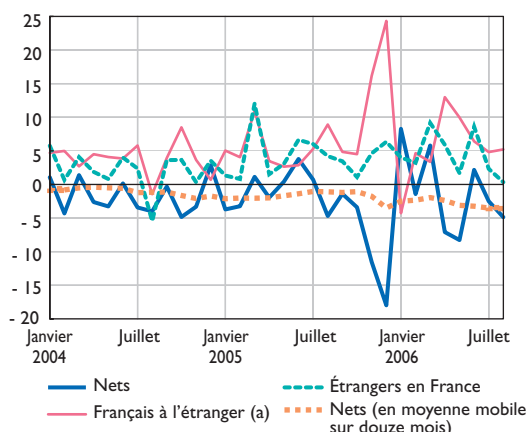
(en milliards d'euros)



Investissements directs

Soldes

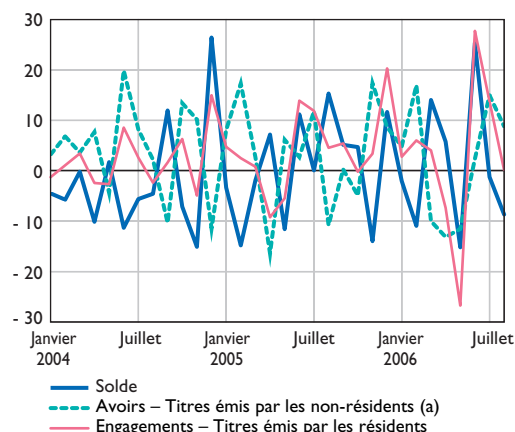
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

Actions

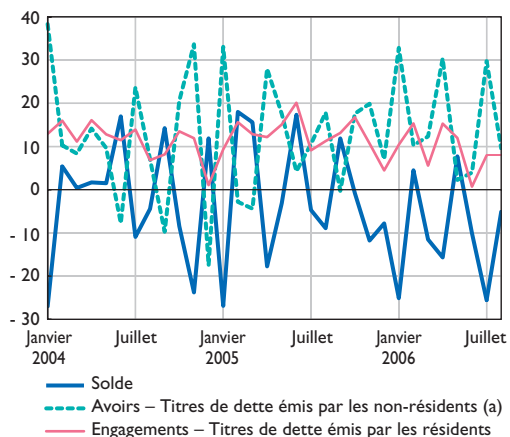
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille

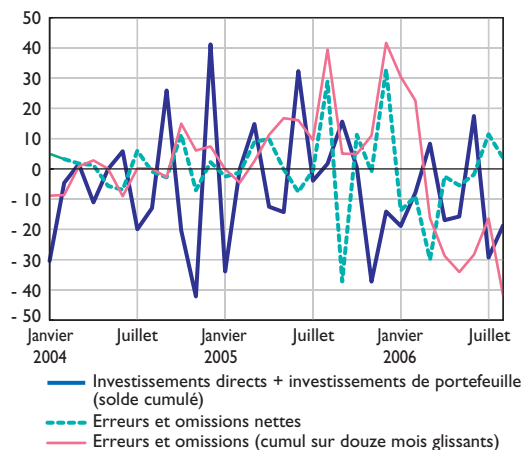
Titres de dette

(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 augmenté pour atteindre 8,2 % en août, après 7,8 % en juillet, tandis que sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 8,2 %, après 8,3 % sur la période mai-juillet. Cette accélération résulte de l'évolution des autres dépôts monétaires inclus dans M2 – M1 (9,8 %, après 9,2 %) et des instruments négociables constitutifs de M3 – M2 (7,3 %, après 5,3 %). En revanche, les dépôts à vue ont légèrement ralenti (6,5 %, après 6,7 %).

Au sein des contreparties de M3, la progression annuelle des concours au secteur privé s'est légèrement accentuée en août (11,9 %, après 11,8 %). Celle des crédits au secteur privé s'est renforcée dans des proportions un peu plus marquées (11,3 %, après 11,1 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents s'est modérée en août (6,0 %, après 6,6 %). Il en est allé de même pour celle des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans (17,2 %, après 19,2 %). À l'inverse, les taux de progression annuels des comptes sur livret, des titres d'OPCVM monétaires et des titres de créance d'une durée inférieure à 2 ans se sont inscrits en hausse (respectivement 4,6 % après 4,0 %, 4,1 % après 3,4 % et 60,4 % après 40,4 %).

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

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a légèrement baissé en août 2006 essentiellement en raison du ralentissement de l'endettement des sociétés non financières, la croissance de la dette des ménages étant restée pratiquement inchangée par rapport au mois précédent (11,8 %, après 11,9 %). De son côté, le taux d'accroissement de l'endettement des administrations publiques s'est maintenu à 3,3 %.

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

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

	Encours à fin Août 2006	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Août 2006
		Juillet 2006	Août 2006	
<b>Zone euro (b)</b>				
<b>Agrégats monétaires</b> (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	558,7	11,5	11,4	
+ Dépôts à vue	3 012,6	6,7	6,5	
<b>= M1</b>	<b>3 571,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,2</b>	
+ Autres dépôts monétaires	2 837,2	9,2	9,8	
<b>= M2</b>	<b>6 408,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>	
+ Instruments négociables	1 060,7	5,3	7,3	
<b>= M3</b>	<b>7 469,2</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	
<b>Crédits au secteur privé</b> (en données cvs)	8 908,6	11,1	11,3	
<b>Concours au secteur privé</b> (en données cvs)	10 329,2	11,8	11,9	
<b>France</b>				
<b>Principaux actifs monétaires</b> (c)				
Dépôts à vue	433,4	6,6	6,0	14,4
Comptes sur livret	408,1	4,0	4,6	26,1
Dépôts à terme ≤ 2 ans	61,8	19,2	17,2	4,9
Titres d'OPCVM monétaires	328,0	3,4	4,1	111,5
Titres de créances < 2 ans	92,0	40,0	60,4	67,4
<b>Crédits au secteur privé</b> (c)	<b>1 496,3</b>	<b>11,5</b>	<b>12,1</b>	<b>16,8</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 %)

	Août 2005	Juillet 2006	Août 2006
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>
Sociétés non financières	5,9	9,3	8,5
Ménages	10,2	11,9	11,8
Administrations publiques	5,1	3,3	3,3

Le taux de croissance annuel des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers s'est inscrit en très légère baisse (10,9 %, après 11,0 %) tant pour les ménages que pour les sociétés non financières. La croissance annuelle des financements de marché a fléchi (1,2 %, après 1,5 %), tandis que celle des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est quelque peu atténuée tout en restant soutenue.

## Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2005	Juillet 2006	Août 2006
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	6,0	11,0	10,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents	13,2	18,1	16,5
Financements de marché	5,8	1,5	1,2

## 2|3 L'endettement sur les marchés

Après un léger sursaut en juillet, le taux de croissance annuel des financements de marché a recommencé à baisser sous l'effet de l'augmentation des remboursements nets des sociétés non financières (-2,4 %, après -0,7 %). Le taux de croissance annuel de l'encours de la dette négociable des administrations publiques a très légèrement augmenté (2,3 %, après 2,2 %).

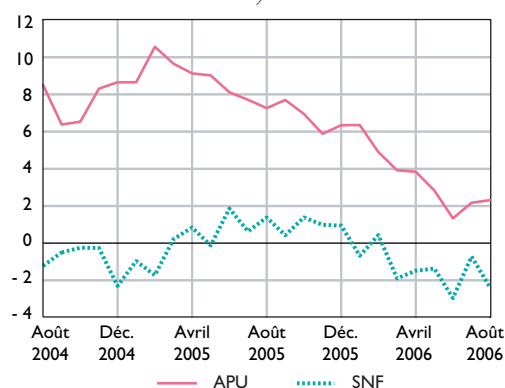
2|4 Les crédits des institutions financières monétaires<sup>1</sup>

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est renforcée en août (11,9 %, après 11,4 %).

<sup>1</sup> Y compris les crédits titrisés dans des fonds communs de créance

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

(taux de croissance annuel en %)



Cette accélération n'a concerné que les crédits au secteur privé (11,9 %, après 11,3 %). En revanche, les crédits aux administrations publiques ont marqué une décélération (11,7 %, après 12,5 %).

La croissance annuelle des concours aux ménages (hors Institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM –) s'est légèrement atténuée (11,9 %, après 12,1 %) sous l'effet du ralentissement des crédits de trésorerie (7,5 %, après 8,0 %) et, dans une moindre mesure, des crédits à l'habitat (15,4 %, après 15,5 %). La progression des crédits aux sociétés non financières est en revanche restée sur son rythme du mois précédent (10,2 %).

La progression des crédits au secteur financier s'est, pour sa part, fortement accélérée (26,2 %, après 15,3 %).

## Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2005	Juillet 2006	Août 2006
<b>Crédits des IFM (a)</b>	<b>6,8</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>
aux APU	- 8,7	12,5	11,7
au secteur privé	8,7	11,3	11,9
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	10,5	12,1	11,9
dont : Trésorerie	5,6	8,0	7,5
Habitat	13,3	15,5	15,4
Crédits des EC aux SNF	5,0	10,2	10,2
dont : Trésorerie	4,5	13,1	11,9
Investissement	5,5	9,9	10,0
Crédits des EC au secteur financier	22,3	15,3	26,2
dont : Clientèle financière	27,5	4,3	19,4
Assurances	8,5	48,7	46,5

(a) Hors crédits FCC

(b) N'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux ISBLM.

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

Le taux moyen des crédits aux ménages augmente nettement en août (5,00 %, après 4,90 %) et de manière moins prononcée pour les crédits aux sociétés non financières (4,10 %, après 4,06 %). Cette hausse affecte quasiment toutes les catégories de concours.

- Du côté des ménages, les conditions débitrices augmentent fortement pour les découverts (10,32 %, après 10,19 %) et les crédits à la consommation (6,21 %, après 6,07 %). La hausse est plus modérée pour les crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an (3,76 %, après 3,70 %) et ceux de PFIT supérieure à un an (3,85 %, après 3,80 %)

- S'agissant des crédits aux sociétés non financières, la hausse des taux concerne les crédits de PFIT supérieure ou égale à un an (4,06 %, après 3,99 %) et les découverts (4,42 %, après 4,39 %). En revanche, les taux des crédits de PFIT inférieure à un an se détendent très légèrement (3,82 %, après 3,85 %).

## 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	Juillet 2006	Août 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	7,8	8,3
OPCVM obligations	0,1	4,1	0,3	0,1
OPCVM actions	2,7	5,7	8,7	8,8
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	26,8	30,2

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

Apprécies en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont sensiblement étoffés en août. Les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM monétaires ont modérément progressé tandis que ceux concernant les titres d'OPCVM « obligations » et « actions » ont peu varié.

### ENCADRÉ 3

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

#### Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Année 2005	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin Sept. 2006
		Sept. 2005 à août 2006	Oct. 2005 à Sept. 2006	Sept. 2006	Sept. 2005 à août 2006	Oct. 2005 à Sept. 2006	Sept. 2006	
Sociétés non financières	- 14,0	- 16,0	- 14,7	- 0,1	3,3	3,3	0,0	82,5
État	39,9	24,8	22,3	5,8	65,1	62,7	5,8	615,7
Autres administrations publiques	3,5	- 7,1	- 7,1	0,0	0,3	0,2	0,0	44,3
Institutions financières monétaires	- 7,9	- 6,5	- 4,7	1,6	11,4	12,7	1,8	140,0
Institutions financières non monétaires	- 0,9	- 1,0	- 1,0	0,0	0,4	0,3	0,0	21,7
<b>Total</b>	<b>20,5</b>	<b>- 5,9</b>	<b>- 5,2</b>	<b>7,2</b>	<b>80,5</b>	<b>79,2</b>	<b>7,6</b>	<b>904,2</b>

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de septembre 2006, ont totalisé 7,6 milliards d'euros contre 300 millions d'euros le mois précédent. Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois, les émissions nettes se sont élevées à 7,2 milliards d'euros..

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires de l'Agence France Trésor ont représenté 76 % du total émis sur la place de Paris, le solde étant imputable au secteur des institutions financières monétaires. Le désendettement des sociétés non financières en titres obligataires cotés sur Euronext Paris s'est poursuivi : sur les 12 derniers mois, il s'élève à 14,7 milliards d'euros ; celui des institutions financières monétaires s'est ralenti : sur la même période, il atteint - 4,7 milliards, contre - 5,6 milliards le mois précédent.



### 3| Les marchés de capitaux

En septembre, les marchés de capitaux ont été essentiellement influencés par la confirmation du ralentissement économique aux États-Unis et le fort recul des cours des matières premières. Alors que les anticipations de politique monétaire ont été largement confortées, le mouvement de baisse des taux à long terme s'est poursuivi de part et d'autre de l'Atlantique.

Les parités de change ont peu évolué dans l'ensemble, à l'exception du yen qui, en termes réels, a atteint son plus bas niveau depuis 1985.

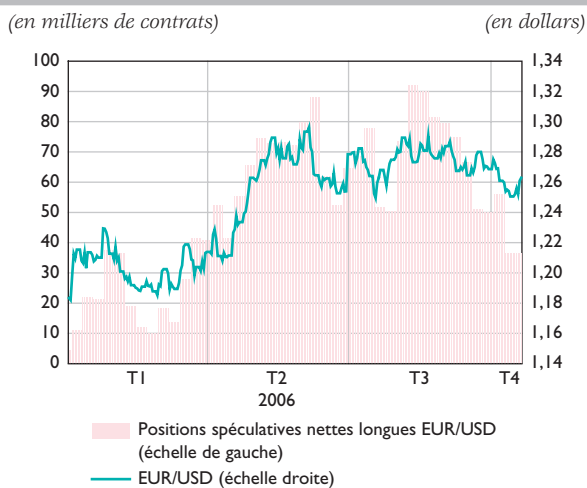
Enfin, les marchés boursiers ont affiché de bonnes performances, à l'exception des indices japonais.

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

Au cours du mois de septembre, les principaux couples de devises n'ont pas connu d'évolution marquée, le yen poursuivant néanmoins sa dépréciation. L'absence de mouvement significatif s'est traduite par une poursuite de la baisse de la volatilité implicite des principales paires de devises sur des niveaux historiquement faibles.

Le dollar s'est légèrement apprécié contre les principales devises, les données économiques publiées au cours du mois semblant montrer une

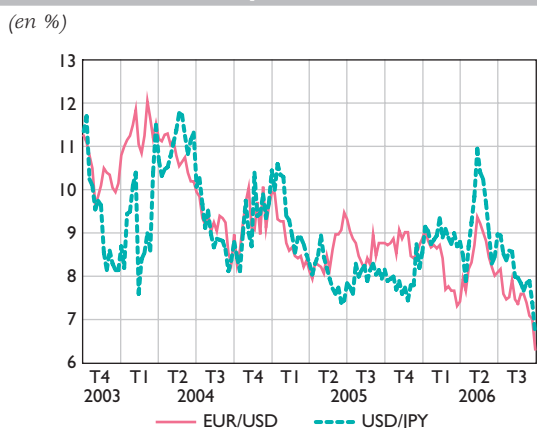
#### Cours de change de l'euro contre dollar des États-Unis



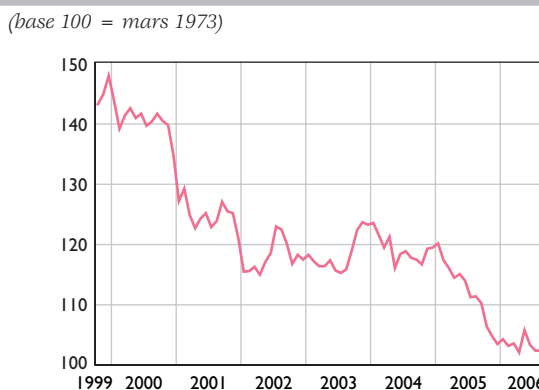
certaine résilience des indicateurs de confiance face au ralentissement de la croissance américaine. À ce titre, l'euro s'est déprécié de 1 %, à 1,2671, contre le dollar des États-Unis, évolution qui s'est poursuivie début octobre. De la même façon, les positions spéculatives sur contrats *futures* pariant sur une appréciation de l'euro par rapport au dollar se sont réduites.

L'appréciation de 0,7 % du dollar des États-Unis contre le yen, à 118,17, reflète le maintien d'un sentiment défavorable au yen. Le taux de change effectif réel du yen a atteint en septembre son plus bas niveau depuis les *Accords du Plaza* de 1985. Au-delà des explications relatives aux opérations

#### Volatilités implicites à un mois du taux de change de l'euro contre dollar des États-Unis et du dollar contre yen



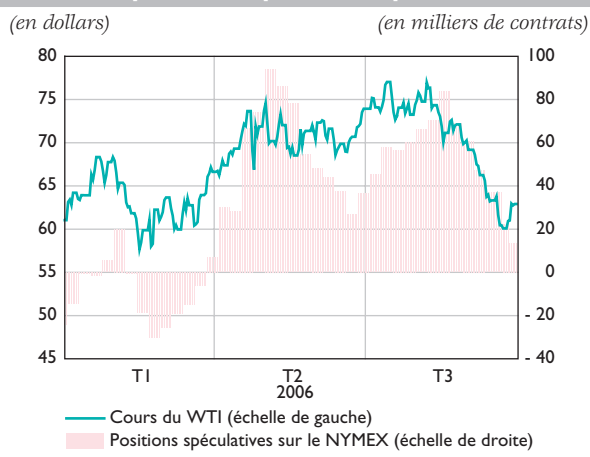
#### Taux de change effectif réel du yen contre 26 partenaires commerciaux



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



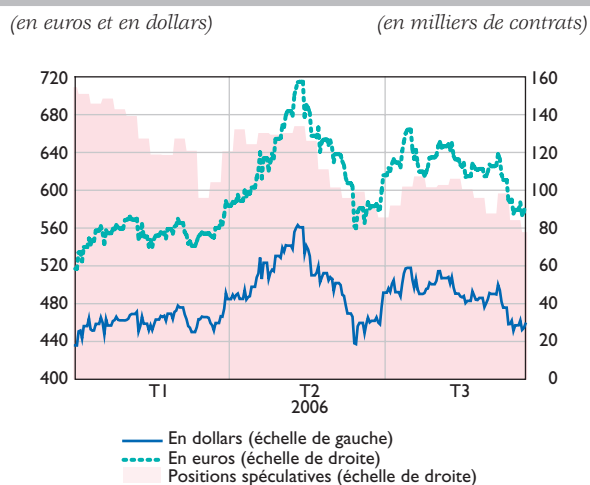
### Cours du pétrole et positions spéculatives



de *carry trades* et à la publication de données économiques japonaises décevantes, cette faiblesse semble également imputable à un moindre engouement des investisseurs étrangers pour les actifs — notamment boursiers — japonais.

Les cours du pétrole brut ont poursuivi leur recul en septembre (– 11 % pour la référence du *West Texas Intermediate*, à 62,91 dollars le baril). Le ralentissement de la croissance américaine, la hausse des niveaux de stock de pétrole par rapport à l'année passée et, de façon plus marginale, les pertes d'un fonds de pension investi dans les matières premières, ont favorisé ce mouvement. La forte diminution des positions spéculatives pariant sur une progression des cours du pétrole illustre également le changement de sentiment vis-à-vis du pétrole.

### Cours de l'or et positions spéculatives



Dans un contexte similaire de baisse des positions spéculatives longues, le prix de l'or s'est nettement déprécié (– 4,75 %, à 596,54 dollars l'once). Cette évolution s'est inscrite dans le sillage de la dépréciation des cours des matières premières et d'un relatif apaisement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

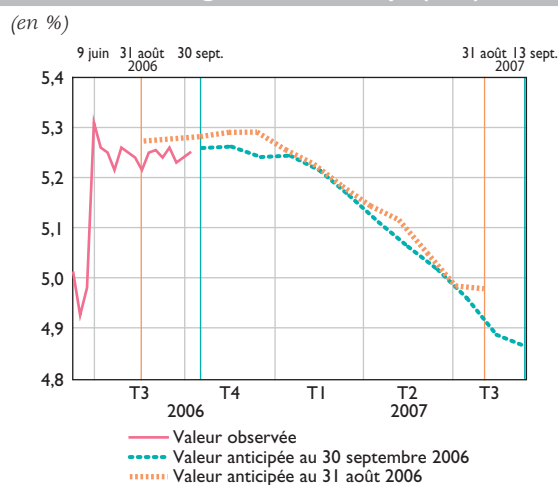
## 3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

### Confirmation des anticipations de fin de cycle de resserrement monétaire aux États-Unis

La décision du *Federal Open Market Committee*, à l'issue de sa réunion du 20 septembre, de laisser inchangé le taux des fonds fédéraux a confirmé les attentes des intervenants de marché. La confirmation d'un ralentissement de l'activité économique outre-Atlantique, accompagnée d'un léger fléchissement des taux monétaires américains (– 6 points de base sur les contrats euro-dollar à 3 mois pour les maturités mars à septembre 2007) confortaient, fin septembre, des anticipations de baisse de 25 points de base du taux des fonds fédéraux pour le mois de mai 2007, les attentes demeurant toutefois diversifiées à cet égard.

Dans le sillage des taux monétaires, les rendements obligataires se sont détendus de façon uniforme sur la courbe (– 9 points de base), la pente restant inversée (4,74 % à 2 ans, et 4,69 % à 10 ans).

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



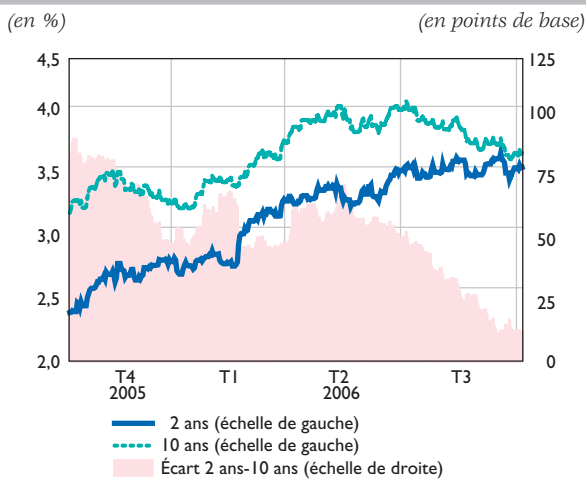
Cette baisse des rendements nominaux de long terme est entièrement imputable à la baisse des points morts d'inflation, qui ont reculé de 15 points de base sur la maturité 2015.

### Maintien des anticipations de hausse de taux et baisse des taux à long terme en zone euro

Les anticipations en matière de politique monétaire de la zone euro ont peu évolué au cours du mois de septembre, les intervenants stabilisant à la hausse leurs attentes d'un taux minimum de soumission aux appels d'offre de 3,50 % en décembre 2006. Les attentes des participants de marché ont été renforcées par la bonne orientation des indicateurs économiques et la vigilance exprimée par les membres du Conseil des gouverneurs quant aux tensions inflationnistes.

À la suite des taux monétaires, les rendements obligataires de court terme se sont tendus de 6 points de base (à 3,59 % pour le rendement à 2 ans français). *A contrario*, les rendements de long terme ont évolué en sympathie avec les taux américains, le taux à 10 ans français s'inscrivant en baisse de 5 points de base, à 3,72 %. Cet aplatissement supplémentaire de la courbe des rendements euro a, également, été alimenté par la diminution des anticipations d'inflation, les points morts d'inflation s'inscrivant en baisse de 7 points de base, à 2,06 % (maturité 2015) sur la période sous revue.

Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



### Anticipations inchangées de hausse de taux au Japon et légère hausse des taux à long terme

Conformément aux anticipations des intervenants de marché, la Banque du Japon a laissé son taux directeur inchangé, à 0,25 %, lors de sa réunion du 7 septembre. Les commentaires des banquiers centraux, comme les chiffres économiques, ont conforté les participants de marché dans leurs attentes d'un resserrement progressif de la politique monétaire, le taux implicite du contrat euro-yen à 3 mois de maturité décembre 2007 se situant à 0,92 % fin septembre.

### Stabilité des conditions relatives de financement des émetteurs émergents et privés

Les écarts de rendements entre les bons du Trésor américain et obligations souveraines émergentes ont été influencés par le relatif apaisement des tensions géopolitiques et sont, en conséquence, restés à des niveaux historiquement faibles, s'établissant à 205 points de base fin septembre (écart sur l'indice EMBI). De la même façon, les écarts de rendement entre taux sans risque et taux des obligations privées sont restés à des niveaux peu élevés (85 points de base pour les obligations des émetteurs industriels en euro notés BBB).

## 3 | 3 Les marchés boursiers

À l'exception du Japon, les marchés boursiers ont poursuivi leur appréciation, dans un contexte de faible volatilité implicite (11,98 % à fin septembre pour l'indice SP 500).

La détente du prix du pétrole, comme la résistance des indicateurs de confiance au ralentissement de l'économie américaine, ont constitué un environnement favorable.

Dans la zone euro, si l'ensemble des secteurs s'est inscrit en hausse, l'appréciation des valeurs du secteur financier, des transports et des télécommunications a été particulièrement marquée (5 % à 6 % sur la période).

### Indices boursiers

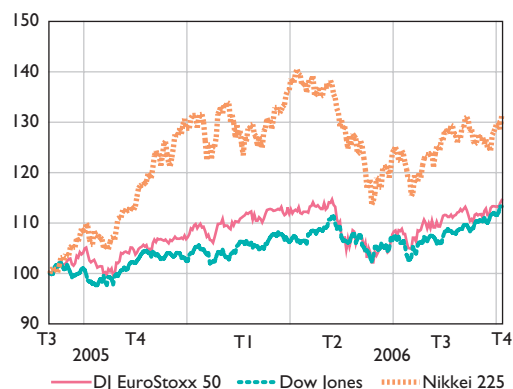
(variation en %)

	2006		
	Niveau au 30 septembre	Variation par rapport au 31 août	Variation par rapport au 2 janvier
CAC 40	5 250,01	1,65	10,41
DAX	6 004,33	2,47	10,17
EuroStoxx 50	3 551,04	0,80	5,69
FTSE	5 960,80	0,93	4,92
Nasdaq	2 258,43	3,42	0,65
Dow Jones	11 679,10	2,62	7,67
Nikkeï	16 127,58	- 0,08	- 1,43

Aux États-Unis, où la progression des marchés boursiers a été la plus forte, la hausse des secteurs de biens de consommation et automobile (- 12 % sur le mois) a permis de compenser les pertes enregistrées par les secteurs énergétiques et de matières premières. Les entreprises du secteur technologique ont également connu un mouvement favorable, l'indice Nasdaq s'appréciant de plus de 3 % sur le mois.

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

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



Sur le marché japonais enfin, la désaffection des investisseurs non résidents pour les actions japonaises, (4,2 milliards de dollars investis en actions japonaises en moyenne par mois en 2006, contre 7,7 milliards en moyenne ces deux dernières années), explique, pour une grande partie, le léger retrait de l'indice Nikkei depuis le début d'année.

#### ENCADRÉ 4

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

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

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

	2006			
	Septembre		Moyenne année	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	415,23	73,1	396,13	70,2
Pensions à taux fixe	171	30,1	171,36	30,3
Pensions à taux variable	244,23	43,0	224,77	39,8
BTAN	113,48	20,0	116,63	20,7
Pensions à taux fixe	33,59	5,9	39,49	7,0
Pensions à taux variable	79,89	14,1	77,15	13,7
BTF	38,99	6,9	51,90	9,2
Pensions à taux fixe	10,6	1,9	14,62	2,6
Pensions à taux variable	28,39	5,0	37,28	6,6
<b>Total</b>	<b>567,7</b>	<b>100,0</b>	<b>564,66</b>	<b>100,0</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>215,19</b>	<b>37,9</b>	<b>225,46</b>	<b>39,9</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>352,51</b>	<b>62,1</b>	<b>339,20</b>	<b>60,1</b>

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

(taux en %, variation en points de base)

Échéance	2006		Variation
	30 septembre	31 août	
1 mois	3,06	2,95	11
3 mois	3,27	3,10	17
6 mois	3,36	3,29	7
12 mois	3,57	3,48	9
2 ans	3,59	3,53	6
5 ans	3,63	3,63	-



<b>Désendettement et maîtrise des dépenses publiques</b>	<b>21</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères</b></li></ul>	<b>23</b>
<b>Carine BOUTHEVILLAIN</b> <i>Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision</i> <i>Service d'Études des politiques de finances publiques</i>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines</b></li></ul>	<b>37</b>
<b>Laurent PAUL</b> <b>Jeanne PAVOT</b> <i>Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision</i> <i>Service d'Études des politiques de finances publiques</i>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés</b></li></ul>	<b>57</b>
<b>Carine BOUTHEVILLAIN</b> <b>Karine HERVÉ</b> <i>Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision</i> <i>Service d'Études des politiques de finances publiques</i>	
<b>La situation des entreprises industrielles – Bilan 2005</b>	<b>61</b>
<i>Direction des Entreprises</i> <i>Observatoire des entreprises</i>	
<b>Le coût du crédit aux entreprises</b>	<b>67</b>
<i>Direction des Études et Statistiques monétaires</i> <i>Service des Analyses et Statistiques monétaires</i>	



# Désendettement et maîtrise des dépenses publiques

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service d'Études des politiques de finances publiques*

Les niveaux de dette publique enregistrés dans les grands pays développés sont historiquement élevés pour une période de paix. D'après l'Organisation pour la Coopération et le développement – OCDE, les engagements financiers bruts des administrations publiques atteignaient 64,1 % du Produit intérieur brut aux États-Unis, 77,5 % pour la zone euro et 175,2 % au Japon à la fin de 2005. Cet endettement croissant a, notamment, pour origine un usage intensif des politiques budgétaires pour réguler le cycle économique qui a entraîné un creusement des déficits publics sans se traduire par une accélération du PIB suffisante pour réduire les déficits au point de permettre une baisse des ratios d'endettement public.

Appréciée par les soldes publics en points de PIB, la situation des finances publiques marque une certaine amélioration sur la période récente à la faveur de l'accélération de l'activité économique et de politiques budgétaires plus vertueuses. Mais cette amélioration reste insuffisante pour permettre à elle seule une baisse d'ampleur significative des ratios d'endettement et la question de la soutenabilité des dettes publiques demeure entière. En effet, dans la plupart des pays développés, le vieillissement de la population va peser négativement à l'avenir sur le potentiel de croissance tout en générant des pressions à la hausse sur les dépenses publiques. Par ailleurs, si le poids de la charge de la dette a pu être minoré sur la période récente, sous l'effet du bas niveau des taux d'intérêt, il n'est pas certain que cette situation perdure et un durcissement des conditions de financement réduirait les marges de manoeuvre de la politique budgétaire dans les pays supportant un endettement élevé. Or, la voie de la monétisation qui, dans le passé, avait permis de réduire rapidement les ratios de dette est désormais écartée dans des économies totalement ouvertes sur l'extérieur et qui ont fait le choix de la stabilité monétaire. Par ailleurs, la diminution mécanique des ratios de dette grâce au dynamisme de l'activité semble inaccessible, du moins à court terme.

Pour éviter la poursuite d'une dynamique à terme insoutenable de l'endettement public, il apparaît primordial de mettre en place des stratégies de désendettement qui passent à la fois par une hausse du

potentiel de croissance de l'économie et la constitution d'excédents budgétaires primaires durables. Compte tenu du niveau déjà élevé des prélèvements obligatoires et du contexte de concurrence fiscale, l'ajustement budgétaire devrait prioritairement s'opérer par le biais d'une maîtrise des dépenses publiques.

Certains pays (Canada, Espagne, Suède et Finlande) confrontés à des déséquilibres importants de leurs finances publiques ont procédé avec succès à de tels ajustements. Il ressort de leur exemple que l'effort de consolidation doit être de grande ampleur et passer par une baisse significative du poids des dépenses primaires courantes dans le PIB pour être jugé crédible par les agents économiques. En outre, il doit être accompagné de réformes structurelles touchant les marchés des biens et du travail et le fonctionnement des administrations publiques.

Le processus de consolidation peut utilement être encadré par l'instauration de règles budgétaires déclinées au niveau national et visant à contrôler le comportement des autorités publiques. Ainsi, la réforme du Pacte de stabilité et de croissance adoptée par le Conseil européen en mars 2005 encourage les pays membres de l'Union économique et monétaire à mettre en œuvre des mécanismes de contrôle de la croissance de leurs dépenses publiques, en complément de la discipline budgétaire commune qui vise au respect des seuils de déficit et de dette publique fixés par le Traité. Ce cadre, éventuellement conforté par une réforme des mécanismes de gouvernance, permet également de donner de la lisibilité aux acteurs économiques en garantissant une stabilité des règles et orientations budgétaires indépendamment des alternances politiques.

Enfin, le succès d'une stratégie de désendettement dépend, en dernier ressort, du consensus national sur la nécessité de sa mise en œuvre et il est donc très important que les gouvernements communiquent auprès de la population sur les enjeux de la politique budgétaire. Ainsi, en France, le rapport Pébereau, publié en décembre 2005, a facilité une prise de conscience sur les dangers de poursuivre la dynamique de hausse de la dette enregistrée depuis 1980.





# Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères

**Carine BOUTHEVILLAIN**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service d'Études des politiques de finances publiques*

*Les voies qui avaient permis dans le passé de réduire rapidement les ratios de dette de nombreux pays, en particulier la monétisation, ne peuvent plus être utilisés aujourd'hui. La seule solution structurelle consiste à mettre en œuvre des réformes permettant de dégager, à terme, des excédents budgétaires primaires. Or, le contexte de concurrence fiscale qui prévaut en Europe et la présence de taux de prélèvements obligatoires déjà élevés imposent d'orienter l'ajustement budgétaire, principalement du côté de la maîtrise des dépenses.*

*Plusieurs pays, confrontés à des situations analogues, ont procédé, sur les deux dernières décennies, à des réformes d'ampleur et ont montré ainsi que le retour vers un état soutenable de leurs finances publiques était possible. L'analyse de quelques exemples étrangers représentatifs (Canada, Espagne, Finlande et Suède) permet de montrer les points communs des processus d'ajustement passés et d'en tirer des enseignements sur les stratégies qui semblent les mieux adaptées au contexte actuel d'autres pays comme la France.*

*Il en ressort qu'un ajustement budgétaire doit être de grande ampleur, accompagné d'autres réformes structurelles touchant, par exemple, à l'aménagement du marché du travail ou à l'organisation des institutions. Il doit faire l'objet d'un fort consensus national et être encadré par des règles de comportement des autorités publiques. En particulier, ces règles doivent empêcher l'utilisation asymétrique de la politique budgétaire et permettre le strict contrôle des engagements de l'État à court et moyen termes.*

*En 2005, le niveau d'endettement de la France n'était pas encore critique, mais sa dynamique était préoccupante. Sachant qu'il est d'autant plus difficile de procéder à un ajustement que l'effort à fournir est important, les exemples d'expériences étrangères réussies encouragent la France à entrer rapidement dans la voie du désendettement public et des réformes nécessaires pour y parvenir.*

Mots clés : Dette publique, dépenses publiques, consolidation budgétaire

Codes JEL : H5, H6

NB : Les données utilisées dans cet article sont, sauf mention contraire, celles de l'OCDE (juillet 2006). La dette publique brute présentée dans les graphiques correspond au total des engagements financiers des administrations publiques. Elle ne comprend que la dette certaine et n'intègre pas les engagements implicites (retraite, etc) et conditionnels (garanties données par l'administration). Elle est évaluée en valeur de marché au sens de la comptabilité nationale et non en valeur nominale comme la dette au sens de Maastricht.

La question préoccupante de la dynamique de la dette publique n'est pas nouvelle : dès 1984, Jacques de Larosière, à l'époque directeur général du Fonds monétaire international, attirait l'attention des économistes sur les difficultés qui pourraient naître de la progression excessive de la dette publique française<sup>1</sup>. En effet, le ratio de dette (au sens de Maastricht) avait alors progressé de 8 points de PIB en 4 ans pour atteindre près de 30 %. Presque vingt ans plus tard, en 2003, il a franchi le seuil symbolique de 60 % et a continué d'augmenter ensuite. Le rapport Pébereau en a récemment (décembre 2005) proposé un diagnostic détaillé. Dans le passé, la France, comme d'autres pays industrialisés, a déjà connu des situations plus alarmantes, mais jamais en période de paix et de stabilité institutionnelle. Le contexte français actuel combine une politique monétaire centralisée au niveau européen, des taux d'intérêt historiquement bas, une croissance économique modérée, un taux de prélèvements obligatoires élevé et un niveau de dépenses publiques déjà important et sujet à de fortes pressions à la hausse, du fait du vieillissement de la population. Cela rend à la fois indispensable et malaisée la réforme d'un système dont la soutenabilité<sup>2</sup> à moyen terme semble compromise. Plusieurs pays, confrontés à des situations analogues, ont procédé à des réformes d'ampleur et ont montré ainsi que le retour vers un état soutenable de leurs finances publiques était possible. Après avoir mis en lumière les risques associés à un excès d'endettement public, cette étude s'efforcera d'analyser quelques expériences étrangères représentatives et d'en tirer des enseignements sur les stratégies qui semblent les mieux adaptées au contexte actuel<sup>3</sup>.

## I| Endettement public : les vertus de la modération et les risques de l'excès

Il existe une importante littérature sur la question de la dette publique, en particulier quant à son impact sur d'autres variables économiques, telles que le

niveau des taux d'intérêt, l'emploi ou la croissance potentielle. Il est difficile de faire émerger de ces recherches, tant empiriques que théoriques, des réponses claires sur le niveau de dette ou de ratio de dette (dette/PIB) susceptible de signaler l'entrée dans une situation problématique<sup>4</sup>.

Plusieurs types d'arguments justifient le recours à la dette publique : elle permet de financer des actifs publics productifs, d'offrir des titres peu risqués sur les marchés financiers ou de relancer l'activité lors d'une phase négative du cycle économique (cf. 1|1). Ces justifications valident le financement de mesures transitoires de relance ou de dépenses dites productives. Mais d'autres arguments montrent les dangers importants d'un ratio de dette croissant qui ne trouve pas de contrepartie dans la croissance et l'emploi de moyen terme (cf. 1|2).

### I| Quel objectif de long terme faut-il viser pour la dette publique ?

Un ensemble d'arguments peut justifier le recours à l'endettement public pour financer les dépenses. Le principal s'appuie sur l'idée développée par Barro (1974) selon laquelle la dette agit comme un impôt différé, ce qui permet de reporter dans le temps le financement de dépenses publiques exceptionnelles (en particulier celles liées à un choc exogène, comme ce fut notamment le cas en temps de guerre). En stabilisant la charge fiscale malgré les fortes fluctuations des dépenses, le revenu disponible, et donc la consommation des agents privés, sont lissés. Dans cette logique, on peut d'ailleurs se demander si le choc démographique lié au vieillissement des générations du *baby boom* peut s'analyser comme un choc ponctuel qui justifierait des niveaux de dette, transitoirement supérieurs mais soutenables, financés par la croissance future et les générations à venir (principe de mutualisation intergénérationnelle des risques proposé par Masson (2002)).

Par ailleurs, l'endettement peut servir à rapprocher dans le temps la charge fiscale associée à une dépense et les bénéfices que les contribuables tireront de

1 Discours au Congrès de l'institut international de finances publiques, Innsbruck, Autriche. Cité dans Chalk et Tanzi (2000). Voir aussi Larosière (1985).

2 Une politique budgétaire est dite soutenable si le niveau de dette accumulée à une date « T » peut être couvert sans changement majeur de politique par les surplus budgétaires escomptés dans l'avenir.

3 En mettant l'accent sur les stratégies de désendettement public, cet article laisse de côté plusieurs questions néanmoins importantes pour la politique budgétaire : le problème de la définition et de la mesure de la dette publique, les difficultés liées à sa gestion active, les questions de détermination d'une dette optimale, du policy-mix et de l'impact d'une consolidation budgétaire sur la croissance, enfin les problèmes liés aux questions institutionnelles dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance et aux déséquilibres mondiaux.

4 Voir Aiyagari et McGrattan (1998) sur la justification du choix du seuil critique de dette dans le Traité de Maastricht.

celle-ci (principe de bénéfice inter-générationnel, Boadway (2004)). Ainsi, lorsqu'une dépense produit des bénéfices dans le long terme, son financement peut être étalé sur la période pendant laquelle ces bénéfices apparaissent, éventuellement sur plusieurs générations. Dans cette logique, la dette ne doit financer que des dépenses à fort potentiel, productives à moyen-long terme (investissement en infrastructures, éducation, recherche, nouvelles technologies, soutien à l'innovation...) et non des dépenses courantes.

L'endettement permet également, dans une logique keynésienne et avec toutes les limites de ce type de politiques en économie ouverte, de stimuler l'économie en période de creux conjoncturel en reportant le financement de la relance après la reprise grâce aux surplus dégagés. Ainsi, la dette publique peut agir comme un stimulant de la consommation auprès de ménages qui subissent une contrainte de liquidité ou dont la préférence pour le présent est suffisamment forte pour leur faire préférer une baisse d'impôt aujourd'hui suivie d'une hausse dans le futur à un lissage de leur charge fiscale. Si le moment où les prélèvements sont effectués n'est pas neutre (hypothèse non ricardienne), alors le recours au déficit pour financer les dépenses aura un impact sur l'activité économique réelle, par le jeu habituel du multiplicateur keynésien. Toutefois, cette stratégie ne vaut que si l'on peut s'assurer que la dette se réduira d'autant de manière symétrique en période d'expansion. En pratique, les politiques budgétaires des pays aujourd'hui fortement endettés ont eu tendance à être contra-cycliques en période de ralentissement d'activité, mais aussi à devenir plus pro-cycliques en phase de reprise.

L'endettement public peut également permettre de redistribuer la richesse en procédant à des transferts entre générations (équité inter-générationnelle). Ce principe s'applique par exemple aux dépenses de retraite.

Artus (2000), dans le prolongement de Diamond (1965), considère qu'il existe un arbitrage entre détention de titres publics et privés par les agents économiques. Ainsi, en économie fermée et à comportement d'épargne inchangé, en cas de réduction excessive de la dette publique, l'essentiel de l'épargne va être investie en capital productif. Celui-ci devient alors trop important. On s'oriente alors vers une sur-accumulation du capital privé

qui a pour inconvénient de rendre celui-ci trop peu rentable. La coexistence d'une dette publique et privée est donc souhaitable et cela même dans le cas où la frontière public/privé se déforme. En effet, si certains investissements peuvent être réalisés par un secteur ou l'autre ou encore de façon mixte (comme dans le cas des partenariats public-privé – PPP), la séparation entre les investissements des deux secteurs reste forte, notamment en raison de problèmes liés aux externalités et à la forme des rendements. La même analyse s'étend au cas d'une économie ouverte, dans laquelle l'arbitrage entre dette publique et dette émise par les agents du secteur privé concerne, à la fois, les épargnants nationaux et les investisseurs étrangers.

Par ailleurs, la dette publique est utile au bon fonctionnement des marchés financiers. En effet, les titres de dette publique peuvent servir de référence pour les opérateurs de marché car ce sont des titres au rendement faible, mais défini, et au risque le plus bas. De fait, la banque centrale peut les mobiliser pour garantir ses refinancements aux banques. Ils constituent également un « *benchmark* » pour les actifs à forte sécurité, dès lors que le risque de défaut est quasiment nul pour les titres obligataires émis par les pays développés.

Enfin, il peut être utile de disposer de titres publics afin d'enrichir les possibilités de diversification des portefeuilles des épargnants en autorisant un risque moyen relativement bas pour des produits d'épargne combinés. Le choix entre dette publique (peu risquée et à rendement faible) et dette privée (risques spécifiques liés à la croissance et à la profitabilité) est nécessaire au bon fonctionnement des marchés. En effet, le secteur privé a besoin de détenir des titres peu risqués pour des raisons de sécurité, notamment quand il s'agit de constituer une épargne de précaution ou de répondre à la demande d'institutions qui gèrent de l'épargne à long terme (gestionnaires d'actifs, assurance-vie, fonds de pension). De plus, la dette publique participe au développement d'innovations sur les marchés financiers en étant souvent précurseur de nouveaux instruments (zéro coupon, emprunts à très long terme, titres soumis à différents modes d'indexation...).

L'ensemble des arguments ci-dessus milite en faveur de l'existence d'une dette publique positive, mais de niveau soutenable. Aucun fondement économique ne justifie la disparition complète de la dette

publique, tant d'un point de vue macroéconomique que financier. Mais, aucun consensus ne se dégage dans la littérature économique pour définir le niveau optimal de dette. En particulier, les indicateurs de soutenabilité permettent seulement de déterminer les conditions qui permettent d'éviter les risques associés à une dette excessive et croissante. Le niveau de dette soutenable dépend, notamment, des choix nationaux en matière de protection sociale et des perspectives de croissance d'un pays. Enfin, rien ne permet non plus d'affirmer que ce niveau doit être constant dans le temps. La modification de la structure par âge d'une population, par exemple son vieillissement, peut exiger un besoin de dette soutenable de niveau différent ou variable.

Au-delà des difficultés associées à la détermination d'un niveau optimal d'endettement public, les dangers d'une dette insuffisante sont contrebalancés par ceux d'un endettement excessif. Or, ce sont ces risques qui ont prévalu au cours des dernières années dans beaucoup de pays industrialisés. En effet, ceux-ci ont eu tendance à résoudre des problèmes structurels croissants en ayant recours à un financement de leurs dépenses courantes par la voie des déficits publics, négligeant l'influence probable de ce choix sur le niveau des taux d'intérêt réels et/ou sur les perspectives de croissance (Wierdsma, 2005).

## 1|2 Un endettement public excessif est porteur de risques économiques et financiers majeurs

Si le seuil de non-soutenabilité de la dette publique semble difficile à estimer, il est certain en revanche qu'une augmentation indéfinie du ratio de dette n'est pas soutenable. En effet, les risques associés à un endettement incontrôlé sont nombreux.

Le risque le plus fréquemment évoqué est celui de l'effet « boule de neige » qui, lorsqu'il se déclenche, produit un effet d'auto-alimentation de la dette résultant à la fois des déficits successifs antérieurs et de la dynamique cumulative de la charge d'intérêts qu'ils suscitent. Tant que le taux de croissance du PIB excède le taux d'intérêt apparent sur la dette, le ratio de dette peut être stabilisé, même en présence d'un solde public primaire négatif. En revanche, quand le taux de croissance du PIB est inférieur au taux apparent sur la dette, seul un excédent primaire peut permettre de stabiliser le ratio de dette. Ainsi, quand

la dette publique est élevée, il faut, pour respecter la contrainte de solvabilité, soit que la croissance du PIB soit supérieure au taux d'intérêt apparent (ce qui peut se révéler une condition relativement exigeante dès lors que la charge de la dette est elle-même élevée), soit que l'excédent primaire soit significatif. Si la dette s'accroît, l'augmentation du solde primaire peut s'obtenir soit par augmentation de la pression fiscale, soit par réduction des dépenses publiques. Or, lorsque le taux de prélèvements obligatoires est déjà élevé et que la plupart des dépenses publiques sont, par nature, peu flexibles, du moins à court terme (transferts sociaux, salaires, retraites), le risque est important que l'effort de réduction soit porté sur les dépenses les plus favorables à la croissance (infrastructures, recherche et développement, éducation supérieure, soutien de l'innovation, actions de développement du capital humain). En conséquence, les actions susceptibles de faire contrepoids à l'effet boule de neige, si elles ne sont pas correctement calibrées, peuvent réduire la croissance potentielle et, de ce fait, alimenter le phénomène initial. Ainsi, une hausse de la dette (par augmentation des déficits publics) peut stimuler la consommation privée à court terme en remettant les impôts à plus tard, mais elle risque de conduire à une baisse de croissance potentielle en longue période, si cette hausse de la dette n'est pas rapidement compensée par une baisse équivalente. À l'inverse, réduire la dette publique peut présenter un certain coût à court terme (réduction de la consommation), mais offrir des perspectives plus favorables à long terme. Ainsi, l'inversion de la spirale de l'effet boule de neige semble vertueuse, mais ne peut provenir que de l'assainissement durable des finances publiques dans le respect des perspectives de croissance à moyen terme.

Outre les difficultés de moyen terme, une dette excessive induit des pertes de marge de manoeuvre pour mener une politique conjoncturelle à court terme. Plus le ratio de dette est élevé, plus la part de la charge de la dette dans les dépenses est élevée et moins l'État peut jouer son rôle de stabilisateur à court terme, notamment en cas de récession.

Un autre risque peut exister lorsque la dette est excessive et que la fiscalité est utilisée pour tenter de limiter les déficits primaires, soit pour obtenir des revenus supplémentaires, soit pour modifier les arbitrages des agents contribuables afin, par exemple, de soutenir la croissance : celui des distorsions fiscales. S'il est clair qu'à long terme

le principe d'équivalence fiscale prévaut, à court terme ce n'est pas le cas. Une modification de la fiscalité, même à rendement global équivalent, va modifier le comportement des agents économiques qui réagissent aux changements de prix relatifs. Ainsi, une hausse de la fiscalité indirecte compensée par une baisse de l'impôt sur le travail ne serait pas neutre pour le marché du travail. D'une part, une telle modification peut entraîner un ajustement de l'offre ou de la demande de travail, mais elle peut aussi déclencher des phénomènes nuisibles à l'économie comme l'évasion fiscale, l'érosion de l'assiette fiscale ou les délocalisations.

La dette excessive peut également créer un problème d'équité inter-générationnelle. Lorsque l'on reporte le fardeau des dépenses courantes (non productives à moyen terme) sur les générations futures de contribuables, on différencie les agents bénéficiaires de la dépense et ceux qui vont la financer. Il n'y a équité que lorsque le report de financement se justifie par le fait que la dépense engagée engendrera des bénéfices étalés dans le temps et dont les générations futures profiteront. Dans la même logique, la dette excessive pose également un problème de justice sociale. En effet, le paiement d'intérêts par les administrations publiques se fait au profit des détenteurs de la dette, c'est-à-dire d'épargnants, ce qui peut avoir pour conséquence de créer ou d'aggraver les écarts entre les revenus du travail et ceux du capital.

Le dernier type de risques associés à la dette excessive concerne les marchés financiers. Accumuler de la dette, c'est-à-dire décaler les impôts à plus tard crée une incertitude sur les marchés qui s'interrogent sur la stratégie grâce à laquelle les pouvoirs publics pourront s'acquitter finalement de cette dette. Une telle incertitude peut inciter les créanciers à exiger une prime de risque plus élevée pour continuer de prêter aux administrations publiques. Cette rémunération supplémentaire permet également de s'assurer face aux risques qui pèsent sur les conditions fiscales futures et sur la nature et le niveau des services publics disponibles à l'avenir. Dans des cas extrêmes, la spirale de l'endettement peut conduire, certes rarement dans les pays industrialisés, au risque de défaut de paiement. Dans ce cas, la méfiance des marchés vis-à-vis des titres publics émis en grand nombre fait augmenter le taux d'intérêt (prime de risque) renforçant ainsi le cercle vicieux par l'effet boule de neige. Dans une forme moins radicale que le strict défaut de paiement, l'incertitude croissante

sur la fiabilité de certains titres publics se matérialise dans les cotes de crédit octroyées par les agences de notation globale, lesquelles peuvent être à l'origine d'un rétrécissement du marché potentiel des acheteurs de titres publics après un déclassement (par exemple, l'Italie est passée de « AA- » à « A+ » chez Standard and Poor's le 20 octobre 2006). Dans un ensemble de pays partageant la même monnaie, comme la zone euro, l'augmentation des taux liée à la prime de risque d'un pays peut se diffuser en partie sur les autres pays et créer ainsi des externalités défavorables.

### 1|3 Endettement public excessif et croissant : comment en sortir ?

Lorsqu'un endettement public excessif et croissant s'est malgré tout accumulé, un gouvernement peut mettre en place, en théorie, d'un ensemble important de dispositifs lui permettant de sortir de cette situation. Toutefois, en pratique, peu de voies sont à la fois réalisables et efficaces dans le contexte actuel.

- La voie privilégiée dans le passé est l'inflation, conséquence du financement monétaire de la dette. Toutes choses égales par ailleurs, une hausse de l'inflation érode une part de la dette à moyen terme et augmente le seigneurage. Le taux d'intérêt réel diminue, voire devient négatif, et cela permet par monétisation (création monétaire destinée à financer les dépenses publiques) d'absorber une part importante de la dette. Cette voie, observée par exemple en France dans l'entre-deux guerres, est désormais exclue, du moins en Europe, du fait du contrôle de l'inflation par des banques centrales indépendantes.
- Une autre pratique courante, principalement dans les pays en développement aujourd'hui, mais également dans les pays industrialisés dans le passé, est celle de la répudiation de la dette. Le risque de perte de confiance et de crédibilité est majeur et la période pendant laquelle le gouvernement trouve difficilement des prêteurs peut s'avérer longue (dix ans dans le cas du « *conversione forzosa* » de 1928 en Italie). Par ailleurs, la répudiation transfère la charge de la dette uniquement sur les détenteurs de dette subsistants ce qui pose un problème d'équité au sein de la population. Enfin, faute de changement structurel dans la nature et la structure des recettes et dépenses, le gonflement de la dette recommence appelant de nouveaux ajustements.



- Certains pays ont fait le choix de réduire leur dette par recours à une taxe unique et ponctuelle sur le revenu ou sur le capital (ceci a été utilisé par plusieurs pays, dont la France en 1924 qui, à la suite de la première guerre mondiale, porte le taux supérieur de l'impôt sur le revenu à 90 % pour les couples sans enfant). Les risques sont alors semblables à ceux de la répudiation à ceci près que le poids de la dette est réparti sur une population plus large.
- Dans une logique voisine, une réduction de dette peut être obtenue en consacrant des recettes exceptionnelles à cette fin. C'est le cas par exemple de recettes de privatisations ou du produit des ventes de certains actifs du gouvernement. Cette solution peut permettre d'impulser une politique de réduction de l'endettement en produisant un effet immédiat et visible avant d'engager une réforme des facteurs qui ont généré la dérive des comptes publics et compléter ou se substituer à des formes plus traditionnelles de financement. En plus de la dégradation du bilan de l'État, cette politique trouve ses limites dans le fait que le stock d'actifs éligibles à la privatisation n'est pas illimité. Enfin, comme dans les cas précédents, cette méthode n'a aucun impact sur les causes initiales de l'endettement excessif qui risque de réapparaître à moyen terme.
- La gestion active de la dette peut, également, participer à la réduction de l'endettement en optimisant la structure et la nature des titres. Cependant, les gains susceptibles d'être réalisés demeurent limités et ne peuvent réussir à eux seuls à inverser une dynamique cumulative de la charge de la dette.
- Le plus sûr moyen de réduire le ratio d'endettement est certainement d'augmenter la croissance économique. À court terme, les conséquences sont immédiates sur un plan comptable (le dénominateur plus élevé fait diminuer le ratio à numérateur constant), mais aussi sur le plan économique puisqu'une hausse du produit national implique moins de dépenses publiques, notamment sociales, et plus de recettes grâce au dynamisme des assiettes budgétaires. Le problème réside dans les grandes difficultés qu'un pays peut rencontrer pour augmenter, même à moyen terme, sa croissance (potentielle) de façon non négligeable. Il est clair qu'un contrôle des finances publiques ne nuit pas nécessairement à la croissance à moyen terme et, pour certains, peut même être une condition nécessaire, mais pas suffisante, à son rebond. En conséquence, une baisse du ratio de

dette par des réformes structurelles conduisant à des baisses de dépenses publiques, moyennant un éventuel coût transitoire, est une condition nécessaire et/ou suffisante pour relancer l'activité. Toutefois, les estimations statistiques du lien entre variables de finances publiques et croissance sont fragiles (Easterly et Rebelo, 1993).

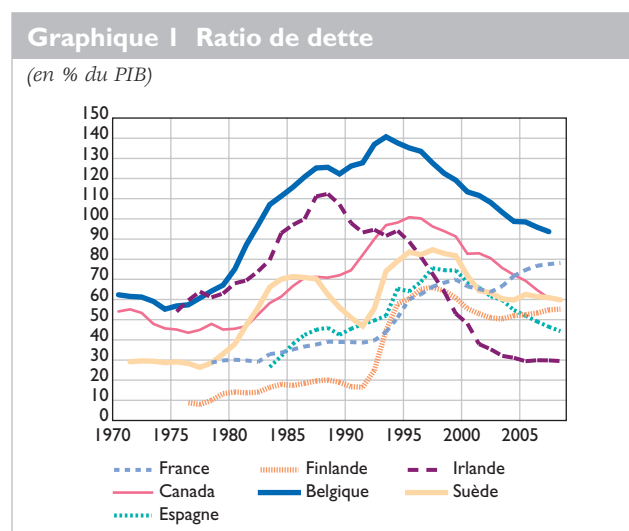
- L'action directe sur les déficits primaires semble être la voie la plus souvent incontournable pour réduire l'endettement public. Une baisse du déficit primaire appelle une augmentation des impôts ou une amélioration de leur perception et/ou une réduction des dépenses publiques, si possible en optimisant leur efficacité. Mais, comme énoncé plus haut, cela comporte des coûts politiques et économiques. De même, la réduction des dépenses publiques ne doit pas grever la croissance potentielle à moyen terme. De fait, les dépenses publiques réputées productives (recherche et développement, éducation supérieure, soutien aux entreprises innovantes ou de haute technologie, investissement en infrastructures...) doivent être préservées. Si l'on considère que les effets ricardiens ne sont pas dominants, le gouvernement et les populations doivent être prêts à faire l'expérience d'une sorte de courbe en J : dans un premier temps, la compression des dépenses n'a pas d'effet visible sur la dette et peut conduire à un ralentissement transitoire de la croissance. Il faut attendre que la réduction des déficits produise une dynamique favorable de la dette qui permette de dégager des marges de manœuvre pour que les effets favorables sur la croissance apparaissent.

Avant d'analyser quelques exemples de pays qui ont réussi à mener à bien leur stratégie de désendettement public, il est utile de revenir sur les facteurs qui ont contribué à la montée en charge des ratios de dette.

## 2| Dettes publiques excessives : histoire et état des lieux

Depuis le début des années soixante-dix, on assiste à une montée tendancielle et durable des niveaux d'endettement public sans lien avec un conflit militaire ou un choc économique majeur (cf. graphique 1).

Les facteurs à l'origine de la dégradation des comptes publics depuis 1973 sont multiples. En premier lieu, la structure des dépenses des États s'est radicalement



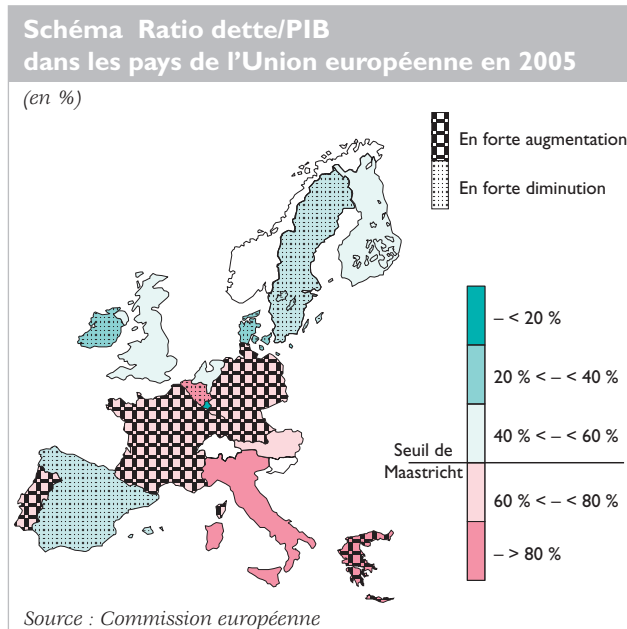
transformée, notamment en raison des demandes d'interventionnisme croissant, tant pour assurer une régulation keynésienne de l'économie que pour organiser la redistribution entre les agents. Les dépenses liées aux questions sociales (transferts liés à la santé, aux pensions, au soutien aux bas salaires...) ont progressé bien plus que les dépenses régaliennes (police, défense, justice...) n'ont diminué (Schuknecht et Tanzi, 2003). De plus, l'élargissement du secteur public a entraîné la hausse de dépenses courantes (emploi public, salaires...). Seules les dépenses d'investissement, de subventions et de transferts en capitaux ont reculé, tant en termes de poids dans le PIB que de proportion du total des dépenses publiques, alors même que le développement de nouveaux besoins aurait pu les pousser à la hausse (subventions aux entreprises innovantes, protection de l'environnement, recherche et développement, éducation, infrastructures...) (Wierds, 2005).

Dans un premier temps, ces déformations structurelles se sont révélées indolores sur le plan budgétaire, en raison de la présence d'épisodes de forte inflation non anticipée. Des taux d'intérêt réels bas, voire négatifs, ont alors contribué à contenir la progression de la dette. Cependant, à partir du début des années quatre-vingt, le contrôle (donc la bonne anticipation) et la réduction de l'inflation ainsi que le net ralentissement de la croissance ont révélé les déséquilibres latents. En effet, quand l'inflation est correctement anticipée, elle se répercute dans les taux d'intérêt nominaux et perd son rôle d'érosion de la valeur réelle de la dette publique.

Par ailleurs, les recettes publiques, malgré une pression fiscale accrue, mais limitée par les questions de concurrence fiscale, ont souffert de la faible progression des assiettes et se sont révélées insuffisantes pour assurer le financement de la montée en charge du système de protection sociale. De nombreux pays se sont trouvés confrontés à des déficits publics répétés et croissants, alors même que, pour éviter un effet boule de neige produit par des taux d'intérêt réels désormais nettement supérieurs à la croissance, il aurait fallu, au contraire, réaliser des excédents primaires. Pourtant, si presque tous les pays ont vu au cours de cette période s'inverser le signe de l'écart entre taux apparent sur la dette et croissance du PIB, tous n'ont pas réagi en mettant en œuvre des réformes permettant d'augmenter ou de rétablir des excédents primaires durables. Certains comme le Canada, l'Espagne, la Suède ou la Belgique ont assaini leurs finances publiques, mais d'autres (France, Allemagne, Grèce...) n'ont pas (encore) engagé de larges consolidations budgétaires (cf. graphiques 1 et 2).

La consolidation des finances publiques passe le plus souvent par une réforme des transferts aux agents privés. En effet, les systèmes de protection sociale mis en place dans l'après-guerre, à un moment où les taux de croissance étaient élevés, se sont révélés difficiles voire impossibles à financer avec des taux de croissance du PIB nettement plus faibles et des caractéristiques sociologiques différentes des années cinquante (durée de vie, temps de travail, âge et structure par âge de la population). L'extension de ces systèmes à l'ensemble de la population et le caractère irréversible de dépenses, souvent considérées comme des acquis sociaux indépendants du contexte conjoncturel, induisent un coût politique et social extrêmement élevé aux tentatives de réduction. Ainsi, partant de situations initiales relativement proches dans les années soixante-dix, les pays industrialisés se trouvent aujourd'hui dans des conditions budgétaires très contrastées.

Les expériences de plusieurs pays montrent qu'une action est possible pour réduire durablement le ratio de dette sans dégrader fortement le niveau de service public rendu à la population. Ainsi, en 2005, se côtoient des pays comme la Finlande et l'Espagne, qui ont réussi à ramener leur ratio de dette publique largement sous le seuil de 60 % et continuent de le réduire, et d'autres pays comme la France, l'Allemagne ou la Grèce dont



le ratio de dette est à la fois plus élevé et toujours en augmentation jusqu'en 2005 (cf. schéma).

### 3| Les enseignements des expériences étrangères

Plusieurs exemples étrangers sont riches d'enseignements en matière de stratégie de désendettement public. Nous analyserons, en particulier, le Canada, l'Espagne, la Suède et la Finlande (cf. 3|1). Une synthèse de ces enseignements permet d'illustrer les caractéristiques essentielles d'une consolidation budgétaire réussie (cf. 3|2).

#### 3|1 Quelques exemples d'expériences réussies

Depuis le milieu des années quatre-vingt pour les premiers d'entre eux et le début des années quatre-vingt-dix pour d'autres, beaucoup de pays se sont engagés dans la voie du désendettement public en concentrant les réformes sur le contrôle des soldes publics et, en particulier, des dépenses (cf. tableau 1).

#### Canada : audit exhaustif des dépenses publiques

Au début des années quatre-vingt-dix, le Canada a fait face à une crise profonde qui a fait apparaître de façon évidente le déséquilibre budgétaire resté latent jusque-là. La dette totale a dépassé 100 % du PIB en 1995, dont les trois quarts imputables aux finances fédérales. La structure et le niveau des dépenses publiques se sont révélés insoutenables dans un contexte de faible croissance et de taux d'intérêt élevés. La population et les gouvernements des provinces ont pris conscience du lien entre la persistance de déficits élevés, le niveau des taux d'intérêt et l'augmentation de la pression fiscale inévitable dans un futur proche. Dès lors, une réforme profonde a été mise en œuvre dès 1993, par application du *Fiscal Spending Control Act* de 1992. Cette réforme s'est articulée autour de trois principaux axes stratégiques.

- Se doter d'un objectif de déficit public de moyen terme raisonnable, ce qui est jugé plus efficace qu'annoncer le retour à un déficit nul à un horizon plus éloigné. Cet objectif est associé à l'engagement ferme de respecter des cibles intermédiaires de déficit.

- Afin de pouvoir procéder à des coupes drastiques dans les dépenses publiques et respecter la limite de progression nominale, un vaste processus d'audit a permis de sélectionner celles qui s'avèrent efficaces, d'identifier les secteurs où des gains de productivité sont possibles et ceux où les dépenses ne sont pas justifiées. L'analyse exhaustive a pris six mois au terme desquels une baisse des dépenses d'environ 20 % à partir des niveaux de 1994 a été réalisée en trois ans. Six critères ont permis de sélectionner les dépenses publiques autorisées : l'intérêt public du programme de dépenses, son efficacité, la contribution du programme à l'exercice des missions régaliennes de l'État, la capacité des provinces à l'assumer en lieu et place de l'État, la capacité des contribuables à le financer et la disponibilité de services privés alternatifs.

- Recueillir l'adhésion à la réforme de tous les acteurs économiques grâce à la réalisation de consultations de grande ampleur dans le secteur public avant d'établir



Tableau I La France face aux cas de consolidation budgétaire réussie

Pays	Pic du ratio de dette	Niveau pic ratio de dette (a)	Écart pics ratio de dette et 2005	Pic ratio de dépenses	Niveau pic ratio de dépenses	Écart pics ratio de dépenses et 2005	Année de déficit maximum	Niveau de déficit maximum	Solde public en 2005	Début ajustement	PIB potentiel après ajustement
Belgique	1993	140,7	42,4	1983	62,0	11,9	1981	- 15,3	- 0,1	1983	=
Canada	1995	100,8	31,5	1992	53,3	14	1992	- 9,1	1,7	1993	>
Espagne	1996	75,6	25,2	1993	48,6	10,4	1993	- 6,9	1,1	1994	=
Suède	1996	84,4	25,1	1993	72,4	16,0	1993	- 11,3	2,7	1994	>
Finlande	1996	66,0	17,4	1993	63,6	12,8	1993	- 7,2	2,4	1993	>
France	2005	76,5	0	1996	54,5	0,1	1993	- 5,8	- 2,9	?	nd

nd : non disponible

(a) Comme indiqué dans la note de bas de page n°1, il ne s'agit pas des dettes au sens de Maastricht, mais du concept de comptabilité nationale.

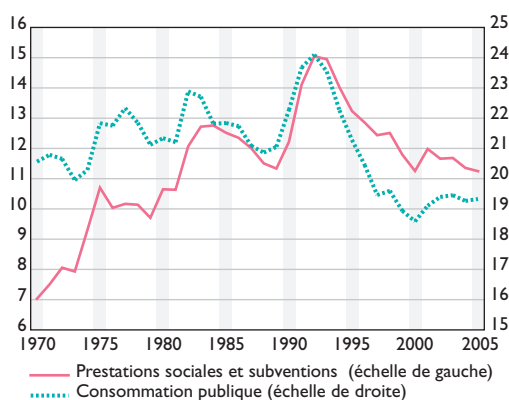
Source : OCDE, perspectives économiques n° 79, juin 2006 pour les données chiffrées

le budget. Les coupes budgétaires ont concerné toutes les catégories de dépenses et représentent environ 4 points de PIB d'économies entre 1993 et 1995. Elles se sont particulièrement concentrées sur les transferts aux provinces et les prestations sociales, notamment les allocations chômage et l'assurance maladie. L'emploi public a diminué de 15 %, soit 60 000 agents partis en retraite anticipée, licenciés (avec forte indemnité) ou reclassés dans le secteur privé. Les salaires publics ont été gelés pendant trois ans, et certaines subventions aux entreprises ont été réduites de 60 %. Pour certains ministères (industrie, transports), il s'agit d'une diminution en termes absolus des dépenses et pas seulement d'un ralentissement de croissance.

Par ailleurs, le marché du travail a été réformé pour accroître la flexibilité et l'accès à la formation. Le régime d'assurance chômage a également été modifié afin de favoriser l'encouragement au travail.

Graphique 3 Canada : Prestations sociales, subventions et consommation publique

(en % du PIB)

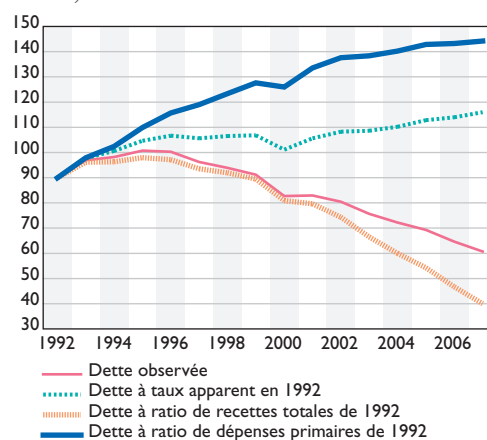


Enfin, le Canada a profité de la dévaluation de sa monnaie face au dollar américain et du dynamisme du PIB des États-Unis. La progression de son commerce extérieur a, dans un premier temps, contrebalancé l'impact de l'ajustement budgétaire sur la croissance, puis dynamisé celle-ci qui est demeurée très élevée à la fin des années quatre-vingt-dix. Outre l'action menée sur les dépenses publiques, un des facteurs clé de la réussite canadienne semble être la forte adhésion des agents privés à cette démarche.

Or, ceci n'a été possible que parce que les actions mises en œuvre ont semblé relativement justifiées et équitables (grâce à l'audit) et conformes à la restauration à moyen terme de la croissance et de

Graphique 4 Canada : Évolutions de la dette sous différentes hypothèses

(en % du PIB)



(a) Pour chaque courbe, le calcul est mené en fixant un des paramètres et en maintenant les autres égaux à leur profil observé. Par exemple, lorsque le ratio de dépenses primaires est fixé à sa valeur de 1992, les intérêts versés, le ratio recettes totales/PIB et le taux de croissance du PIB sont ceux observés en réalité.

l'emploi. Si aucun ajustement des dépenses primaires n'avait été entrepris, le ratio de dette canadien, toutes choses étant égales par ailleurs, aurait atteint aujourd'hui près de 140 % (cf. graphique 4). En réalité, le retour à des finances publiques saines, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, a permis de ramener le ratio de dette total de près de 100 % en 1993 à environ 70 % en 2005. Le Canada est souvent présenté comme le meilleur exemple d'un ajustement budgétaire réussi, grâce à la combinaison d'une totale refonte des dépenses publiques et d'une réforme profonde des institutions budgétaires accompagnée d'autres réformes structurelles.

La réforme canadienne est donc riche d'enseignements et peut inspirer les pays confrontés à une situation budgétaire fortement déséquilibrée. Toutefois, les spécificités du pays (État fédéral, économie ouverte en recherche de forte compétitivité, politiques monétaire et de change autonomes...) diffèrent des caractéristiques des pays européens.

### Espagne : savoir profiter d'un contexte favorable

Depuis les années soixante-dix, l'Espagne a connu une croissance prononcée de ses dépenses publiques, notamment en raison de la montée en puissance des systèmes de protection sociale. En dépit de la hausse de la pression fiscale, accentuée par une première tentative de consolidation budgétaire dans les années quatre-vingt, des déficits importants sont apparus. Mais le financement de la dette par monétisation a réussi à empêcher que celle-ci n'explose jusqu'à la grave récession du début des années quatre-vingt-dix. L'Espagne a alors été confrontée de nouveau à une dégradation insoutenable de ses finances publiques. C'est alors qu'a été décidé un assainissement budgétaire d'ampleur, à la fois pour initier un cercle vertueux associant forte croissance et inflation modérée, et pour parvenir à satisfaire aux critères de Maastricht en 1997. Les caractéristiques de la réforme de 1994 ont été déterminées afin de maximiser la crédibilité de l'ajustement (composition des dépenses, ancrage du retour à la discipline budgétaire dans un cadre institutionnel solide, lutte contre la fraude fiscale) et permettre d'en tirer rapidement les fruits en termes de croissance et d'emploi. Les efforts budgétaires réalisés, quoique très significatifs (3 points de PIB en deux ans), ont bénéficié dès le début du soutien d'une croissance très forte de l'activité, largement supérieure à celle de la zone euro pourtant en phase

de reprise, et du bénéfice tiré de la baisse des taux d'intérêt nominaux. Ainsi, la réduction massive des dépenses courantes (transferts sociaux en particulier les allocations chômage, masse salariale publique, subventions) a pu être réalisée rapidement sans induire un coût de court terme trop prononcé sur la croissance.

Parallèlement, d'autres réformes structurelles ont été mises en œuvre : réforme des retraites, de la fiscalité des sociétés (1995) et des ménages (1998) afin de simplifier le système fiscal et de le rendre plus incitatif tout en augmentant les élasticités budgétaires, réforme du marché du travail (libéralisation et flexibilisation accrues notamment en 1997). Enfin, l'Espagne a bénéficié, au début du processus de consolidation budgétaire, d'un afflux de recettes exceptionnelles liées à la réforme du secteur public (privatisations d'entreprises du secteur de l'énergie et des télécommunications) et aux importants versements des fonds structurels européens.

En l'absence d'ajustement des dépenses primaires à partir de 1994, le ratio de dette espagnol serait aujourd'hui proche de 110 % du PIB. Cependant, la réduction effective du ratio de dette, ramené de 65 % en 1993 à environ 50 % en 2005, aurait pu être plus forte si une partie des gains n'avaient pas été orientée vers la diminution des recettes fiscales après 1997, en lien notamment avec la décentralisation massive des décisions fiscales et budgétaires. La *Loi de stabilité budgétaire* votée en 2003 vise à garantir institutionnellement le prolongement de l'effort et à éviter, comme cela s'est produit au Canada, de voir déraper les finances publiques locales.

### Suède : vaste réforme institutionnelle et simplification des procédures budgétaires

Au début des années quatre-vingt-dix, la Suède s'est trouvée confrontée simultanément à une grave crise bancaire et à une forte récession économique. Cette situation a coïncidé avec la croissance des déficits publics, du ratio de dette et du chômage. En 1994, le gouvernement a décidé de réagir en engageant un processus d'assainissement massif renforcé par la réforme des procédures et institutions budgétaires. L'ajustement budgétaire s'est concentré, comme ce fut le cas dans d'autres pays, sur la réduction des dépenses (16 points de PIB depuis 1994), en

priorité les transferts sociaux, les subventions et la consommation publique (baisse de l'emploi public) (cf. graphique 5). Dans le même temps, la pression fiscale est restée forte, voire a été transitoirement accrue par une surtaxe de solidarité, tandis qu'un programme de privatisation du secteur des télécommunications contribuait à réduire la dette. Cependant, la pérennité de l'effort a, avant tout, été garantie par la transformation définitive des institutions et des procédures budgétaires. Le but était de réduire la taille du secteur public et d'en accroître l'efficacité et le contrôle. Ainsi, celui-ci a été réformé afin d'être constitué d'un petit nombre de ministères (treize) et de 300 agences publiques ou mixtes qui regroupent 99 % des fonctionnaires.

En ce qui concerne les procédures budgétaires, la réforme permet d'imposer des plafonds de dépenses primaires nominales (hors pensions) pour trois ans glissants sur vingt-sept catégories de dépenses. La fixation est dite « *top-down* », c'est-à-dire que le *Riksdag* établit d'abord un budget global qui sera ensuite réparti entre les différents programmes, avec l'impossibilité de dépasser les limites imposées. Tout programme de dépenses supplémentaires doit être financé par des coupes dans d'autres domaines. De plus, les plafonds de dépenses ont été scindés en 1997 pour séparer les objectifs de l'État central, des collectivités locales et des systèmes de retraite. La priorité est donnée aux dépenses productives (éducation, certaines prestations de santé, services liés à l'enfance) plutôt qu'aux dépenses palliatives (transferts sociaux). Le processus budgétaire aboutissant au vote de la loi de finances a été simplifié

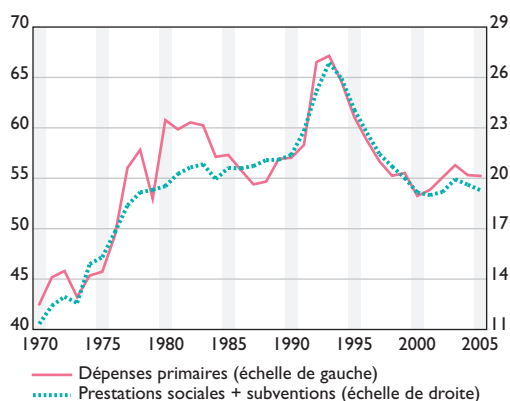
et implique davantage le Parlement, y compris sur les objectifs triennaux. Enfin, la discipline budgétaire s'inscrit dans le cadre d'un objectif de moyen terme de surplus budgétaire de 2 % du PIB. Au total, la stratégie suédoise, favorisée par le retour rapide d'une croissance dynamique du PIB *via* l'essor des exportations, a permis de ramener le ratio de dette de près de 85 % du PIB en 1996 à près de 60 % en 2005. De plus, la sensibilité du budget à l'activité économique, autrefois très marquée, a été réduite ce qui limite les erreurs de prévision et stabilise les finances publiques.

### Finlande : l'ajustement budgétaire n'a pas sacrifié les bases du système de sécurité sociale, mais en a réduit l'ampleur

La Finlande a connu le même contexte de crise que la Suède au début des années quatre-vingt-dix. La réaction du gouvernement a été de vouloir résoudre des problèmes considérés comme principalement structurels par des réformes structurelles afin de se prémunir durablement contre les dérives budgétaires et de se préparer aux conséquences du vieillissement de la population. Les réponses ont consisté en l'instauration de règles budgétaires sur les dépenses publiques et, comme en Suède, en une modification profonde des institutions budgétaires. D'autres réformes ont accompagné l'ajustement budgétaire, notamment dans le domaine des retraites, sur le marché du travail ou dans le secteur bancaire. Par ailleurs, la Finlande a choisi d'accélérer sa consolidation budgétaire en menant une réforme de la fiscalité dès 1993. Les impôts sur les revenus ont été allégés en compensation de la hausse de taxes indirectes et des impôts sur le travail (cotisations sociales). Cependant, cette augmentation s'est avérée transitoire. À partir de 1997, la baisse de la taxation du travail s'amorce pour revenir à son niveau initial en 2004. Au cours du processus de réformes, les principes fondamentaux sur lesquels reposent le système de protection sociale n'ont pas été modifiés : la recherche d'un consensus social et la centralisation des négociations collectives restent essentielles. Toutefois, dans le but de maintenir le niveau des services publics sociaux à moindre coût, des efforts d'efficacité et de réorganisation des programmes ont été menés. Ceux-ci ont conduit en particulier à supprimer certaines allocations, à réduire la valeur réelle des prestations de chômage, de logement ou d'aides à l'enfance et à augmenter les incitations au travail, notamment pour les bas salaires. Néanmoins,

Graphique 5 Suède : dépenses des APU

(en % du PIB)



la Finlande n'a pas résolu le problème du transfert des dérapages budgétaires de l'État central vers les communes, celles-ci ayant l'autonomie nécessaire pour augmenter le taux de l'impôt sur le revenu si de nouvelles charges ou obligations leur sont imposées. De plus, l'étendue des services de protection sociale que l'État continuera à financer face au vieillissement de la population n'a pas été déterminée. Dans un souci de viabilité budgétaire, certains programmes devront probablement être assurés par le secteur privé. Toutefois, le bilan de la consolidation budgétaire est globalement positif puisque, en 2005, le ratio de dette finlandais est d'environ 50 %, contre 66 % en 1996.

### 3|2 Les caractéristiques nécessaires (mais pas suffisantes) d'un ajustement budgétaire réussi

En dépit de spécificités nationales complexes, l'analyse des principales caractéristiques des réformes budgétaires ayant conduit des pays à réduire leur taux d'endettement permet de dégager plusieurs points communs dont la présence semble nécessaire à la réussite du projet.

#### Éléments de contexte

- Les déséquilibres budgétaires durables sont généralement d'origine structurelle et découlent essentiellement de l'impossibilité d'infléchir facilement les tendances croissantes et incontrôlées des dépenses publiques. La solution peut se trouver dans des réponses structurelles et des améliorations permanentes des finances publiques et non dans une réaction conjoncturelle inadaptée.
- Un ajustement budgétaire sera d'autant moins coûteux d'un point de vue social et politique qu'il sera entrepris dans un contexte macroéconomique favorable. Aussi faut-il profiter des périodes de reprise de croissance (« *good times* ») et de taux d'intérêt bas pour réaliser simultanément les réformes structurelles nécessaires.

#### Contenu et mise en œuvre de l'ajustement

- Les expériences réussies se sont appuyées sur une maîtrise durable de la dépense publique plutôt que sur la hausse des prélèvements obligatoires.

- La baisse des dépenses publiques s'est, la plupart du temps, concentrée sur les transferts sociaux, les subventions et la masse salariale publique. Les gouvernements ont du sélectionner les dépenses prioritaires, qui peuvent progresser, et restreindre les autres. Les réformes se sont accompagnées de la recherche de gains de productivité dans le secteur public, de l'amélioration de l'organisation des institutions (création d'agences spécialisées, transferts de personnel, modes de rémunération liés à la performance, davantage de contrôle de la réalisation des objectifs, nouveaux modes de recrutement, déplacement de la frontière entre les dépenses publiques et privées...).

- La plupart des programmes de consolidation budgétaire ont cherché à répartir le coût de l'ajustement sur l'ensemble des agents privés afin d'obtenir l'adhésion la plus large au projet.

- L'ajustement budgétaire s'est la plupart du temps inscrit dans une logique de rupture. La réforme a été globale, de taille importante et a été mise en œuvre d'un seul coup afin de montrer la cohérence d'ensemble du projet, de gagner en crédibilité et d'inciter les agents privés à anticiper une baisse future de la pression fiscale.

- Les consolidations réussies ont fait l'objet d'un programme précis et d'engagements politiques fermes incluant des objectifs budgétaires de court et/ou moyen terme, des cibles ou des plafonds de dépenses, la définition de règles de comportement rigoureuses notamment en ce qui concerne l'allocation de recettes exceptionnelles ou inattendues, une implication plus forte du Parlement et une responsabilisation accrue des gestionnaires publics.

- Enfin, ces réorientations ont cherché à rendre symétrique le jeu des stabilisateurs automatiques en empêchant la baisse des prélèvements obligatoires ou la création de nouvelles dépenses non financées en phase ascendante du cycle économique tant que les finances publiques ne sont pas revenues sur une trajectoire soutenable.

#### Accompagnement et communication autour de l'ajustement budgétaire

- Les gouvernements ont cherché à rendre les processus d'ajustement aussi transparents et compréhensibles

que possible afin d'éviter des réactions indésirables des marchés, un manque de crédibilité ou de soutien de la population et des *leaders* d'opinion.

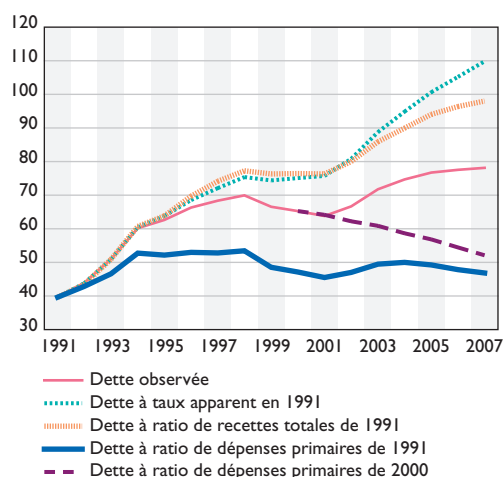
- Les réformes doivent être encadrées par un cadre légal qui les rend plus robustes aux pressions de groupes sociaux qui refusent de perdre des rentes ou des avantages acquis, aux changements de gouvernement ou aux clivages politiques.

- Les ajustements budgétaires ont été accompagnés d'autres réformes structurelles, principalement dans le but d'augmenter la flexibilisation du marché du travail, de réduire les distorsions et la complexité de la fiscalité et de modifier le système des retraites. L'existence d'un renfort mutuel entre les différentes réformes structurelles, dont l'impact est alors renforcé, en particulier sur le marché du travail, semble avérée (Bassanini et Duval, 2006) et milite en faveur d'un « paquet » de réformes de grande ampleur plutôt qu'un saupoudrage sur longue période.

La plupart des pays qui ont réussi la consolidation de leurs finances publiques ne semblent pas en avoir pâti en termes d'équilibre macroéconomique et de croissance à moyen terme. Au contraire, même si des problèmes structurels demeurent ou des déséquilibres peuvent réapparaître, les réformes structurelles mises en œuvre ont permis de rehausser leur potentiel de croissance (Irlande, Canada, Suède, Finlande et, dans une moindre mesure, Espagne). Dans tous ces pays, le taux de chômage a connu une baisse marquée. Ces petites économies ouvertes ont bénéficié du dynamisme de leur commerce extérieur pour réduire le coût à court terme de leur assainissement budgétaire. Or, ce coût peut être plus élevé pour un grand pays.

**Graphique 6 France : évolutions de la dette sous différentes hypothèses**

(en % du PIB)



En France, la dette au sens de Maastricht a atteint près de 67 % du PIB en 2005 et pourrait spontanément dépasser 100 % en 2015 d'après les projections les plus raisonnables. Or, cette situation aurait pu être évitée si, comme dans d'autres pays, un contrôle des dépenses primaires avait été réalisé au début des années quatre-vingt-dix ou même lors du dernier pic de croissance. Si le poids des dépenses primaires dans le PIB avait été stabilisé à son niveau de 1991, le ratio de dette serait aujourd'hui à environ 50 % du PIB (cf. graphique 6). La dynamique du taux d'endettement est préoccupante. Sachant qu'il est d'autant plus difficile de procéder à un ajustement que l'effort à fournir est important, les exemples étrangers réussis devraient encourager la France à entrer rapidement dans la voie du désendettement public et des réformes qu'il nécessite.



## Bibliographie

### Aiyagari (S.) et McGrattan (E.) (1998)

«The optimum quantity of debt», *Journal of Monetary Economics*, vol. 42, p. 447-469

### Artus (P.) (2000)

« La disparition de la dette publique est-elle une bonne chose ? », CDC-Ixis, *Flash*, n° 06, 7 janvier

### Barro (R. J.) (1974)

«Are governments bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, n° 82, p. 1095-1117, novembre-décembre

### Bassanini (A.) et Duval (R.) (2006)

«Employment patterns in OECD countries: Reassessing the role of policies and institutions», département économique de l'Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE, document de travail, n° 486

### Boadway (R.) (2004)

«What do we get for government indebtedness?» publié dans «Is the debt war over? Dispatches from Canada's fiscal frontlines», Institut de recherche en politiques publiques, p. 133-160, Ragan et Watson éditeurs

### Chalk (N.) et Tanzi (V.) (2000)

«Impact of large public debt on growth in the EU: a discussion of potential channels», *European Economy*, n° 2

### Creel (J.) et Sterdyniak (H.) (2006)

« Faut-il réduire la dette publique ? », *Lettre de l'Observatoire français des conjonctures économiques* – OFCE, n° 271, janvier

### Diamond (P.) (1965)

«National debt in a neo-classical growth model», *American Economic Review*, n° 55, p. 1126-1150

### Easterly (W.) et Rebelo (S.) (1993)

«Fiscal policy and economic growth», *Journal of Monetary Economics*, n° 32, p. 417-458

### Hallett (A.H.), Lewis (J.) et Von Hagen (J.) (2003)

«Fiscal policy in Europe, 1991-2003: an evidence-based analysis», *Centre for Economic Policy Research* – CEPR

### Hauptmeier (S.), Heipertz (M.) et Schuknecht (L.) (2006)

«Expenditure reform in industrialised countries: a case study approach», Banque centrale européenne, document de travail, n° 634, mai

### Joanis (M.) et Montmarquette (C.) (2005)

« La problématique de la dette publique au Québec : causes, conséquences, solutions », Centre inter-universitaire de recherche en analyse des organisations – CIRANO, rapport 2005RB-06

### Kiander (J.) (2004)

«The Finnish experience of fiscal consolidation in the 90's: what was cyclical and what was structural?», Euroframe (European Forecasting Research Association for the Macro-economy) conference, *June Conference Series*, juin

### Larosière (J. de) (1985)

« La croissance de la dette publique : causes, conséquences et remèdes », *Économies et sociétés*, série économie monétaire, n° 5,

### Lindh (Y.) et Ohlsson (O.) (2000)

«Trends in Swedish public finances: past and future», *Economic Review*, n° 4

### Martin (P.) (1995)

«The Canadian experience in reducing budget deficits and debt», papier présenté lors du symposium «Budget deficits and debts: Issues and options», Federal Reserve Bank of Kansas City

### Masson (A.) (2002)

« Économie des transferts entre générations : altruisme, équité, réciprocité indirecte, ambivalence ... », inclus dans le rapport n° 35 du Conseil d'analyse économique, intitulé « Démographie et économie », n° 35

### Schuknecht (L.) et Tanzi (V.) (2003)

«Public Finances and Growth in European countries», papier présenté lors de la conférence intitulée «Fostering Economic Growth in Europe» organisée par la Banque nationale d'Autriche, Vienne, juin

### Wierts (P.) (2005)

«Expenditure composition and institutional reform in Europe: a policy perspective», papier présenté au groupe de travail «Public expenditure» organisé par la Banque d'Italie, Pérouse, avril

# La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines

---

**Laurent PAUL**

**Jeanne PAVOT**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service d'Études des politiques de finances publiques*

*Les politiques budgétaires aujourd'hui mises en œuvre dans les pays européens mettent, de plus en plus, l'accent sur la maîtrise de la croissance des dépenses publiques. Cette focalisation est d'abord la conséquence du recentrage de la politique budgétaire sur une orientation à moyen terme limitant l'action de régulation conjoncturelle au jeu des stabilisateurs automatiques. Or, ceux-ci jouent essentiellement du côté des recettes, tandis que les dépenses publiques varient, principalement, en raison des mesures discrétionnaires. Enfin, le déploiement de mesures discrétionnaires de soutien de l'activité fait courir le risque d'une augmentation tendancielle du poids des dépenses publiques dans l'économie. Un tel phénomène peut conduire à des pertes croissantes d'efficacité avec l'apparition de déficits publics structurels ou d'une augmentation excessive des prélèvements obligatoires. Face à ce risque, une stratégie de maîtrise durable de la croissance des dépenses publiques apparaît comme le meilleur moyen de renforcer la confiance des agents quant à la soutenabilité des finances publiques. L'efficacité de cette politique peut être renforcée par une amélioration de la qualité générale des dépenses publiques en augmentant la part de celles les plus favorables à la croissance à long terme.*

*Dans plusieurs pays européens, on constate un lien manifeste entre augmentation non maîtrisée des dépenses publiques et la persistance de déficits publics structurels élevés. Cette absence de maîtrise se manifeste, en particulier, dans l'évolution asymétrique des dépenses publiques primaires qui augmentent fortement durant les périodes de creux de cycle et ne diminuent pas autant lorsque la conjoncture redevient favorable. À l'inverse, de nombreux pays ont réussi à stabiliser, sinon à diminuer, le poids des dépenses publiques primaires dans le produit intérieur brut, ce qui leur a permis non seulement de résorber les déficits publics, mais aussi souvent d'engager une baisse des prélèvements obligatoires.*

*Les stratégies de consolidation budgétaire par le biais d'une maîtrise des dépenses publiques peuvent s'appuyer sur l'instauration de règles budgétaires visant à fixer une norme maximum pour la croissance des dépenses publiques. Ainsi, les pays membres de l'Union européenne sont encouragés à adopter ce type de mécanisme en complément de la discipline budgétaire commune du Pacte de stabilité et de croissance (PSC) qui impose des seuils uniquement sur le solde et la dette publics. Les expériences de certains pays (Pays-Bas et Suède en particulier) montrent que les facteurs essentiels de réussite sont, d'une part, l'existence d'un fort consensus politique entourant la nécessité et la mise en œuvre effective de cette norme et, d'autre part, la correction rapide des dérives budgétaires constatées ex post.*

Mots clés : Dépenses publiques, politique budgétaire,  
pacte de stabilité et de croissance

Codes JEL : H5, H6

Après un bref rappel des principes régissant l'usage des dépenses publiques comme instrument de régulation conjoncturelle, il sera question de l'évolution des dépenses publiques dans les pays de l'Union européenne<sup>1</sup> afin de mettre en lumière le lien entre la croissance des dépenses publiques et l'émergence de déficits publics à caractère structurel. La dernière partie montrera comment une règle de plafonnement de la croissance des dépenses publiques peut efficacement contribuer à l'effort de consolidation budgétaire.

Les données utilisées sont celles publiées par l'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE) ; ces données sont disponibles depuis le début des années soixante-dix pour la plupart des quinze pays étudiés.

## I | Les dépenses publiques, instrument de régulation conjoncturelle

En Europe, comme dans l'ensemble des pays développés, le poids des dépenses publiques en proportion du PIB a régulièrement progressé depuis le début du vingtième siècle. D'après Schuknecht et Tanzi (2000), les dépenses publiques en France sont passées de 17 % du PIB en 1913 à 27,6 % en 1920, 34,6 % en 1960, et près de 50 % au début des années quatre-vingt-dix. Cette tendance de fond à la hausse des dépenses publiques recouvre plusieurs éléments : l'extension des domaines d'intervention de l'État, le développement des infrastructures publiques et l'amélioration du système de protection sociale. Corrélativement, l'accroissement des missions assurées par la sphère publique s'est accompagné d'une augmentation continue des dépenses de fonctionnement des administrations publiques.

Il n'est pas possible de déterminer un niveau optimal de la dépense publique car celui-ci dépend des préférences existant dans chaque pays pour la fourniture de biens publics. La loi de Wagner montre que les dépenses publiques en proportion du PIB ont tendance à augmenter sur longue période, ce qui reflète une forte élasticité de la demande aux revenus pour les principaux services publics, notamment la santé et l'éducation. Enfin, le niveau des dépenses n'est pas déterminé par leur mode de financement qui, en vertu

du théorème d'équivalence ricardienne (Barro, 1974a), peut être assuré par des recettes immédiates (impôt) ou futures (endettement) ; il dépend de la légitimité de celles-ci aux yeux des agents économiques et de l'absence d'effets de distorsion pour l'économie. Les risques pour la croissance viennent, d'abord, de l'augmentation incontrôlée de dépenses improductives plutôt que d'un niveau élevé stable en valeur absolue.

## III Mesures discrétionnaires et/ou stabilisateurs automatiques ?

Les fluctuations du solde public résultent mécaniquement de la variation des dépenses publiques et de celles des recettes. Ces variations peuvent intervenir spontanément du fait des effets du cycle économique – on parlera alors de stabilisateurs automatiques – ou être le résultat d'une action volontaire du gouvernement – c'est la politique discrétionnaire. Si les stabilisateurs automatiques agissent, par définition, toujours de façon contra-cyclique, les mesures discrétionnaires peuvent être mobilisées dans les deux sens, soit en amplifiant l'action des stabilisateurs automatiques, soit en menant une politique pro-cyclique.

La distinction entre stabilisateurs automatiques et mesures discrétionnaires permet de décomposer le solde public entre ses parties conjoncturelle et structurelle. Le solde structurel mesure ainsi l'orientation de la politique budgétaire hors les effets du cycle. En théorie, seule une faible partie des dépenses publiques (les prestations d'assurance chômage et certains minima sociaux) est considérée comme variant automatiquement avec le cycle économique. Dans les décompositions du solde public entre parties conjoncturelle et structurelle effectuées par les institutions internationales (Commission européenne, Système européen de banques centrales – SEBC, OCDE et Fonds monétaire international – FMI), les stabilisateurs automatiques jouent, essentiellement, du côté des recettes et la variation des dépenses publiques s'explique, principalement, par les mesures discrétionnaires.

Cette grille d'analyse n'est pas toujours suffisante pour expliquer l'ensemble des évolutions enregistrées sur les dépenses publiques.

- Dans certains pays, la sensibilité des dépenses publiques au cycle économique est plus forte, sous l'effet d'autres catégories de dépenses que celles

<sup>1</sup> Pour des raisons de disponibilité des sources statistiques, l'étude se limitera aux pays de l'Union à quinze.



habituellement retenues. Ainsi, des gouvernements peuvent utiliser l'emploi public pour combattre le chômage ou ajuster le niveau des investissements publics en fonction du positionnement dans le cycle, ce qui contribue alors à renforcer la force des stabilisateurs automatiques.

- Par ailleurs, de nombreuses dépenses publiques sont rigides à la baisse, au moins à court terme, en particulier la masse salariale publique et les prestations sociales. La hausse tendancielle de ces dépenses ne résulte pas, à proprement parler, d'une action discrétionnaire, mais de l'existence de « droits acquis » qui peuvent difficilement être mis en cause à court terme. Leur rigidité à la baisse peut induire un biais asymétrique dans l'orientation de la politique budgétaire qui est contra-cyclique durant les creux de cycle et plutôt pro-cyclique pendant les hauts de cycle (Commission européenne, 2001). Pourtant, la maîtrise de ce type de dépenses ne relève pas de mesures de régulation à court terme, mais, surtout, de réformes structurelles permettant de remettre sur une trajectoire soutenable leur hausse dans le futur.

## I | 2 Pourquoi faut-il limiter le recours aux mesures discrétionnaires ?

À partir des années soixante-dix, les politiques budgétaires d'inspiration keynésienne préconisant un accroissement des dépenses publiques pour relancer la demande interne ont été remises en cause par la nouvelle macroéconomie classique. Celle-ci conteste la réalité du multiplicateur budgétaire à moyen terme avec deux arguments théoriques principaux :

- l'éviction financière (Friedman) : la hausse du déficit public provoque une hausse des taux d'intérêt qui comprime en retour la demande privée ;
- l'équivalence ricardienne (Barro, Lucas, Sargent) : les agents réagissent rationnellement à une hausse du déficit public par une augmentation de leur épargne.

Ces nouvelles thèses ont été étayées par l'échec des politiques macroéconomiques conduites durant les années soixante-dix. Les stimulations budgétaires répétées ont conduit au creusement des déficits et à l'accumulation des dettes et n'ont pas suffi à accélérer la croissance du produit intérieur brut (PIB) pour faire disparaître le chômage de masse.

Le nouveau paradigme dominant aujourd'hui dans l'ensemble des pays développés préconise de restreindre l'usage de la politique budgétaire, à court terme, au seul jeu des stabilisateurs automatiques. Les finances publiques devraient plutôt être gérées dans une perspective de moyen terme garantissant le maintien de l'équilibre budgétaire sur l'ensemble du cycle d'activité. Une telle stratégie permet d'éviter le risque d'alourdissement tendanciel du fardeau de la dette publique.

Selon ce nouveau paradigme, les hausses discrétionnaires de dépenses publiques visant à stimuler la demande interne par un accroissement du déficit sont plutôt à éviter, sauf dans certains cas particuliers comme un choc exceptionnel affectant l'économie. En pratique, une relance budgétaire par le biais d'une hausse des dépenses ne devrait être envisagée que sous un certain nombre de conditions :

- absence de déséquilibre budgétaire important *ex ante*, autrement le risque est d'autant plus fort que les agents économiques adoptent un comportement ricardien et augmentent leur épargne en réaction à la hausse des dépenses (Blanchard, 1985) ;
- les hausses discrétionnaires devraient prioritairement concerner les dépenses dites productives, c'est-à-dire celles favorisant l'accumulation de capital (infrastructures, recherche et formation) et la croissance potentielle à moyen et long termes ;
- capacité à annuler les nouvelles dépenses lorsque celles-ci ne seront plus nécessaires pour la stabilisation de l'activité. Cette réversibilité de la politique budgétaire est une condition indispensable pour éviter la persistance des déficits lorsque la conjoncture redevient meilleure et préserver la soutenabilité à moyen terme des finances publiques. Si les agents économiques ne croient pas à la volonté du gouvernement de maîtriser durablement l'évolution de ses dépenses, ils seront d'autant plus enclins à adopter un comportement ricardien.

Enfin, les hausses de dépenses courantes (fonctions régaliennes, dépenses de fonctionnement des administrations publiques, prestations sociales) devraient le plus généralement être financées par des recettes de montant équivalent. Pour autant, la hausse de ces dépenses doit rester soutenable, au sens où les prélèvements supplémentaires ne doivent pas entraîner de distorsion et altérer la compétitivité de l'économie.

### I | 3 Les justifications d'une maîtrise de la croissance des dépenses

L'intérêt d'une stratégie de maîtrise durable des dépenses publiques existe, non seulement lorsqu'il est nécessaire de mener une politique de consolidation budgétaire, mais également pour conserver des finances publiques saines sur le long terme.

#### Favoriser l'émergence d'effets non keynésiens

Les pays devant procéder à une consolidation budgétaire ont théoriquement le choix entre une hausse des impôts ou une baisse des dépenses publiques. Or, la composition de l'ajustement budgétaire n'est pas neutre quant à son impact sur la demande globale.

La théorie économique a montré que, sous certaines conditions (anticipations « rationnelles » des ménages, absence de contrainte de liquidité, parfaite substitution entre demande privée et demande publique...), les épisodes de consolidation budgétaire peuvent avoir des effets expansionnistes sur l'activité : on parle alors d'effets non keynésiens ou de multiplicateurs budgétaires inversés. D'après Feldstein (1982), ces effets non keynésiens ont d'autant plus de chance de se produire que la consolidation est durable, de forte ampleur et crédible aux yeux des agents économiques. Une réduction permanente des dépenses publiques satisfait le mieux à ces critères car les agents économiques feront rationnellement l'anticipation d'une baisse future de la pression fiscale. À l'inverse, une hausse des impôts laisse toujours courir le risque que le gouvernement décide des dépenses supplémentaires annulant de ce fait l'impact positif sur le solde budgétaire.

Giavazzi et Pagano (1995) et Alesina et Perotti (1997) ont procédé à une analyse des épisodes de consolidation budgétaire intervenus dans les pays de l'OCDE. Ils concluent que, en règle générale, la baisse des dépenses produit un impact positif sur la croissance plus élevé à terme que dans le cas d'une hausse des recettes. Deux études de la Commission européenne (2003) et de Dabán Sánchez *et alii* (2003) sont venues conforter ces analyses. Si, à court terme, le multiplicateur budgétaire demeure positif, une inversion du signe peut apparaître à moyen terme, en réaction à une consolidation budgétaire opérée par le biais d'une baisse des dépenses publiques. Cet impact

résulte de l'amélioration des anticipations des agents privés sur le niveau de leurs revenus futurs ou de la rentabilité et il a d'autant plus de chance de se produire que la consolidation budgétaire est forte et ciblée sur les dépenses publiques les moins productives. Les effets non keynésiens restent cependant difficiles à observer à court terme car ils peuvent dépendre d'autres paramètres de l'environnement économique général.

#### Préserver l'usage des stabilisateurs automatiques

Lorsque le pays connaît une situation budgétaire équilibrée, la stratégie la plus souvent préconisée est de se limiter à l'usage des stabilisateurs automatiques qui consiste à lisser le profil des revenus au cours du cycle d'activité. Ceci implique que le solde budgétaire évolue de façon parfaitement symétrique, la constitution d'excédents en haut de cycle devant compenser les déficits enregistrés durant les creux de cycle.

Selon Mills et Quinet (2001), l'instauration d'un contrôle de la croissance des dépenses publiques limite le risque de laxisme de la politique budgétaire, les gouvernements étant tentés de laisser croître les dépenses publiques au-delà de ce qui serait nécessaire pour satisfaire leur électeurat. L'application de cette règle permet ainsi de conserver un plein usage des stabilisateurs automatiques sur l'ensemble du cycle. Bien évidemment, le contrôle des dépenses n'est pas la seule condition pour prévenir tout risque de résurgence d'un déficit structurel et il convient d'éviter parallèlement les baisses d'impôt non financées.

#### Améliorer la qualité des dépenses publiques

Les théories de la croissance endogène soulignent que l'efficacité des dépenses publiques doit être appréciée selon leur impact sur la croissance (Barro, 1974b). Celui-ci doit être supérieur aux effets de distorsion liés à leur financement (impôts ou dette publique).

À montant globalement inchangé, il est pertinent d'engager une réorientation des dépenses vers celles les plus favorables pour la croissance à long terme (investissements publics, recherche et développement, éducation). Une telle stratégie devrait s'appuyer sur un examen de l'efficacité de l'ensemble des activités publiques, y compris celles considérées comme non productives.

## 2| L'évolution des dépenses publiques en Europe depuis 1972

En Europe, le poids des dépenses publiques dans le PIB est historiquement beaucoup plus élevé que dans les autres pays développés, ce qui traduit essentiellement le fait que le périmètre d'intervention des administrations publiques est plus étendu qu'aux États-Unis et au Japon.

### 2|1 Une typologie des comportements

Jusqu'au début des années quatre-vingt, tous les pays européens, à l'exception du Royaume-Uni, ont connu une phase de forte augmentation du poids des dépenses totales, la hausse ayant été plus rapide pour les pays en rattrapage de développement comme l'Espagne.

Ce mouvement a ensuite connu un coup d'arrêt, dès les années quatre-vingt en Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas et, après 1993, dans la plupart des autres pays (cf. graphique 1). Certains pays (Espagne, Irlande et pays scandinaves) ont même sensiblement réduit le poids de leurs dépenses publiques dans le PIB.

La rupture de tendance que l'on constate à partir du début des années quatre-vingt dans l'ensemble des pays développés, à l'exception du Japon, reflète d'abord le moindre recours aux politiques budgétaires

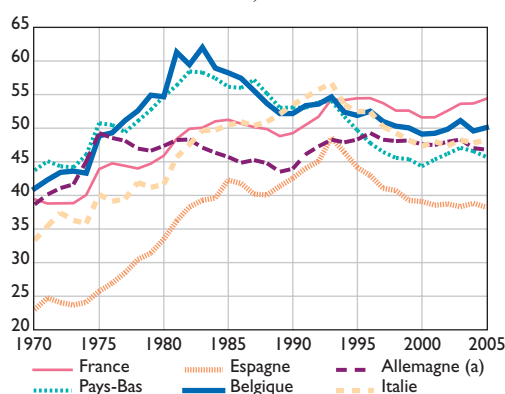
discrétionnaires. Plusieurs autres facteurs ont joué comme l'impact de la baisse des taux d'intérêt sur le service de la dette, la réduction des subventions aux entreprises ainsi que celle des budgets militaires. Un facteur supplémentaire spécifique à l'Europe est la préparation de l'Union monétaire qui a contraint les pays membres à mener à partir du début des années quatre-vingt-dix des politiques de consolidation budgétaire qui sont passés le plus souvent par une baisse des dépenses publiques.

La réaction des politiques budgétaires au cycle économique a été analysée par la Commission européenne (2001) sur la période de 1970 à 2000 dans l'Union européenne à quinze. Celle-ci a pu mettre en évidence un biais pro-cyclique durant les périodes de bonne conjoncture pour une majorité de pays. En règle générale, quand l'activité accélère, les soldes budgétaires ajustés du cycle ne s'améliorent pas de façon équivalente à l'aggravation observée au moment des creux de cycle. L'évolution des dépenses constitue le facteur majeur à l'origine de ce biais pro-cyclique, même si les baisses d'impôt discrétionnaires ont également joué un rôle dans de nombreux pays. Cependant, les baisses de dépenses, mises en œuvre durant les années quatre-vingt-dix dans le cadre de la préparation à l'Union monétaire et qui ont joué également dans un sens largement pro-cyclique, constituent une exception vertueuse.

L'analyse du comportement des pays européens en matière de dépenses publiques peut être menée à partir de la variation du ratio de dépenses publiques primaires nominales<sup>2</sup> cumulée depuis 1972.

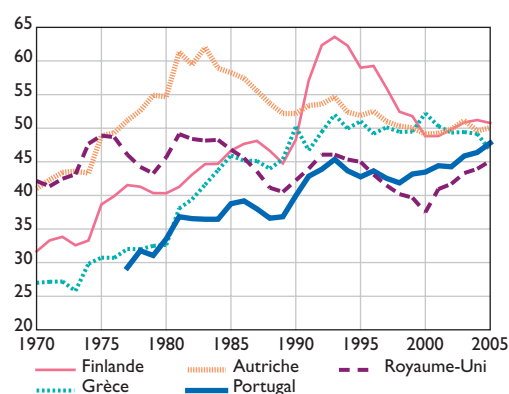
Graphique 1 Ratio de dépenses totales dans quelques pays européens

(données annuelles, en % du PIB)



(a) Série rétropolée sur la base de la série de l'ex-RFA

Source : OCDE



<sup>2</sup> L'OCDE publie également des dépenses ajustées du cycle. Mais, outre le fait que celles-ci diffèrent très peu des dépenses nominales (seules les dépenses d'assurance chômage sont exclues), leur analyse sur période longue n'apporte pas d'information supplémentaire.

- La date de 1972 est prise comme référence car elle correspond pour l'ensemble des pays étudiés à une situation de forte croissance où les déficits publics sont faibles, voire inexistantes.

- La prise en compte des dépenses primaires et non des dépenses totales est justifiée parce que les gouvernements n'ont que très peu de prise sur l'évolution de la charge de la dette, qui dépend du stock de la dette et du niveau des taux d'intérêt.

Les graphiques pour chaque pays sont présentés en annexe à la présente étude.

### Un comportement atypique du Royaume-Uni

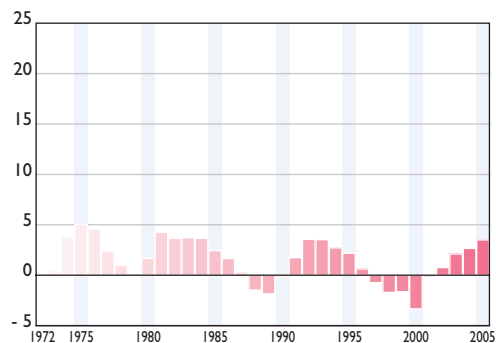
Entre 1972 et 2005, les dépenses primaires au Royaume-Uni sont passées de 38,8 % à 43 % du PIB, avec une moyenne sur la période de 40,6 %, ce qui reflète une relative stabilité sur longue période. Le graphique 2 montre que le pays est parvenu à faire croître ses dépenses publiques primaires, en moyenne au même rythme que son PIB tout en opérant des variations à court terme qui suivent les phases conjoncturelles (hausse des dépenses durant les creux de cycle et baisse durant les hauts de cycle).

Le Royaume-Uni mobilise ainsi les dépenses publiques dans un sens contra-cyclique qui va au-delà du jeu des stabilisateurs automatiques (OCDE, 2003). Cette politique discrétionnaire n'entraîne pas cependant une augmentation tendancielle du poids des dépenses publiques dans l'économie, en raison de la capacité à pratiquer des baisses symétriques aux hausses précédemment mises en œuvre.

Toutefois, le cas du Royaume-Uni est, à l'évidence, spécifique au regard des autres pays européens où la flexibilité des dépenses publiques est limitée par les caractéristiques du système de protection sociale et les règles protégeant la fonction publique.

### Graphique 2 Variation cumulée du ratio de dépenses primaires au Royaume-Uni

(données annuelles, en % du PIB)



Exemple de lecture : en 1982, le ratio de dépenses primaires au Royaume-Uni était supérieur de 4 points par rapport à son niveau de 1972.

Source : OCDE

### Dans les autres pays de l'Union européenne, les évolutions sont beaucoup plus linéaires

Tous les autres pays de l'Union européenne ont enregistré, au moins jusqu'au début des années quatre-vingt, une croissance régulière du poids des dépenses primaires dans le PIB, bien que l'ampleur du mouvement ait atteint des degrés divers. Ainsi, la hausse du ratio a dépassé 20 points en Espagne, en Suède et en Finlande entre 1972 et le début des années quatre-vingt-dix. Sur la même période, cette progression était limitée à environ 10 points en France et en Italie, 7 points aux Pays-Bas et moins de 5 points en Allemagne.

À partir du milieu des années quatre-vingt, les évolutions sont plus diverses.

- Plusieurs pays ont réduit, en quelques années, d'au moins 5 points de PIB leurs ratios de dépenses primaires, durant les années quatre-vingt (Irlande,

Belgique, Pays-Bas et Danemark) ou au début des années quatre-vingt-dix (Suède, Finlande, Italie, Espagne, Autriche et à nouveau Irlande et Pays-Bas). L'Allemagne entre également dans cette catégorie même si, après avoir fortement réduit ses dépenses primaires au cours des années quatre-vingt, elle a ensuite connu une évolution opposée du fait de la réunification.

Une fois cet ajustement passé, les dépenses primaires ont suivi des évolutions assez diverses suivant les pays : reprise d'une tendance haussière au point d'annuler totalement l'effort précédent de consolidation (Danemark ou Italie), stabilisation (Espagne) ou poursuite de la baisse. Dans cette dernière catégorie, l'Irlande est le seul pays de l'Union européenne où le ratio de dépenses primaires en 2005 est inférieur à celui enregistré en 1972.

Les autres pays n'ont connu aucun épisode de forte baisse des dépenses primaires. Sur longue période, leurs ratios enregistrent une augmentation régulière et par paliers qui résulte d'une politique budgétaire contra-cyclique plus prononcée durant les creux conjoncturels que pendant les périodes favorables. Il n'est alors pas possible de résorber le surplus de dépenses accumulés durant le creux conjoncturel. Cette tendance est particulièrement perceptible dans le cas de la Grèce et du Portugal. La France peut aussi se ranger dans ce groupe, même si les dépenses primaires semblent enregistrer une relative stabilisation depuis 1993.

Le graphique 3 permet d'illustrer cette différence d'évolution sur les cas de l'Espagne et de la France.

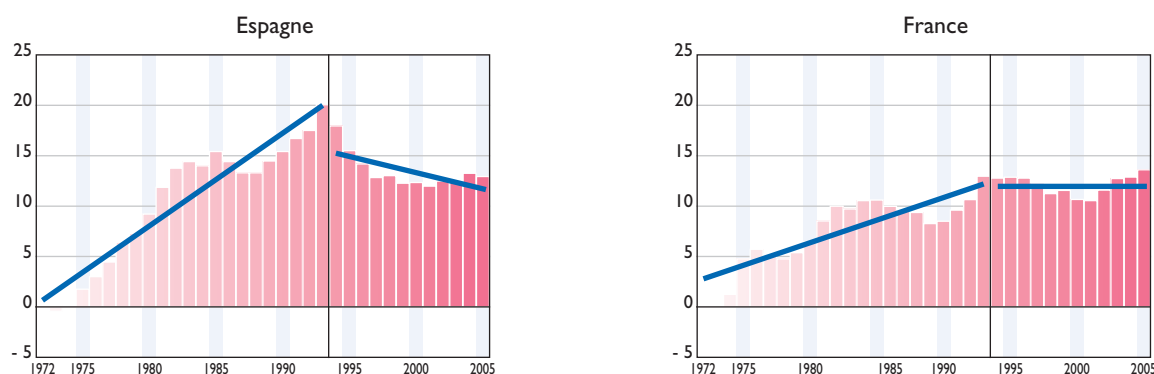
De cette typologie, forcément assez grossière, on peut tirer les enseignements suivants.

- L'exemple britannique montre qu'un usage discrétionnaire des dépenses publiques pour réguler la conjoncture n'est pas forcément incompatible avec une stabilisation à moyen terme de leur poids dans l'économie. Mais cette action suppose au préalable que la politique budgétaire soit capable d'intervenir symétriquement dans les deux sens et qu'il n'existe pas de rigidités entraînant une hausse tendancielle de certaines catégories de dépenses.

- À l'évidence, les autres pays de l'Union européenne à quinze, dans leur ensemble, ne sont pas dans cette situation et la politique discrétionnaire doit avoir comme orientation principale de remettre l'évolution des dépenses publiques sur une trajectoire soutenable. L'exemple des pays qui ont procédé à un effort de réduction des dépenses montre que l'ajustement est le plus souvent concentré sur une courte période et qu'il est mené de façon indépendante du cycle économique<sup>3</sup> ; ainsi, en Espagne, le ratio de dépenses primaires a baissé de 7 points entre 1993 et 1997, alors que l'économie avait enregistré une forte récession en 1993. Enfin, les efforts de contrôle des dépenses publiques doivent être poursuivis après l'ajustement, sous peine de voir réapparaître à plus ou moins brève échéance les tendances antérieures à la hausse structurelle des dépenses.

Graphique 3 Variation cumulée du ratio de dépenses primaires

(données annuelles, en % du PIB)



Sources : OCDE

<sup>3</sup> Inversement, l'idée d'un ajustement sur les dépenses, indolore car étalé dans le temps et concentré sur les périodes de conjoncture favorable, semble assez illusoire puisque le risque est élevé que cette politique soit interrompue au premier retournement du cycle ou en cas de changement politique.



## 2 | 2 Le lien entre croissance des dépenses et déficits excessifs

Depuis 1993, année qui correspond au début des efforts de préparation à l'entrée dans l'Union monétaire, l'évolution des dépenses primaires est restée très divergente suivant les pays, la tendance générale à la baisse recouvrant une simple stabilisation ou des hausses dans certains pays.

L'Union monétaire n'oblige pas à la convergence des niveaux de dépenses primaires dès lors que les politiques budgétaires dans chaque pays membre restent soutenables. Outre des périmètres d'intervention publique qui demeurent différents dans chaque pays, le maintien de fortes divergences trouve son origine :

- dans la diversité des situations budgétaires prévalant au début du processus de préparation à l'Union monétaire et qui nécessitait un effort plus ou moins important de réduction des déficits ;
- dans les choix différents de politique budgétaire menés à partir de 1993. Alors que certains pays ont consolidé leurs finances publiques intégralement par le biais d'une baisse des dépenses, d'autres pays ont plus fait porter leurs efforts sur les hausses de recettes.

Toutefois, la stabilisation du ratio de dépenses primaires semble être un élément déterminant pour éviter l'apparition de déficits au caractère permanent. Ce lien est illustré par le graphique 4 qui compare pour chaque pays de l'Union européenne à quinze sur la période 1993-2004 la croissance moyenne des dépenses publiques primaires, mesurée par son écart avec la croissance du PIB, avec le solde public moyen. La présence d'un déficit public élevé est corrélée avec une croissance « excessive » des dépenses publiques, au sens où celles-ci ont augmenté plus vite que le PIB en moyenne sur la période.

Une croissance des dépenses publiques plus rapide que celle de la richesse nationale pendant une certaine période peut être justifiée dans certains cas : un processus de rattrapage pour les pays en retard économique, le financement de nouveaux investissements ou une amélioration de la protection sociale. Mais une hausse durablement supérieure est le signe que le surcroît de dépenses publiques est insuffisamment productif puisqu'il n'entraîne pas un accroissement ultérieur équivalent du produit intérieur brut. Faute de mesures correctrices, les pays doivent choisir entre laisser le déficit se creuser ou augmenter les prélèvements obligatoires : deux options dont les effets sont tout aussi pénalisants à terme pour la croissance.

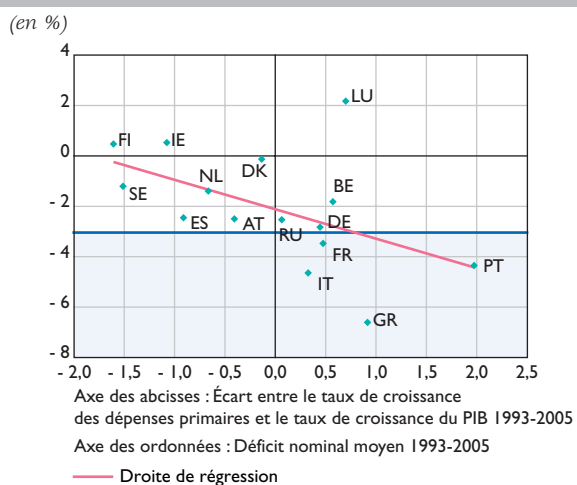
**Tableau 1 Dépenses primaires (hors Universal mobile telecommunications systems – UMTS) dans les pays de l'Union européenne à quinze**

(en % du PIB)

	1993	2005	Variation
Allemagne	45,1	44,0	- 1,1
Autriche	52,1	46,7	- 5,4
Belgique	43,9	45,6	1,7
Danemark	53,5	50,2	- 3,3
Espagne	43,6	36,4	- 7,2
Finlande	59,2	49,1	- 10,1
France	51,0	51,7	0,7
Grèce	39,4	41,8	2,4
Irlande	38,2	33,4	- 4,8
Italie	43,6	43,5	- 0,1
Luxembourg	39,3	43,1	3,8
Pays-Bas	48,3	43,3	- 5,0
Portugal	38,0	45,1	7,1
Royaume-Uni	43,0	43,0	0,0
Suède	66,6	54,5	- 12,1
<b>Zone euro</b>	<b>46,1</b>	<b>44,6</b>	<b>- 1,5</b>

Source : OCDE

**Graphique 4 Déficit, croissance des dépenses et du PIB dans l'Union européenne à quinze entre 1993 et 2005**



Notes :

- Les pays figurant dans la zone bleutée ont un déficit supérieur à 3 % du PIB en moyenne sur 1993-2005.
- La correspondance des codes ISO utilisés avec les noms usuels des pays figure dans la liste des abréviations, rubrique « Divers », page I du présent numéro.

Source : OCDE

Ce phénomène est illustré par le graphique 5 qui montre l'évolution différente des dépenses primaires dans les quatre pays en rattrapage de développement au sein de l'Union (Espagne, Grèce, Irlande et Portugal).

- Au Portugal et en Grèce, les ratios de dépenses primaires ont fortement progressé depuis 1993, au point de rejoindre, en 2004, la moyenne de la zone euro. Cette politique a produit des effets insuffisants pour accélérer la croissance, le revenu moyen par habitant dans les deux pays en 2004 restant à 70 % de la moyenne constatée pour l'ensemble de la zone euro. Par ailleurs, la hausse trop rapide des dépenses se trouve directement à l'origine du déficit excessif constaté dans les deux pays en 2004<sup>4</sup>.

- Dans le même temps, l'Espagne et l'Irlande ont adopté une politique inverse en réduisant leurs dépenses primaires qui se situent en 2004 à un niveau sensiblement inférieur à la moyenne de la

zone euro. Ces deux pays affichent aujourd'hui une situation budgétaire saine tout en ayant enregistré sur l'ensemble de la période des performances économiques bien supérieures<sup>5</sup> à celles du Portugal et de la Grèce.

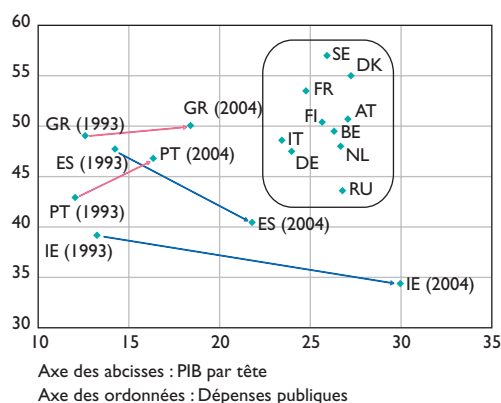
Si une croissance excessive des dépenses publiques risque d'influer négativement sur la croissance de l'économie, une croissance en volume ou une inflation particulièrement faible rend également plus difficile l'effort de maîtrise des dépenses. Ce problème est d'autant plus important pour les pays qui supportent déjà des ratios de dépenses primaires élevés avec une proportion importante de dépenses rigides à la baisse. Dans ce contexte, les réformes structurelles pour réduire les dépenses risquent d'être particulièrement coûteuses car elles contribuent à déprimer encore un peu plus à court terme la conjoncture, alors que les effets bénéfiques ne sont attendus qu'à moyen terme.

Ainsi, l'Allemagne, qui a effectué des efforts très significatifs en matière de maîtrise des dépenses depuis 1993, s'est trouvée pénalisée par une croissance très faible du PIB<sup>6</sup>, conséquence du choc de la réunification et des évolutions démographiques particulièrement défavorables. Le graphique 6 montre que, toutes choses étant égales par ailleurs, si le pays avait enregistré, entre 1993 et 2005, un taux de croissance en volume équivalent à celui du restant de la zone euro, à montant inchangé, les dépenses primaires auraient baissé de 4,4 points de PIB<sup>7</sup>.

Ces exemples montrent qu'une stratégie de maîtrise des dépenses doit toujours prendre en compte le contexte économique global. Une faible croissance peut être liée à des problèmes structurels (rigidité sur le marché des biens et services, gains de productivité insuffisants, sous accumulation du capital) qui dépassent le cadre de la politique budgétaire. La réduction des dépenses publiques n'est alors qu'un élément parmi d'autres dans la stratégie économique d'ensemble visant à résoudre ces problèmes structurels.

**Graphique 5 Ratios de dépenses publiques et revenu moyen par habitant dans l'Union européenne à quinze**

(PIB en milliers d'euros PPA, dépenses publiques en % du PIB)



Note : Chiffres 1993 et 2004 pour l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et la Grèce, et 2004 seulement pour les autres pays de l'Union européenne.

Source : OCDE

<sup>4</sup> En 2004, la Grèce a notifié un déficit public de 6,9 % du PIB et le Portugal 3,2 % du PIB.

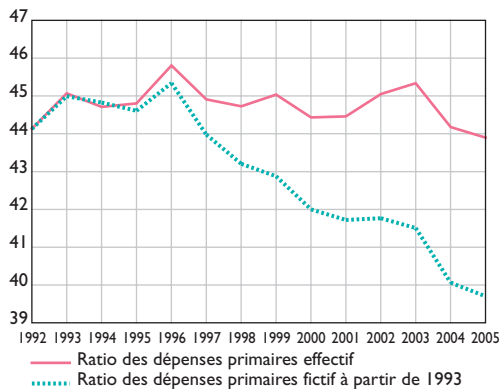
<sup>5</sup> Même si d'autres facteurs que la politique budgétaire ont certainement joué dans la forte croissance enregistrée depuis 1993 par l'Espagne et l'Irlande

<sup>6</sup> Sans qu'une causalité ait été démontrée entre les deux phénomènes

<sup>7</sup> Inversement, si l'Irlande avait enregistré entre 1993 et 2005, un taux de croissance en volume équivalent à celui du restant de la zone euro, le poids des dépenses primaires dans le PIB n'aurait pas diminué, mais augmenté.

**Graphique 6 Simulation du ratio de dépenses primaires en Allemagne avec une croissance du PIB réel à partir de 1992 égale à celle du reste de la zone euro**

(données annuelles, en % du PIB)



Source : OCDE

### 2 | 3 Quelles catégories de dépenses sont en cause ?

Si l'on examine la composition des dépenses primaires, il apparaît que deux postes principaux sont à l'origine de la tendance haussière observée sur longue période :

- les prestations sociales en espèces (retraite, chômage) en 2005 représentent environ 18 % du PIB en France et en Italie et 13 % au Royaume-Uni. En 1972, ce même poste pesait aux environs de 12 % en France et en Italie et 9 % au Royaume-Uni. La progression tendancielle des prestations sociales en espèces s'explique, en particulier, par l'extension de la couverture sociale et l'impact structurel du vieillissement de la population ;
- la consommation publique constitue un poste encore plus important des dépenses publiques : 24 % du PIB en France et autour de 21 % du PIB au Royaume-Uni et en Italie en 2005. Ce poste a connu une forte augmentation depuis 1972 puisque pour ces trois pays, il représentait environ 18 % du PIB. Les principales contreparties de la consommation publiques sont les consommations intermédiaires, les prestations sociales en nature (essentiellement les dépenses de santé) qui ont crû comme les prestations en espèces et la masse salariale publique. Cette dernière a beaucoup progressé en raison du développement du champ d'intervention des administrations publiques et sous l'effet des politiques de lutte contre le chômage

menées depuis trente ans qui ont, en partie, transité dans certains pays par l'augmentation de l'emploi public. En France, par exemple, la part de l'emploi public dans l'emploi total a atteint presque 23 % en 2004 contre 17 % en 1970. La masse salariale publique est passée dans le même temps de 10 % à 13,5 % du PIB. Mais cette hausse de l'emploi public est un facteur important de rigidité des dépenses publiques puisque les emplois de fonctionnaires créés en bas de cycle ne peuvent être aussi rapidement diminués quand la conjoncture devient meilleure sur le marché du travail.

Ces deux catégories de dépenses, difficilement compressibles à court terme, représentent les quatre cinquièmes des dépenses primaires dans ces trois pays et leur part dans le total des dépenses a crû depuis 1972 de 3 à 5 points. À l'inverse, les dépenses d'intervention de l'État (subventions et investissements publics), normalement plus productives, mais qu'il est relativement aisé de faire fluctuer d'une année sur l'autre, ont fortement diminué depuis les années soixante-dix au point de ne représenter aujourd'hui qu'une part réduite des dépenses primaires totales : 9 % en France, 7,6 % en Italie et 6 % au Royaume-Uni en 2005, alors qu'elles représentaient autour de 15 % des dépenses en 1972. Si la baisse reflète d'abord le mouvement général de déréglementation et de privatisation, de nombreux pays ont, prioritairement, ciblé les dépenses d'intervention au lieu des dépenses courantes dans leurs efforts de consolidation budgétaire. Mais cette stratégie à court terme comporte le risque de dégrader la qualité des infrastructures publiques et de peser sur le potentiel de croissance de l'économie.

L'examen des pays qui ont réussi à réduire de façon significative leurs ratios de dépenses primaires (au moins

**Tableau 2 Décomposition de la baisse du ratio de dépenses primaires dans certains pays de l'Union européenne à quinze**

(en % du PIB)

	Année maximum	Variation 2005	Consommation publique	Prestations espèces	FBCF	Autres dépenses
Irlande	1982	15,4	3,9	3,8	1,0	6,7
Suède	1993	12,2	1,9	4,7	0,8	4,8
Finlande	1992	10,7	2,7	5,5	0,7	1,8
Pays-Bas	1982	10,4	0,9	8,2	0,4	0,9
Belgique	1981	7,6	0,5	2,0	2,8	2,3
Espagne	1993	7,1	0,9	3,1	0,7	2,4
Autriche	1995	5,4	2,0	0,8	1,9	0,7

Source : OCDE



cinq points de PIB) montre que l'effort a, en général, porté sur les dépenses courantes. Le tableau 2 compare le niveau du ratio de dépenses primaires de 2005 au maximum atteint sur la période 1972-2005 et décompose l'ajustement en différents postes de dépenses.

Dans six des sept pays, les dépenses de consommation publique et de prestations sociales représentent au moins 50 % de l'ajustement intervenu sur les dépenses primaires, cette part montant à presque 100 % pour l'un d'entre eux (Pays-Bas). La baisse des investissements publics prend une part significative dans l'effort de consolidation uniquement en Belgique et en Autriche. Enfin, le poste autres dépenses, qui regroupe en particulier les subventions et les transferts en capital versés par les administrations publiques, ne joue un rôle important qu'en Irlande et en Suède<sup>8</sup>.

L'exemple inverse est donné avec la France. Entre 1990 et 2005, le ratio de dépenses primaires est passé de 46,6 % à 51,7 % du PIB, soit une hausse de 5,1 points. La consommation publique (2,2 points) et les prestations sociales en espèces (1,9 points) ont été à l'origine de près de 80 % de cette hausse du poids des dépenses publiques primaires dans l'économie.

L'efficacité d'une stratégie de maîtrise des dépenses dépend donc largement de la capacité à stopper la hausse tendancielle des dépenses courantes que sont la consommation publique et les prestations sociales. Cette politique passe par la mise en œuvre de réformes structurelles limitant la taille des administrations publiques et/ou modifiant les paramètres des régimes de protection sociale. Parallèlement, il est important de veiller à ne pas trop réduire la part des dépenses les plus productives au sein des dépenses totales.

### 3| L'intérêt et la pratique des règles de dépenses publiques

Après avoir discuté l'intérêt théorique d'une règle budgétaire sur les dépenses publiques et les différents paramètres nécessaires à son bon fonctionnement, on passera brièvement en revue le développement de ce type de mécanisme dans le cadre européen.

### 3| Pourquoi formaliser le contrôle des dépenses au travers d'une règle budgétaire ?

#### Donner un engagement permanent de rigueur budgétaire aux agents économiques

Les gouvernements sont censés beaucoup mieux contrôler les dépenses publiques que les recettes publiques, du fait que les premières ne dépendent que très peu du cycle économique. Or, le « biais en faveur des déficits » des gouvernements s'exprime le plus souvent au travers d'un « biais en faveur de dépenses supplémentaires ». Un tel comportement peut tout d'abord s'expliquer par l'illusion fiscale : les individus sous-estiment le poids des impôts futurs associé à un programme de dépenses financé par le déficit et surestiment parallèlement les avantages qu'ils tirent de ce programme (Buchanan et Wagner, 1977). D'autres économistes ont mis en avant le fait que, même sans illusion fiscale, une distribution inégalitaire des coûts et bénéfices peut expliquer le « biais en faveur de dépenses supplémentaires ». Certains groupes peuvent retirer un avantage particulier comme les administrations publiques dépendantes ou les groupes d'électeurs ayant un rôle clé pour gagner une élection (Harden et Von Hagen, 1996). L'instauration d'une règle budgétaire type plafonnement des dépenses est alors particulièrement pertinente pour éviter ce type de dérapage.

#### Satisfaire aux principaux critères d'une bonne règle budgétaire

La littérature économique a mis en lumière l'intérêt de l'utilisation de règles formelles appuyées par un mécanisme institutionnel crédible pour encadrer l'évolution des politiques budgétaires et éviter l'apparition de déséquilibres à caractère structurel. Elle a également identifié (Buti *et al*, 2003) les principales qualités qu'une règle budgétaire doit posséder pour remplir sa mission : bonne définition, transparence, simplicité, flexibilité, adéquation à l'objectif final, cohérence.

À l'aune de ces critères une règle de plafonnement des dépenses peut être jugée favorablement. Elle est en effet assise sur un agrégat simple à déterminer et

<sup>8</sup> Ceci reflète des changements de périmètre des administrations publiques à la suite d'opérations de privatisation.

son fonctionnement est relativement peu complexe : il est, de ce fait, aisé de contrôler le respect de sa mise en œuvre. En outre, dans la mesure où la dynamique des dépenses constitue la principale origine de l'apparition de déficits budgétaires pérennes, une règle de plafonnement apparaît parfaitement en adéquation avec son objectif final. Le fait de remplir ces différents critères renforce la crédibilité de l'engagement pris par les pouvoirs publics de se conformer à une règle budgétaire. En revanche, comme pour n'importe quel autre règle budgétaire, l'efficacité d'une norme de plafonnement des dépenses dépend largement de l'existence d'un consensus politique soutenant cette nouvelle contrainte imposée à la politique budgétaire ainsi que des mécanismes institutionnels visant à contrôler son respect.

### 3 | 2 La définition de la règle

Il convient de rappeler, en préambule, qu'une règle budgétaire sur les dépenses n'est qu'un instrument destiné à renforcer la crédibilité de la politique budgétaire. Le respect des objectifs affichés dans la règle dépend d'abord des mesures effectivement mises en œuvre pour maîtriser durablement la croissance des dépenses.

Sous cette condition, un certain nombre de points sont à préciser pour qu'une règle budgétaire sur le plafonnement des dépenses puisse obtenir sa pleine efficacité.

#### Application à l'ensemble des administrations publiques

Une couverture partielle, non seulement limite la portée de la règle, mais fait également courir le risque de transfert de certaines dépenses vers les administrations publiques en dehors du périmètre d'application. En France, une norme de progression zéro en volume des dépenses du budget de l'État est respectée depuis 2003, mais les dépenses des autres administrations publiques ne sont pas soumises à un mécanisme de plafonnement, alors que ce sont celles-ci qui tendent à progresser le plus vite. Faisant suite aux conclusions du rapport Pébereau (2005), le gouvernement a mis en place un Conseil d'orientation des finances publiques en 2006 qui doit réfléchir sur

les moyens de responsabiliser l'ensemble des acteurs (État, administrations de sécurité sociale, collectivités locales) à la maîtrise des dépenses.

#### Quelles dépenses prendre en compte ?

Si la norme de plafonnement doit s'appliquer à l'ensemble des administrations publiques, certains types de dépenses peuvent en être exclus sans que cela ne nuise à l'efficacité de la règle budgétaire.

- À court terme, l'évolution de la charge de la dette dépend principalement des taux d'intérêt qui sont en dehors du contrôle des gouvernements. L'inclusion de cette catégorie dans la norme de plafonnement des dépenses pourrait créer des effets d'aubaine (possibilité d'augmenter les autres dépenses en cas de baisse des taux) ou des effets inutilement restrictifs, (obligation de baisser les autres dépenses pour compenser l'impact de la hausse des taux).

- Les dépenses d'investissement public peuvent également prétendre à un traitement préférentiel car elles s'autofinancent à terme grâce à la hausse du PIB potentiel<sup>9</sup>. Les inclure dans la norme de plafonnement risquerait d'inciter les gouvernements à les réduire de façon exagérée car c'est souvent moins coûteux politiquement que des dépenses courantes. En même temps, la définition des dépenses productives peut poser problème car celles-ci vont au-delà des seules dépenses d'investissement public : ainsi, les dépenses pour l'éducation supérieure qui figurent largement dans la consommation publique.

- Les dépenses à caractère cyclique (prestations d'assurance chômage et autres transferts évoluant en fonction de la conjoncture) seraient aussi à exclure car elles agissent comme des stabilisateurs automatiques. Imposer une norme arbitraire de plafonnement quel que soit l'état de la conjoncture obligerait à compenser la hausse des prestations en creux de cycle par une restriction sur les autres dépenses et laisserait, au contraire, une marge pour accroître les autres dépenses en haut de cycle.

Inversement, il convient d'éviter que le gouvernement ne contourne la norme de plafonnement des dépenses budgétaires par le recours aux dépenses fiscales qui constituent au plan comptable des baisses

<sup>9</sup> Sous réserve du caractère suffisamment productif des investissements.

discrétionnaires de recettes, mais produisent les mêmes effets économiques que des dépenses.

### Dépenses nominales ou dépenses réelles ?

L'objectif de croissance des dépenses publiques peut être exprimé en termes nominal ou réel.

- Un objectif en termes nominal est plus simple à suivre, mais il ne permet pas de réagir en cas d'évolution inattendue des prix.
- Un objectif en termes réel permet de neutraliser les erreurs de prévision d'inflation et de se caler directement sur la croissance en volume. C'est la solution qui est la plus couramment adoptée, par exemple pour la norme de croissance des dépenses du budget de l'État en France.

### Quel horizon prendre en compte ?

Une norme de plafonnement peut d'abord être définie chaque année, ce qui a l'avantage de coïncider avec la *Loi de finances*. En revanche, un horizon aussi court ne donne que peu de visibilité aux agents économiques et réduit de ce fait la crédibilité de l'engagement à long terme du gouvernement sur la maîtrise des dépenses. Au contraire, une norme assise sur une durée de plusieurs années (par exemple celle d'une législature) permet de réduire l'incertitude des agents économiques quant à l'orientation de la politique budgétaire. La question se pose toutefois de la modulation ou non de la norme, compte tenu des performances déjà obtenues depuis sa mise en application. Un taux prédéterminé en début de la période peut contribuer à renforcer la confiance des agents économiques sur la pérennité de l'engagement de maîtrise du déficit. Ceci peut comporter des avantages lorsque les déséquilibres à résorber sont particulièrement importants. Lorsque ce n'est pas le cas, il semble préférable de conserver une certaine flexibilité pour réagir aux évolutions du cycle économique.

### À quel niveau fixer le plafond ?

L'objectif de croissance des dépenses dépend de deux éléments. D'abord du niveau des recettes attendu sur la période qui, hors mesures discrétionnaires,

est lié à la croissance en valeur du PIB. Ensuite de la nécessité de réduire le déficit public et/ou la dette publique constatés *ex ante*.

- S'agissant de l'évolution future des recettes, celle-ci doit tenir compte à la fois du potentiel de croissance de l'économie et également du positionnement dans le cycle en début de période. La prise en compte d'un retard ou d'un excédent de croissance, tel qu'il est mesuré par le calcul de l'écart de production<sup>10</sup>, évite de fixer des normes de dépenses trop généreuses en période de haut de cycle et inversement trop strictes durant les périodes moins favorables. Mais la notion d'écart de production repose sur celle de croissance potentielle qui est difficilement mesurable dans les faits. D'une part, il existe plusieurs méthodologies qui aboutissent à des estimations de la croissance potentielle substantiellement différentes, d'autre part, l'estimation en temps réel de la croissance potentielle est d'assez mauvaise qualité car elle est fortement et fréquemment révisée<sup>11</sup>.

- Une fois que la progression attendue des recettes est définie, la norme de croissance des dépenses pourra être déterminée en fonction de l'objectif de réduction du déficit et/ou de dette publique fixé à un certain horizon. Une illustration simple est donnée par le programme de stabilité français 2007-2009 transmis à la Commission européenne au début de l'année 2006. Dans son scénario principal, il fait l'hypothèse d'une croissance potentielle à 2 % l'an, et d'une croissance effective à 2,25 % l'an, compte tenu du retard de croissance estimé aujourd'hui. L'écart entre les recettes réelles qui augmentent de 2,25 % (les prélèvements obligatoires sont supposés rester constants à partir de 2007) et une progression des dépenses réelles fixée à 0,6 %, permettrait, selon le programme, d'améliorer le solde public de 0,9 point de PIB par an et de résorber totalement le déficit public actuel en 2010.

### Une règle appuyée par des mécanismes institutionnels crédibles

Comme pour n'importe quelle autre règle budgétaire, l'effectivité d'une norme de plafonnement des dépenses dépend largement des mécanismes institués pour assurer son respect. Plus la procédure d'adoption de la norme aura un niveau institutionnel élevé (vote du Parlement plutôt que simple

<sup>10</sup> L'écart de production ou "output gap" est l'écart entre le PIB potentiel et le PIB effectif.

<sup>11</sup> Cf. Banque centrale européenne (BCE) (2005) : « Fiabilité (ou absence de fiabilité) des estimations de l'écart de production en temps réel », Bulletin mensuel, février

engagement du gouvernement), plus sa violation sera coûteuse en termes de crédibilité politique. En outre, la règle devrait prévoir une correction rapide des dépassements observés *ex post*, ce qui suppose un pilotage rapproché de l'évolution des dépenses publiques par les autorités responsables.

### 3 | 3 L'introduction de règles de plafonnement dans le cadre européen de surveillance budgétaire

Le cadre institutionnel mis en place au niveau de l'Union européenne pour la surveillance des politiques budgétaires nationales est focalisé sur le respect des deux valeurs de référence fixées dans l'article 104 du Traité pour le déficit public (3 % du PIB) et la dette publique (60 % du PIB). À l'inverse, aucune norme commune n'est fixée concernant le rythme de croissance des dépenses ou des recettes publiques ainsi que leur niveau en proportion du PIB.

Cette conception traduit d'abord le maintien de la souveraineté budgétaire au niveau national. Sous réserve des limites de déficit et de dette fixées par le Traité, les pays membres continuent de décider librement des mesures budgétaires à mettre en œuvre pour conserver des finances publiques saines.

Une seconde justification est la grande hétérogénéité des situations budgétaires nationales au sein de l'Union. Non seulement le poids des dépenses publiques reste relativement différent, mais le rythme moyen de croissance des dépenses publiques peut fortement varier. Cette hétérogénéité s'est accentuée avec l'élargissement de l'Union européenne le 1<sup>er</sup> mai 2004. Le tableau 3 montre que si cet élargissement n'a pas entraîné d'augmentation de la dispersion des ratios de dépenses publiques et des soldes publics, tel n'est pas le cas s'agissant de la croissance des dépenses réelles.

Tableau 3 Écart-type dans la zone euro, dans l'Union européenne à quinze et à vingt-cinq

(ratio et solde en % du PIB, taux en %)

	Zone euro	UE à 15	UE à 25
Ratio de dépenses publiques	5,4	5,9	6,2
Solde public	2,4	2,4	2,3
Taux de croissance réel des dépenses publiques	2,2	2,2	4,9

En raison de cette hétérogénéité, l'application d'une règle commune de progression des dépenses à l'échelle de l'Union européenne apparaît largement impraticable car la norme choisie serait une moyenne, pénalisante pour certains pays et laxiste pour d'autres. De ce fait, une étude au cas par cas reste indispensable pour déterminer quel niveau de progression des dépenses publiques est compatible avec l'équilibre des finances publiques. Une norme de croissance des dépenses publiques doit donc rester à l'échelon national pour tenir compte des particularités de chaque pays et préserver l'indépendance des politiques budgétaires. En même temps, celle-ci constitue un indicateur intermédiaire contribuant à mieux faire respecter les valeurs de référence définies dans le Traité.

#### Le contrôle des dépenses publiques dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance

Les institutions européennes ont attaché une importance croissante à l'évolution de la variable dépenses publiques dans leur mission de surveillance des positions budgétaires des pays membres.

Les deux règlements fondant le PSC et adoptés en 1997 traitent de manière indirecte du problème du contrôle des dépenses publiques.

- Le règlement 1466/97 « relatif au renforcement de la surveillance des positions budgétaires ainsi que de la surveillance et de la coordination des politiques économiques » introduit le concept d'« objectif budgétaire » à moyen terme proche de l'équilibre ou en excédent » dont la réalisation doit permettre aux États membres de gérer les fluctuations conjoncturelles normales. Les programmes de stabilité des États membres et les programmes de convergence des autres pays de l'Union européenne présentés chaque année à la Commission et au Conseil européen doivent donner une perspective pluriannuelle des mesures de politique budgétaire mises en œuvre pour atteindre la cible. Le Conseil donne son avis sur le caractère adéquat de ces mesures budgétaires.

- Le règlement 1467/97 « visant à accélérer et à clarifier la mise en œuvre de la procédure concernant les déficits excessifs » donne au Conseil le droit de formuler des recommandations précises à l'État membre sur les mesures budgétaires à prendre pour mettre fin au déficit excessif dans les délais impartis.



Ce pouvoir d'avis ou de recommandation donné aux autorités européennes les a conduit à développer de nouveaux instruments d'analyse sur l'état des finances publiques des États membres, en particulier le concept de solde budgétaire ajusté du cycle. La décision de l'Eurogroupe en octobre 2002 impose désormais aux pays membres en déséquilibre budgétaire une réduction du solde budgétaire ajusté du cycle d'au moins 0,5 % du PIB par an. Cette cible, systématiquement reprise dans les recommandations adressées par le Conseil aux pays sous le coup d'une procédure pour déficit excessif, se rapproche d'une norme de croissance des dépenses publiques puisque seules les dépenses liées à l'évolution du chômage sont considérées comme étant cycliques et que l'autre moyen pour réduire le déficit structurel, une hausse discrétionnaire des impôts, est de plus en plus à écarter compte tenu de la concurrence fiscale régnant au sein de l'Union européenne.

La réforme du PSC, adoptée au Conseil européen des 22 et 23 mars 2005, traite du contrôle des dépenses publiques sous plusieurs aspects :

- l'objectif d'une baisse de 0,5 point de PIB par an du solde budgétaire ajusté du cycle pourra être modulé suivant l'état de la conjoncture (effort plus important durant les périodes favorables et inversement pour les autres). Cette modulation milite donc pour l'adoption d'une norme de plafonnement des dépenses « flexible » en fonction de l'état de la conjoncture ;
- l'accord introduit un début de distinction au sein des différentes catégories de dépenses. Certaines d'entre elles (investissements publics, dépenses de recherche et développement, dépenses liées à la mise en œuvre de réformes structurelles, contributions financières pour l'unification européenne ou la solidarité internationales) peuvent justifier un dépassement temporaire de la valeur de référence de 3 % du PIB ou une déviation temporaire par rapport à l'objectif d'une baisse de 0,5 point de PIB par an du solde budgétaire ajusté du cycle ;
- enfin, dans le cadre de l'amélioration de la gouvernance, les États membres sont encouragés à introduire des règles budgétaires (le plafonnement des dépenses étant cité parmi les règles possibles) en tant qu'instrument complémentaire facilitant le respect des objectifs fixés dans le cadre du PSC.

La mise en œuvre de ces règles nationales pourra être discutée lors de l'examen des programmes de stabilité ou de convergence.

Ce renforcement du cadre de surveillance s'est accompagné d'une multiplication des déclarations de la part du Conseil européen en faveur d'une amélioration de la qualité des dépenses publiques dans les pays membres. L'accent mis sur une structure des dépenses plus favorable à la croissance et à l'emploi est considéré comme une composante essentielle de la mise en œuvre de la stratégie dite de Lisbonne<sup>12</sup>.

### Le contrôle des dépenses publiques dans les pays de l'Union européenne : des degrés d'application relativement divers

Tous les pays de l'Union à quinze ont progressivement introduit des mécanismes de plafonnement des dépenses publiques, mais avec un caractère contraignant plus ou moins marqué (Commission européenne, 2003).

Les résultats ont été pour l'instant assez limités dans les grands pays (Allemagne, France, Italie), surtout parce que les règles ne prennent pas en compte l'ensemble des administrations publiques (APU) ou l'essentiel des dépenses et qu'aucun mécanisme contraignant ne permet de corriger les dérives.

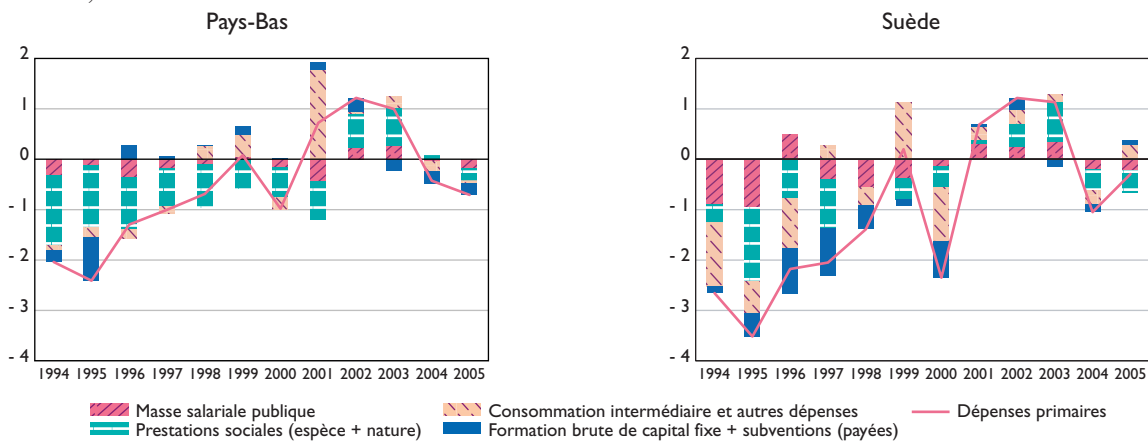
Les expériences les plus réussies peuvent être trouvées aux Pays-Bas et dans les pays scandinaves.

- Les Pays-Bas ont adopté, en 1994, une règle de plafonnement basée sur l'ensemble d'une législature (quatre ans en principe). Au début de la législature, le parlement vote des normes de progression des dépenses qui sont définies pour chaque année en termes réel pour chacun des sous-secteurs des administrations publiques. Les plafonds sont fixés de manière à laisser jouer les stabilisateurs automatiques du côté des revenus sans qu'il n'y ait de risque que le déficit ne dépasse la limite de 3 % du PIB. L'application de cette règle s'est traduite par un ralentissement indéniable de la croissance des dépenses primaires courantes jusqu'en 2000. Si ce mouvement a pu être aidé par la réduction de la charge de la dette et de celle des allocations chômage consécutives à la forte croissance économique, la Commission européenne dans son rapport annuel sur les finances publiques

<sup>12</sup> Cf. les Lignes directrices intégrées pour 2005-2008 et les conclusions du Conseil européen des 23 et 24 mars 2006 et Vigna (2006) : « La stratégie de Lisbonne » Bulletin de la Banque de France, n° 151, juillet

Graphique 7 Décomposition de la variation du ratio de dépenses primaires

(en % du PIB)



Source : Commission européenne  
Calculs : Banque de France

de 2003 note que la règle de plafonnement a permis de réduire l'utilisation discrétionnaire des dépenses publiques pour faire face à des chocs inattendus. Certains dérapages ont été constatés à partir de 2001, du fait d'une hausse spontanée plus forte que prévue des dépenses de santé et de chômage, mais ils ont pu être corrigés très rapidement dès 2004 par la mise en œuvre de réformes structurelles (cf. graphique 7).

- La Suède a adopté un mécanisme un peu différent en 1997. Le parlement vote, chaque année, un plafond de croissance des dépenses publiques excluant la charge de la dette pour les trois années à venir et décliné pour chaque administration publique. Le taux de croissance des dépenses publiques est déterminé de façon à ce que le poids des dépenses publiques dans le PIB potentiel demeure stable. Comme dans le cas des Pays-Bas, après une application parfaitement réussie au

cours des premières années, certains dérapages furent observés en 2002 et 2003 du fait d'une croissance trop rapide des dépenses de santé et d'assurance chômage. Mais les mesures prises par le gouvernement suédois ont permis de compenser ces dérapages dès 2004. Au total, l'objectif d'une stabilisation du ratio de dépenses primaires sur PIB apparaît atteint depuis l'instauration du mécanisme : celui-ci s'établissait à 54,5 % du PIB en 2005, contre 55,2 % en 1998 (cf. graphique 7).

Dans ces deux pays, les raisons majeures du succès semblent être, d'une part, le consensus politique entourant la mise en œuvre de ces règles, d'autre part, la correction rapide des dérives constatées *ex post*. En revanche, il apparaît que la catégorie de dépenses la plus difficile à contrôler est celle des prestations sociales en espèces et en nature qui est très sensible aux évolutions de la conjoncture.

*Il existe aujourd'hui un large consensus en Europe sur le fait que la préservation de la soutenabilité des finances publiques passe par la maîtrise de la croissance des dépenses publiques. Cet effort est d'autant plus essentiel que le vieillissement de la population va faire peser des contraintes croissantes sur les finances publiques dans les années à venir. La Commission européenne (2006) estime que la hausse des dépenses au titre des retraites, de la santé et de soins de longues durée devrait s'élever à 3 % du PIB en moyenne pour la zone euro d'ici 2030.*

*À cette maîtrise des quantités, il est important d'adjoindre une stratégie d'amélioration de la qualité des dépenses publiques, en vue de maximiser leur effet sur la croissance.*

*Les règles budgétaires de plafonnement de la croissance des dépenses publiques ont prouvé qu'elles pouvaient constituer des outils efficaces pour atteindre ces objectifs. Les institutions européennes recommandent leur mise en œuvre au niveau national et de nombreux pays se sont engagés avec succès dans cette voie.*

*Enfin, une politique de maîtrise durable de la croissance des dépenses publiques doit s'insérer dans une stratégie plus globale visant à rehausser le potentiel de croissance de l'économie et l'emploi.*

## Bibliographie

### Alesina (A.) et Perotti (R.) (1997)

"Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects", Fonds monétaire international, *IMF Staff Papers*, Vol. 44 n° 2, p. 210-248

### Ang (A.), Piazzesi (M.) et Wei (M.) (2006)

"What does the yield curve tell us about GDP growth?", *Journal of Econometrics*, n° 131, p. 359-403

### Banque d'Italie (2001)

Articles présentés au groupe de travail "Fiscal rules", Pérouse, février, disponibles à l'adresse : [http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=\\_framecontent.action&Target=\\_self](http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=_framecontent.action&Target=_self)

### Banque d'Italie (2002)

Articles présentés au groupe de travail "Fiscal sustainability", Pérouse, mars, disponibles à l'adresse : [http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=\\_framecontent.action&Target=\\_self](http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=_framecontent.action&Target=_self)

### Banque d'Italie (2003)

Articles présentés au groupe de travail "The impact of fiscal policy", Pérouse, avril, disponibles à l'adresse : [http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=\\_framecontent.action&Target=\\_self](http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=_framecontent.action&Target=_self)

### Banque d'Italie (2005)

Articles présentés au groupe de travail "Public expenditure", Pérouse, avril, disponibles à l'adresse : [http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=\\_framecontent.action&Target=\\_self](http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=_framecontent.action&Target=_self)

### Banque centrale européenne (2006)

« Importance de la réforme des dépenses publiques pour la croissance et la stabilité économiques », *Bulletin mensuel*, mars

### Barro (R.J.) (1974a)

"Are government bonds net wealth?", *Journal of Political Economy*, vol. 85, p. 1095-1117

### Barro (R.J.) (1974b)

"Government spending in a simple model of endogenous growth", *Journal of Political Economy*, vol. 98, p. 103-125

### Blanchard (O.) (1985)

"Debt, deficits and finite horizons", *Journal of Political Economy*, vol. 93

### Buchanan (J.) et Wagner (R.E.) (1977)

"Democracy in deficit: the political legacy of Lord Keynes", *Academ Press*, New-York

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

"Revisiting the stability and growth Pact: grand design or internal adjustment?", *Centre for Economic Policy Research, CEPR Working Paper*, n° 3692

### Commission européenne (2001)

"Public finances in EMU", *European Economy, Reports and Studies*, n° 3

### Commission européenne (2003)

"Can fiscal consolidations in EMU be expansionary?", "Expenditure rules in EU Member States", *Rapport annuel*, chapitre "Public finance in EMU"

### Commission européenne (2005)

"Fiscal policy and cyclical stabilisation in EMU", *Rapport annuel*, chapitre "Public finance in EMU"

### Commission européenne (2006)

« L'impact du vieillissement sur les dépenses publiques », comité de Politique économique, *European economy special report*, n° 1

### Dabán Sánchez (T.), Detragiache (E.), di Bella (C. G.), Milesi-Ferretti (G.-M.) et Symansky (S. A.) (2003)

"Rule-based fiscal policy in France, Germany, Italy and Spain", Fonds monétaire international, *Occasional Paper*, n° 225, novembre

### Feldstein (M.) (1982)

"Government deficits and aggregate demand", *National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers*, n° 0435

### Giavazzi (F.) et Pagano (M.) (1995)

"Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: International evidence", *Centre for Economic Policy Research, CEPR Discussion Paper*, n° 1284

### Harden (I.) et Von Hagen (J.) (1996)

"Budget processes and commitment to fiscal discipline", Fonds monétaire international, *IMF Working Papers*, n° 96/78

**Hemming (R.), Kell (M.) et Mahfouz (S.) (2002)**

*"The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity - A review of literature"*, Fonds monétaire international, *IMF Working Paper*, n° 02/208

**Joumard (I.), Mathis Kongrusd (P.), Nam (Y.S.) et Price (R.) (2004)**

*"Enhancing the effectiveness of public spending: experience in OECD countries"*, Organisation de coopération et de développement économiques, *Economics Department Working Papers*, n° 380

**Mills (P.) et Quinet (A.) (2001)**

*"The case for spending rules"*, article présenté au séminaire sur les règles fiscales organisé par la Banque d'Italie, Pérouse, février

**Ministère des Finances (2005)**

Programme de stabilité 2007-2009, disponible sur le site du Minefi à l'adresse : [http://www.minefi.gouv.fr/performance/cout\\_politique/caracteristiques/perbureau.htm](http://www.minefi.gouv.fr/performance/cout_politique/caracteristiques/perbureau.htm)

**Moëc (G.) (2000)**

« Une évaluation de l'orientation conjoncturelle des finances publiques en France depuis les années quatre-vingt », *Bulletin de la Banque de France*, n° 80, août

**OCDE (2003)**

« Cyclicité de la politique budgétaire : le rôle de la dette, des institutions et des contraintes budgétaires », Organisation de coopération et de développement économiques, *Perspectives économiques*, n° 74

**Pébereau (M.) (2005)**

« Des finances publiques au service de notre avenir », rapport de la commission Pébereau remis au ministre le 14 décembre 2005, disponible sur le site du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie à l'adresse : [http://www.minefi.gouv.fr/directions\\_services/dgtpe/programmephuriannuel/2007\\_2009/2007\\_2009.pdf](http://www.minefi.gouv.fr/directions_services/dgtpe/programmephuriannuel/2007_2009/2007_2009.pdf)

**Schuknecht (L.) et Tanzi (V.) (2000)**

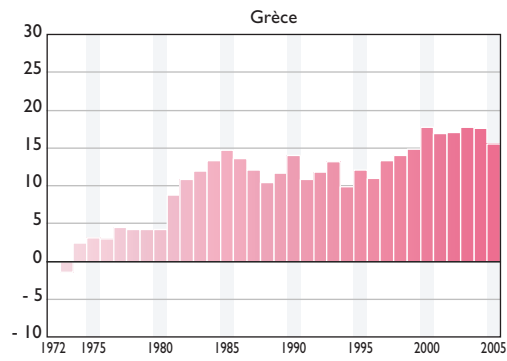
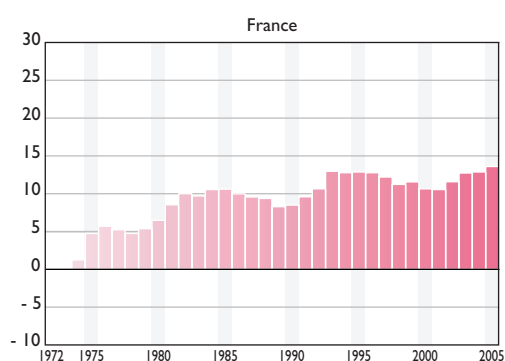
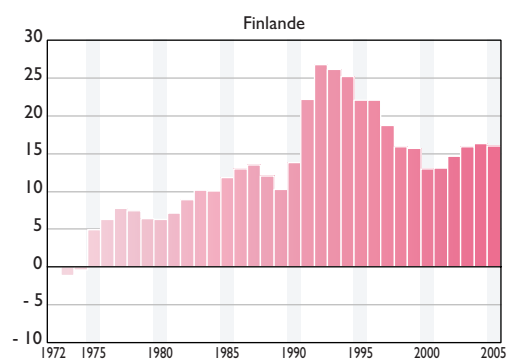
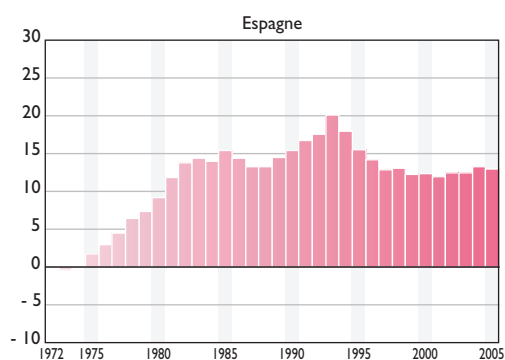
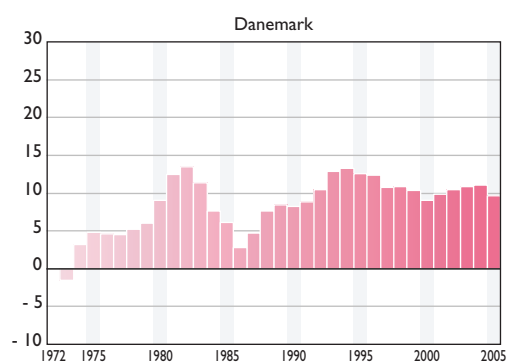
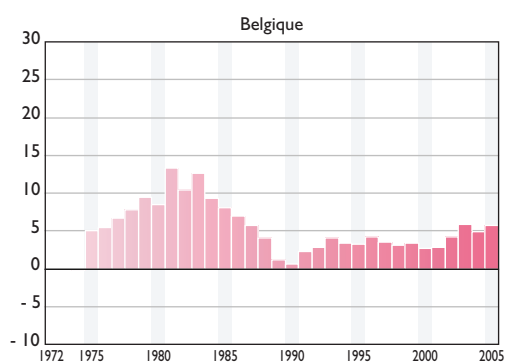
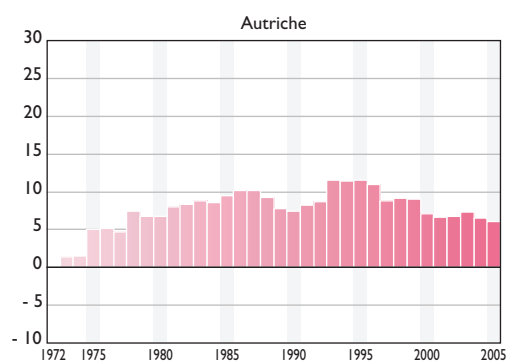
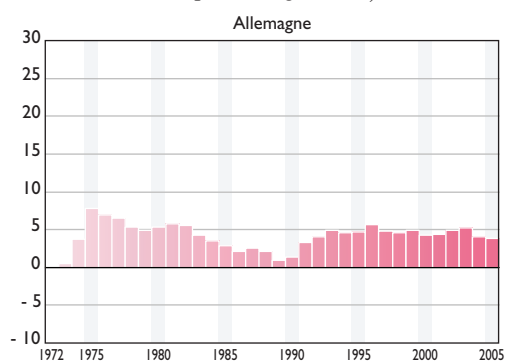
*"Public spending in the 20th Century: a global perspective"*, Cambridge University Press



## Annexe

## Variation cumulée du ratio de dépenses primaires

(données annuelles, en pourcentage du PIB)





## La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés

Ce texte rend compte de l'article "Analysis of International health-related expenditure: Lessons for France" de C. Bouthevillain et de K. Hervé, présenté, en avril 2005, au groupe de travail "Public expenditure" organisé par la Banque d'Italie à Pérouse<sup>1</sup>.

La littérature économique relative au secteur de la santé a connu un développement croissant depuis les années soixante et les préoccupations budgétaires récentes, largement partagées par l'ensemble des pays industrialisés, n'ont fait qu'amplifier cette tendance. Alors qu'il existe une grande diversité de systèmes de santé dans le monde, il semble qu'aucun ne soit parvenu à trouver le juste équilibre entre les objectifs conflictuels que sont l'efficacité des soins, le caractère équitable du système, la liberté des acteurs (médecins et patients) et la maîtrise des dépenses correspondantes. La non-réalisation d'un de ces objectifs entraîne des difficultés spécifiques : dégradation de l'état de santé de la population (exclusion du système d'une partie de la population, rationnement des soins...), déficit public ou augmentation du taux de prélèvements obligatoires. Les nombreuses réformes des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix n'ont eu pour conséquence que de rapprocher les organisations des divers systèmes, le plus souvent en introduisant de la concurrence et en facilitant la décentralisation. Mais aucune refonte n'a permis d'assurer un équilibre stable et approuvé socialement pour l'un de ces systèmes de santé.

Dès lors, il est clair que la réforme de l'organisation d'un système de santé passe d'abord par la réponse que la société apporte à plusieurs questions :

- au sein des dépenses publiques, quelle priorité donne-t-on aux dépenses de santé par rapport aux dépenses d'éducation, de logement ou autres prestations sociales ?
- Selon quelle hiérarchie implicite la société classe-t-elle les objectifs d'un système de santé ?

- Quel est le consentement à payer pour la société et pour quelle couverture sociale ? Qui doit prendre en charge le financement de la hausse des dépenses de santé ?

Dans le cas français, il semble que la société soit particulièrement attachée aux caractéristiques du système actuel qui favorise l'équité, la qualité des soins et la liberté des acteurs de la santé, mais au prix d'une croissance difficilement maîtrisée des dépenses. Une réforme efficace devrait avoir pour objectif de casser les rentes qui augmentent le coût global des soins, de rationaliser l'organisation de ces soins afin d'obtenir une dépense efficace, de répartir les coûts entre ceux couverts par la solidarité nationale et ceux assumés par le secteur privé et de permettre une régulation que l'on puisse faire respecter.

### I | Quelques faits stylisés sur les systèmes de santé dans le monde

La comparaison de l'évolution des dépenses de santé dans les pays de l'OCDE fait apparaître un point commun : une part croissante du PIB leur est consacrée. En 2001, les pays de l'OCDE ont dépensé 8,4 % de PIB pour la santé, contre 5,3 % en 1970. De façon générale, la croissance réelle des dépenses de santé a été plus rapide que celle du PIB, de l'ordre de 1 point en moyenne sur la période 1990-début des années deux mille (3,3 % contre 2,2 %). La France et l'Allemagne se situent dans cette moyenne, malgré une croissance économique moins rapide que celle des pays anglo-saxons.

NB : Au moment de la rédaction de cette étude, ses auteurs étaient en poste au service d'Études des politiques de finances publiques.

<sup>1</sup> Disponible à l'adresse [http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=\\_framecontent.action&Target=\\_self](http://www.bancaditalia.it/ricerca/statist;internal&action=_framecontent.action&Target=_self)

Cette progression n'est pas problématique en soi puisqu'elle découle du développement économique, de facteurs démographiques, des avancées du progrès technique dans le domaine médical et de la déformation de la structure de la consommation en faveur des dépenses de santé dans les pays industrialisés. Cependant, dans la plupart des pays, la part des dépenses financées par le secteur public est prépondérante sur celle des assurances privées et des ménages. En moyenne, dans les pays de l'OCDE, la part du secteur public est proche de 72 % même si elle a eu tendance à décliner légèrement au cours des années quatre-vingt-dix. À l'inverse, la part des dépenses privées non couvertes par une assurance privée ou une mutuelle a eu tendance à augmenter dans tous les pays, à l'exception de la France, du Danemark et des États-Unis.

La question du financement des systèmes de santé et de sa soutenabilité est, en conséquence, centrale. Certains pays avaient d'abord choisi d'augmenter la pression fiscale pour permettre le financement du système (France, Allemagne), mais l'augmentation des charges sociales sur le coût salarial les a contraints à abandonner cette voie. De même, les pays qui avaient choisi d'imposer des contraintes sur l'offre (Australie, Canada, Royaume-Uni) ont connu des pénuries de personnel médical et ont dû interrompre ces mesures. L'approche commune retenue finalement par les pays de l'OCDE consiste en la limitation des dépenses publiques par des systèmes de co-paiement (comme le ticket modérateur en France) et par des réformes structurelles modifiant l'organisation des systèmes de santé.

Malgré ces similitudes, les dépenses de santé de certains pays (États-Unis, Suisse, France, Allemagne) sont à la fois plus élevées et en augmentation plus rapide que dans d'autres (Suède, Italie, Royaume-Uni). Les explications se trouvent dans l'analyse du fonctionnement des systèmes de santé et des réformes qui les ont façonnés : les choix institutionnels (mode de rémunération des médecins, degré de liberté laissé aux patients et aux offreurs de soins, proportion de population couverte) et la gestion des conséquences des évolutions technologiques et démographiques sont à l'origine des situations différenciées que l'on connaît aujourd'hui.

## 2| Les réformes récentes s'orientent vers des solutions microéconomiques

Le choix des politiques permettant de maintenir l'équilibre du système a évolué au cours du temps. Les politiques orientées vers l'augmentation des recettes, privilégiées dans les années soixante-dix et quatre-vingt dans la plupart des pays d'Europe, avaient pour avantage de conserver intactes les caractéristiques des systèmes de santé. Elles ont cependant une limite, d'une part parce que la pression fiscale n'est pas extensible infiniment, d'autre part parce que l'augmentation des charges sociales pèse sur le coût du travail dans un contexte économique devenu fortement internationalisé et concurrentiel.

Dès la fin des années quatre-vingt, les politiques mises en œuvre se sont concentrées sur la maîtrise des dépenses publiques. Les systèmes nationaux de santé (Royaume-Uni et Suède) ouvrant la voie aux systèmes d'assurance, qui poussés par les contraintes européennes (respect des critères de Maastricht puis *Pacte de stabilité et de croissance*), ont à leur tour cherché à contrôler la progression de leurs dépenses (plan Simons en 1994 aux Pays-Bas, plan Juppé en 1995 en France, réforme Seehofer en Allemagne en 1992). Plus récemment, l'Allemagne s'est engagée dans une réforme structurelle d'ampleur visant à diminuer simultanément les taux de cotisations et les prestations publiques, à développer le co-paiement et l'externalisation de certaines dépenses vers des assurances complémentaires privées (Réforme Schröder en 2003). En France, la réforme Douste-Blazy de 2004 a intégré plusieurs pistes de réformes proposées dans la littérature. Ainsi, la volonté de suivi du parcours d'un patient grâce au dossier médical et au choix d'un médecin référent ainsi que la recherche d'amélioration de la qualité des soins peuvent contribuer à rationaliser les dépenses de santé afin d'obtenir un meilleur rapport coût-efficacité.

Au travers de l'expérience internationale, on peut esquisser un bilan de ces réformes. Quel que soit le type de système de santé, des problèmes de soutenabilité existent, soit sur le plan financier, soit sur le plan de la santé publique. Les réformes des vingt

dernières années, à fort contenu macroéconomique, se sont révélées insuffisantes pour durablement garantir la pérennité des systèmes. Des réformes microéconomiques, centrées sur des incitations aux changements de comportements des acteurs de la santé (patients, assureurs, personnel médical et laboratoires), sont un outil indispensable pour améliorer le fonctionnement actuel des systèmes de santé et leur permettre de faire face à l'augmentation inéluctable des dépenses dans les années à venir.

Toutefois, ces mesures ne peuvent à elles-seules infléchir la tendance haussière des dépenses de santé qui est principalement liée à la progression des revenus et du progrès technique. En effet, en ce qui concerne ce dernier aspect, le vieillissement de la population, vu comme la déformation de la pyramide démographique, n'est pas le principal facteur explicatif de la croissance des dépenses de santé. C'est l'évolution de la morbidité, c'est-à-dire le nombre et la nature des maladies développées à un âge donné, ainsi que les modifications dans la structure de la consommation par âge qui justifient l'idée communément admise d'un impact positif du vieillissement sur les dépenses. Les avancées du progrès technique permettent de vieillir plus longtemps en bonne santé et orientent durablement à la hausse la tendance des dépenses de santé.

L'intervention des autorités publiques reste cependant nécessaire pour définir le périmètre couvert par la solidarité nationale, assurer la régulation du système et empêcher le développement d'effets indésirables propres au secteur de la santé. Enfin, des politiques industrielles pourraient soutenir l'innovation et la recherche et le développement dans le domaine des médicaments et des bio-technologies en stimulant la création de pôles industriels (« *bio-clusters* » européens, équivalents à ceux des États-Unis, c'est-à-dire la concentration d'entreprises indépendantes appartenant au secteur de la santé).

Une littérature économique et économétrique abondante montre que les dépenses de santé semblent principalement déterminées par des variables qui reflètent le développement économique (revenu par tête, progrès technique) et la structure des sociétés (démographie, choix institutionnels). Il n'est pas concevable d'agir négativement sur ces variables. De fait, les réformes mises en œuvre dans les différents pays se sont centrées sur d'autres facteurs. Or, elles ont eu un impact limité sur le niveau et l'évolution des dépenses de santé. Ce relatif échec des réformes macroéconomiques passées confirme le bien fondé de l'orientation récente des politiques vers des mesures microéconomiques visant, par exemple, à modifier le comportement des acteurs de la santé.



# La situation des entreprises industrielles

## Bilan 2005

Direction des Entreprises

Observatoire des entreprises

Observée au travers de l'échantillon de la Centrale de bilans de la Banque de France, l'année 2005 s'est caractérisée par un ralentissement de l'activité dans l'industrie manufacturière, en dépit d'un environnement international porteur.

Les entreprises ont mis en place, à l'instar de ce qu'elles avaient déjà pratiqué en 2004, des stratégies destinées à limiter l'impact de la hausse du prix des matières premières et du pétrole. Malgré ces efforts pour maîtriser le coût des consommations intermédiaires, les indicateurs de rentabilité se sont dégradés.

L'investissement est resté stable en comparaison de la valeur ajoutée, ce qui signifie néanmoins un léger recul en montant chez les grandes entreprises et un effort qui se situe, pour la troisième année consécutive, en deçà des niveaux observés au plus haut du cycle précédent. La tendance à la diminution de l'emploi manufacturier s'est prolongée.

Le renforcement des structures financières, continu depuis 2002, a marqué une pause : l'endettement financier a progressé, à un rythme relativement proche de celui des financements propres, et le taux d'endettement a peu varié. Pour autant, les structures financières sont demeurées saines dans leur ensemble, plaçant les entreprises dans des conditions favorables pour saisir les opportunités qui se présenteraient.

Outre les éléments présentés dans l'article ci-après, l'étude élaborée par l'Observatoire des entreprises, disponible auprès de la direction de la Communication, inclut une présentation détaillée de l'activité (chiffre d'affaires, valeur ajoutée) et des moyens mis en œuvre (emploi et investissement), par tailles et par secteurs. Elle fournit également une analyse approfondie de la situation des entreprises industrielles, de leur solvabilité, de leur capacité à générer de la trésorerie pour assurer leur développement, de leur structure de financement. Les résultats sont mis en perspective sur longue période.

**Mots clés :** Petites et moyennes entreprises (PME), grandes entreprises, industrie manufacturière, agroalimentaire, biens de consommation, industrie automobile, biens intermédiaires, biens d'équipement, activité, performance, structure financière

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

Cet article réalisé par B. Bardes, J.-L. Cayssials, D. Cochonneau, C. Figarol, D. Lefilliâtre, L. Nahmias et K. Tombois reprend les points clés de l'étude annuelle sur la Situation des entreprises industrielles effectuée à partir des données de la Centrale de bilans de la Banque de France (août 2006) et publiée par l'Observatoire des entreprises (cf. bon de commande figurant à la fin du présent Bulletin). Ces données permettent, sur un échantillon représentatif de l'industrie, de présenter, dans un délai rapide après la clôture des comptes, des analyses sur les résultats économiques, les structures et les flux financiers, avec des déclinaisons par secteurs et par tailles d'entreprise.

## I | L'activité de l'industrie manufacturière a fléchi

### III | Le ralentissement du taux de croissance du chiffre d'affaires s'est accompagné d'un léger recul de la valeur ajoutée

Malgré une demande des ménages relativement soutenue et un environnement international porteur, le taux de croissance du chiffre d'affaires de l'industrie manufacturière en 2005 (1 %) est sensiblement inférieur à celui de 2004 (4,1 %). Le ralentissement a été plus marqué dans les grandes entreprises que dans les petites et moyennes entreprises (PME) et a concerné tous les secteurs.

Dans un contexte de hausse des prix, la diminution du volume d'activité (-0,2 %, après une augmentation de 2,9 % en 2004) a été sensible dans les grandes entreprises (-0,5 %, après +2,8 %) ; les PME ont conservé, en revanche, une orientation légèrement positive (0,4 %, après 3 %). Pratiquement tous les secteurs ont été touchés, à des degrés divers, notamment l'industrie automobile (-3,3 %, après 2,3 %) ; seules les industries agroalimentaires ont enregistré une progression des volumes vendus (3,1 %, après 1,6 %), en même temps qu'une baisse de leur prix à la production.

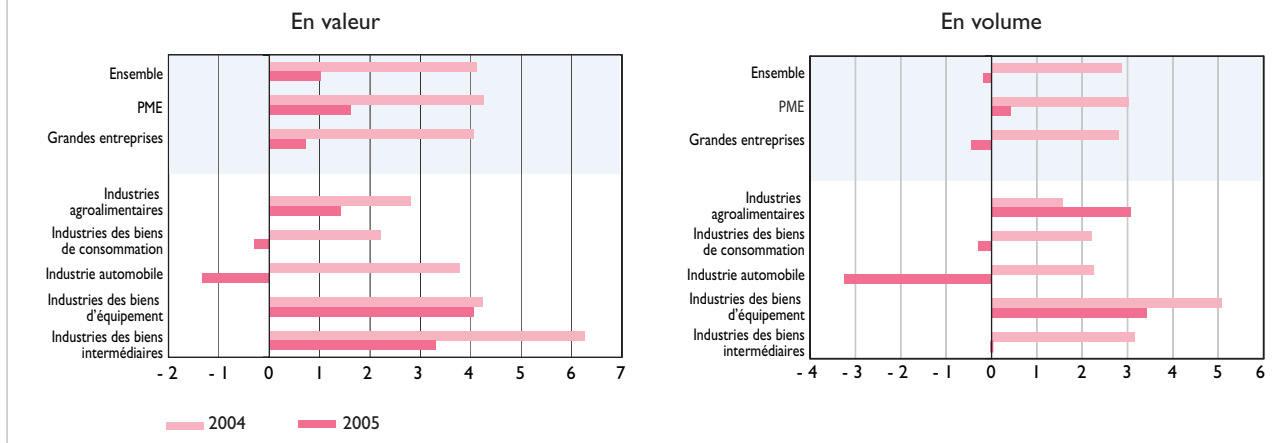
En dépit du dynamisme de l'économie des partenaires commerciaux hors zone euro, le taux d'exportation s'est légèrement contracté dans les deux tailles d'entreprise et dans toutes les activités, hormis les biens d'équipement où il a peu évolué.

Face aux tensions sur les cours des matières premières et du pétrole, les entreprises ont mis en œuvre des stratégies visant à limiter le renchérissement des approvisionnements, le taux de progression de leurs achats restant bien inférieur à celui des principaux indices de matières premières. Parmi les solutions employées on peut citer : le recours à des instruments financiers de couverture, l'utilisation de composants moins onéreux dans les processus de fabrication et, pour les firmes les plus importantes, l'exploitation de leur pouvoir de négociation commerciale en vue d'un réajustement des prix d'achat.

En 2005, l'évolution de la parité euro/dollar a pesé sur le coût des importations, à l'inverse de celle observée en 2004. Malgré les efforts déployés afin de limiter la hausse du coût des consommations intermédiaires, le rythme de l'activité n'a pas été suffisant pour empêcher une dégradation de la valeur ajoutée (-0,6 %), dans les PME (-0,1 %) comme dans les grandes entreprises (-1 %) ; deux secteurs n'ont toutefois pas été concernés par cette détérioration : les industries agroalimentaires (1,2 %) et le secteur des biens d'équipement (2,1 %).

Graphique I Chiffre d'affaires

(taux de variation, par tailles d'entreprise et secteurs d'activité, en %)





## I | 2 Les effectifs ont poursuivi leur repli, tandis que l'investissement est demeuré stable

Comme en 2004, l'année 2005 a été marquée par une diminution des effectifs de l'industrie manufacturière (- 1,2 %, après - 0,3 %). Le recul a été du même ordre dans les PME (- 1,2 %, après - 0,9 % en 2004) que dans les grandes entreprises (- 1,1 %, contre + 0,3 % en 2004).

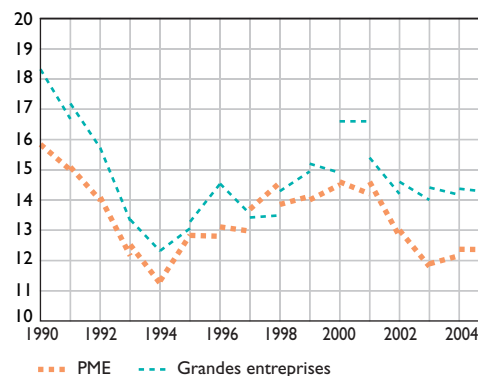
Le repli a concerné la totalité des secteurs, y compris celui de l'industrie automobile qui avait enregistré une hausse de l'emploi en 2004. Ce secteur, particulièrement touché par le ralentissement de l'activité, a procédé à des ajustements importants, tant au niveau de ses effectifs que du recours au personnel extérieur.

Le taux d'investissement d'exploitation (investissement élargi/valeur ajoutée produite) est resté à un niveau relativement bas au regard de celui des années 1999, 2000 et 2001, se stabilisant autour de 13,5 %, après 13,6 % en 2004. Ce ratio est demeuré stable pour les PME tandis qu'il a très faiblement baissé pour les grandes entreprises, ces dernières gardant un avantage comparatif en niveau d'environ 1,9 point.

Malgré un contexte de reprise économique au second semestre et des conditions de financement toujours favorables, le taux d'investissement des entreprises n'a pas retrouvé les niveaux antérieurs atteints en haut du cycle précédent (1999-2001). Les entreprises semblent ainsi avoir continué de rechercher, en priorité, les gains de productivité et

Graphique 3 Investissement

(taux par tailles d'entreprise, en %)



l'ajustement de la durée et du taux d'utilisation des capacités de production au ralentissement de leur activité. Elles ont, en outre, diminué le recours au personnel extérieur.

On peut noter néanmoins des disparités selon les secteurs. La baisse du taux d'investissement est sensible pour l'industrie automobile et l'agroalimentaire. Les industries des biens de consommation, des biens d'équipement et des biens intermédiaires affichent à l'inverse une légère amélioration de leur taux. En outre, les dépenses immatérielles, qui participent également à l'amélioration des processus de production et de commercialisation, même si elles sont comptabilisées pour partie en charges, ont augmenté du fait de la hausse des frais de recherche et développement et des achats de logiciels.

## 2 | Les performances des entreprises se sont détériorées en 2005

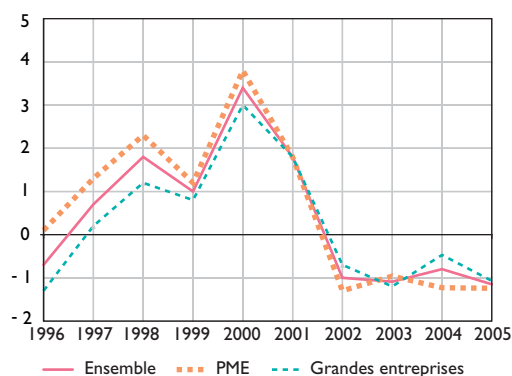
En 2005, le résultat brut d'exploitation a fléchi, dans les PME (- 6,1 %) et dans les grandes entreprises (- 7,7 %).

Le taux de résultat brut d'exploitation (résultat brut d'exploitation/volume d'affaires hors taxes) est passé de 7,4 % en 2004 à 6,8 % en 2005, quelle que soit la taille des entreprises.

Le ratio « résultat brut d'exploitation/valeur ajoutée », lié au précédent par l'intermédiaire du taux de valeur ajoutée, a globalement perdu 1,8 point (de 28,9 %

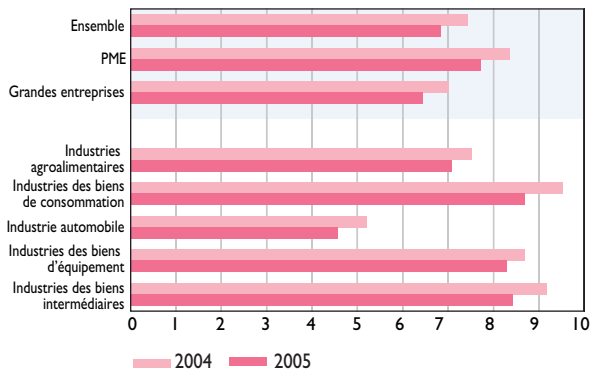
Graphique 2 Effectifs

(taux de variation, par tailles d'entreprise, en %)



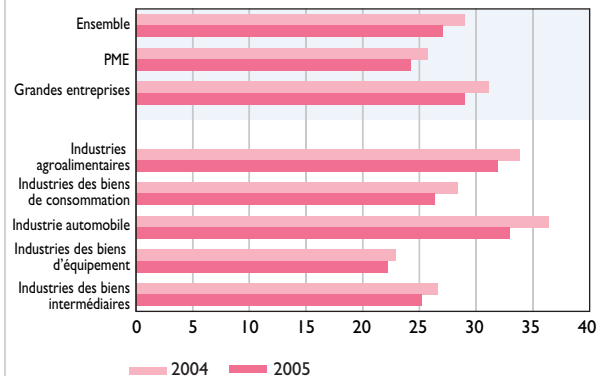
Graphique 4 Résultat brut d'exploitation

(par tailles d'entreprise et secteurs d'activité, en %)



Graphique 5 Résultat brut d'exploitation/valeur ajoutée

(par tailles d'entreprise et secteurs d'activité, en %)



en 2004 à 27,1 % en 2005). Le recul a été plus prononcé dans les grandes entreprises (- 2,1 points) que dans les petites unités (- 1,6 point).

La baisse des indicateurs de rentabilité d'exploitation est intervenue après une année de croissance en 2004 et la dégradation des résultats s'est opérée quels que soient la taille et le secteur, à l'exception des PME des industries des biens d'équipement.

Le revenu tiré des opérations hors exploitation a également diminué en 2005 (- 9,9 %), plus pour les grandes entreprises (- 22,8 %) que pour les PME (- 3,7 %). Le résultat brut global, déjà affecté par la baisse du résultat brut d'exploitation, s'est ainsi replié de 7,4 % ; modérée dans les PME (- 3,4 %), la diminution a été importante pour les grandes entreprises (- 9,5 %), en particulier dans le secteur automobile.

La baisse du résultat net global a été accentuée, en outre, par la comptabilisation de dotations aux amortissements et aux provisions exceptionnelles, principalement dans les secteurs de l'automobile et des biens d'équipement. Il en est résulté une détérioration de la rentabilité nette globale, tous secteurs confondus, le mouvement étant plus prononcé dans les deux secteurs qui viennent d'être cités.

La rentabilité financière, qui mesure la rentabilité des seuls capitaux propres, s'est également dégradée en 2005, quels que soient la taille et le secteur. C'est dans l'industrie automobile que l'évolution a été la plus marquée, du fait de la forte réduction de la capacité d'autofinancement dans ce secteur. Par ailleurs, la

détérioration du résultat global a été à l'origine d'un resserrement général de la contrainte de solvabilité, mettant un terme à plusieurs exercices successifs marqués par un allègement de cette dernière. En effet, malgré la baisse des charges financières, le poids des intérêts dans le résultat brut global s'est accru, passant de 7 % à 7,2 %. Apprécié en moyenne période, ce niveau atteste néanmoins d'une solvabilité robuste.

En termes de rentabilité, l'année 2005 s'est ainsi révélée un exercice relativement difficile pour l'industrie manufacturière. Le ralentissement de l'activité, malgré un environnement global porteur, a pénalisé les entreprises confrontées à une forte pression concurrentielle et à un renchérissement du coût des matières premières.

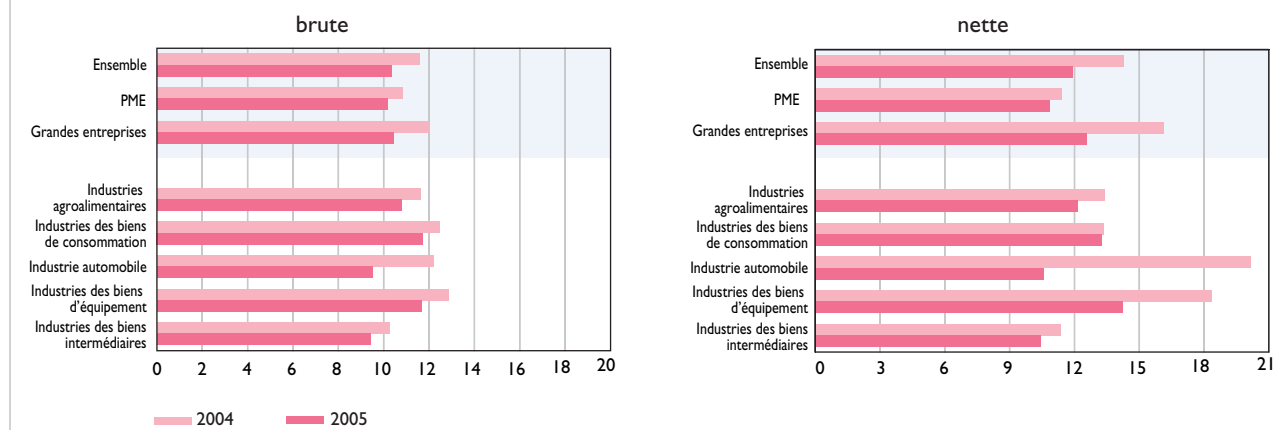
### 3 | Les équilibres financiers sont demeurés solides

#### 3 | I Le taux d'endettement a peu varié

Bien qu'elle marque, d'une année à l'autre, un recul en proportion de la valeur ajoutée, la trésorerie dégagée par l'exploitation a permis de couvrir les charges d'intérêts, les impôts, la participation des salariés et la distribution de dividendes. Malgré un resserrement de leurs marges de manœuvre, les PME ont poursuivi la hausse des distributions de dividendes engagée depuis plusieurs années, pour se rapprocher des niveaux observés dans les grandes firmes. La compression de

## Graphique 6 Rentabilité globale

(par tailles d'entreprise et secteurs d'activité, en %)



la trésorerie interne a néanmoins généré un besoin net de financement qui est resté maîtrisé, tant pour les PME que pour les grandes entreprises, et a été couvert par des concours de trésorerie accrus.

L'année 2005 s'est ainsi caractérisée par une légère augmentation de l'endettement financier (5,6 %), à un rythme relativement proche de celui des financements propres (5,7 %). Le renforcement des capitaux propres a été moins sensible dans les PME (4,7 %) que dans les grandes entreprises (6,3 %). Dans les PME, la hausse des engagements financiers est imputable, principalement, aux dettes contractées auprès du groupe et des associés et, dans une moindre mesure, à l'accroissement de l'endettement bancaire à terme et des concours bancaires courants. Les grandes entreprises ont cherché des ressources auprès du groupe et des associés (notamment dans le secteur automobile) et sur les marchés, avec une augmentation des émissions nettes de titres de créances négociables dans l'industrie des biens de consommation.

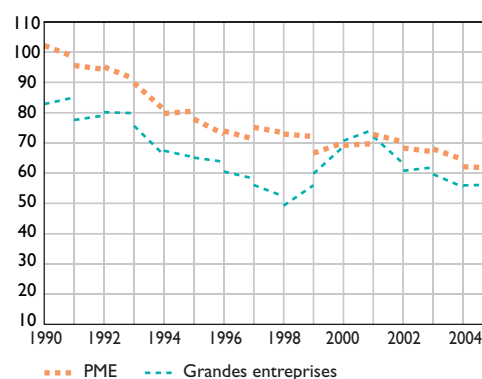
D'une façon générale, en dépit d'un léger alourdissement de l'endettement financier, le renforcement du haut de bilan s'est traduit par un taux d'endettement qui est demeuré inchangé. Tandis que dans les PME le taux d'endettement s'est inscrit en baisse (- 0,4 point), il a peu varié dans les grandes entreprises (+ 0,2 point). Certaines entreprises des biens de consommation et des biens d'équipement ont, toutefois, accru le poids de leur endettement pour financer leurs investissements matériels.

### 3 | 2 La structure financière des entreprises industrielles est toujours saine

La décline du taux d'endettement a été substantielle au cours des quinze dernières années. L'effort d'assainissement des grandes entreprises, dont la situation s'était pourtant sensiblement dégradée de 1999 à 2001, a permis de ramener leur taux d'endettement de 82 % en 1990 à 56 % en 2005. La baisse de l'endettement des PME a été plus régulière et le mouvement est tout aussi réel, leur taux d'endettement passant de 102 % à 62 % entre 1990 et 2005.

## Graphique 7 Taux d'endettement

(par tailles d'entreprise, en %)



Dans un environnement perçu comme incertain, où la concurrence internationale est forte, cette robustesse des structures financières reflète l'importance accordée par la plupart des entreprises à bien adapter leur profil financier et à consolider leur assise financière, afin de pouvoir gérer au mieux les aléas économiques et préserver, à moyen terme, leur potentiel de croissance.

Ainsi, l'année 2005, malgré les difficultés rencontrées, n'a pas compromis le renforcement des équilibres financiers intervenu au cours de ces dernières années dans un environnement de taux d'intérêt favorable. Le desserrement des contraintes financières donne, pour nombre d'entreprises, des marges de manœuvre pour financer des projets, condition du maintien de leur compétitivité sur longue période.

# Le coût du crédit aux entreprises

---

**Philippe PARMENTIER**

**Jacky THOMAS**

*Direction des Études et Statistiques monétaires*

*Service des Analyses et Statistiques monétaires*

*Selon l'enquête sur le coût du crédit menée au titre du troisième trimestre de 2006, les taux moyens des concours bancaires aux entreprises (hormis les découverts) ont continué à augmenter entre avril et juillet 2006, dans le prolongement d'un mouvement engagé depuis le quatrième trimestre 2005.*

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

## Résultats de l'enquête du troisième trimestre sur le coût du crédit

Dans le prolongement d'un mouvement engagé depuis le quatrième trimestre 2005, les taux moyens des concours bancaires aux entreprises (hormis les découverts) ont continué à augmenter entre avril et juillet 2006.

Le coût moyen de l'escompte a légèrement augmenté (2 points de base) par rapport à avril 2006. Toutes les tranches de montants, à l'exception de la plus basse, ont enregistré des hausses plus ou moins marquées de leur taux moyen. Par rapport à juillet 2005, le relèvement du taux moyen de l'escompte atteint 14 points de base.

Le taux moyen des découverts a également peu varié (- 2 points de base) par rapport à avril 2006, après une augmentation de 48 points de base au trimestre précédent : des baisses sensibles du taux des découverts ont été enregistrées pour les tranches

de montants intermédiaires (tranches 3 et 5) alors que les autres tranches ont connu des hausses. Sur un an, la hausse du taux moyen des découverts est de 67 points de base.

Les taux des autres crédits à court terme ont augmenté, en moyenne, de 36 points de base par rapport à avril 2006 et de 61 points de base par rapport à juillet 2005. Sensible pour toutes les tranches, la hausse est plus prononcée pour celle des montants supérieurs à 76 225 euros.

Le taux moyen des crédits à moyen et long termes a augmenté de 27 points de base par rapport à avril 2006. Le taux de la tranche des montants supérieurs à 1 524 490 euros enregistre la plus forte hausse, comme lors des deux enquêtes précédentes. Par rapport à juillet 2005, la hausse du taux moyen des crédits à moyen et long termes atteint 89 points de base.

### Méthodologie de l'enquête

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

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

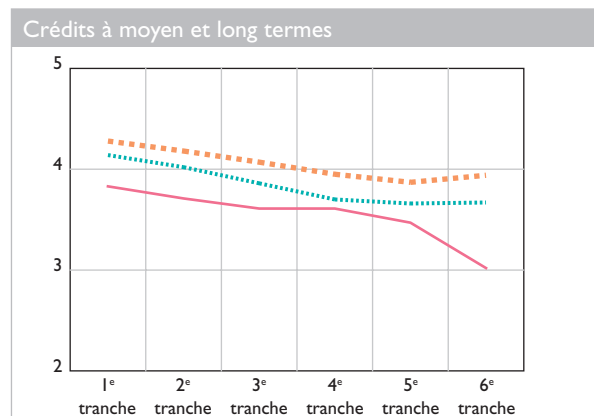
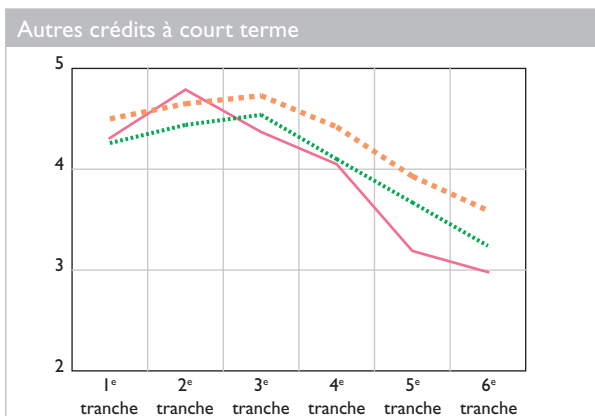
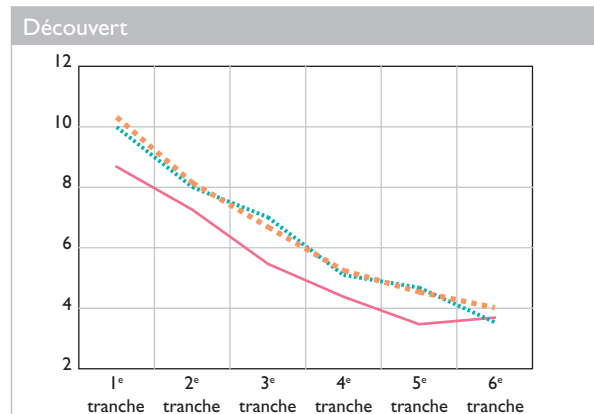
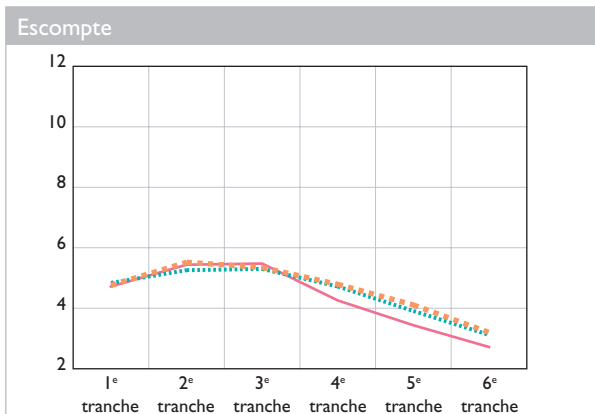
*On entend par crédits nouveaux l'ensemble des contrats financiers, termes ou conditions qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt d'un crédit, ainsi que toutes les renégociations des crédits existants. Lorsqu'un établissement bancaire ne porte qu'une partie d'un crédit, son concours est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

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

*L'enquête menée au titre du troisième trimestre de 2006 exploite 37 203 déclarations relatives aux crédits consentis au mois de juillet.*

### Taux observés lors des enquêtes

(en %)



— 3<sup>e</sup> trimestre 2005    ..... 2<sup>e</sup> trimestre 2006    - - - 3<sup>e</sup> trimestre 2006

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

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

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

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

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

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



## Taux moyen débiteur en fonction de la nature et de la tranche de montants du crédit accordé

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédit	Montant du crédit						Taux moyen
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	
<b>Escompte</b>							
2005 Troisième trimestre	4,72	5,44	5,48	4,26	3,44	(2,72)	3,85
Quatrième trimestre	4,47	5,03	5,00	4,36	3,43	(2,98)	3,79
2006 Premier trimestre	4,87	5,47	5,47	4,69	3,66	(3,05)	4,01
Deuxième trimestre	4,84	5,26	5,30	4,72	3,91	(3,12)	3,97
2006 Troisième trimestre	4,76	5,52	5,35	4,79	4,11	3,20	3,99
dont : Trimestre/Trimestre – /	-0,08	0,26	0,05	0,07	0,20	0,08	0,02
Écart-type	1,08	1,63	1,62	1,16	0,59	0,67	-
1 <sup>er</sup> décile	3,71	3,73	3,73	3,73	3,48	2,03	-
9 <sup>e</sup> décile	6,65	8,35	8,35	6,49	5,01	3,88	-
<b>Découvert</b>							
2005 Troisième trimestre	8,68	7,26	5,47	4,38	3,47	(3,69)	3,78
Quatrième trimestre	8,62	6,73	5,69	4,39	3,20	2,81	3,57
2006 Premier trimestre	9,01	8,35	7,03	4,85	3,87	(3,13)	3,99
Deuxième trimestre	9,99	8,01	7,01	5,10	4,68	(3,54)	4,47
2006 Troisième trimestre	10,32	8,15	6,69	5,25	4,54	4,02	4,45
dont : Trimestre/Trimestre – /	0,33	0,14	-0,32	0,15	-0,14	0,48	- 0,02
Écart-type	2,81	2,62	2,64	1,90	1,30	1,04	-
1 <sup>er</sup> décile	6,70	4,69	4,19	3,64	3,34	3,14	-
9 <sup>e</sup> décile	13,97	11,95	10,40	8,19	5,69	5,15	-
<b>Autres crédits à court terme</b>							
2005 Troisième trimestre	4,31	4,79	4,37	4,05	3,19	2,98	3,02
Quatrième trimestre	4,17	4,64	4,32	3,67	3,02	2,81	2,85
2006 Premier trimestre	4,28	4,73	4,66	4,10	3,42	3,03	3,08
Deuxième trimestre	4,26	4,44	4,54	4,10	3,67	3,24	3,27
2006 Troisième trimestre	4,50	4,65	4,73	4,42	3,93	3,59	3,63
dont : Trimestre/Trimestre – /	0,24	0,21	0,19	0,32	0,26	0,35	0,36
Écart-type	1,03	1,16	1,16	0,86	0,86	0,74	-
1 <sup>er</sup> décile	3,38	3,50	3,50	3,40	2,94	2,80	-
9 <sup>e</sup> décile	5,80	6,15	6,17	5,62	5,19	4,93	-
<b>Crédits à moyen et long termes</b>							
2005 Troisième trimestre	3,83	3,71	3,61	3,61	3,47	3,02	3,05
Quatrième trimestre	3,68	3,60	3,52	3,47	3,40	3,00	3,03
2006 Premier trimestre	3,83	3,75	3,61	3,58	3,49	3,30	3,31
Deuxième trimestre	4,14	4,02	3,86	3,70	3,66	3,67	3,67
2006 Troisième trimestre	4,28	4,18	4,07	3,95	3,87	3,94	3,94
dont : Trimestre/Trimestre – /	0,14	0,16	0,21	0,25	0,21	0,27	0,27
Écart-type	0,54	0,58	0,50	0,45	0,49	0,74	-
1 <sup>er</sup> décile	3,60	3,50	3,45	3,35	3,25	3,05	-
9 <sup>e</sup> décile	5,02	5,00	4,75	4,58	4,56	4,86	-

Note : Les taux issus de moins de trente observations sont entre parenthèses.

## 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 implantés en France à des résidents français — 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. D'autres informations statistiques relatives aux titres de créances négociables sont disponibles sur le site internet de la Banque de France à l'adresse suivante : [http://www.banque-france.fr/fr/poli\\_mone/place/tcn/pub\\_stats.htm](http://www.banque-france.fr/fr/poli_mone/place/tcn/pub_stats.htm).

Dans la figure 24, la note (c) a été modifiée et une note (e) a été ajoutée.

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, à la date du 19 octobre.

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

(données cvs)

	2006						
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>17</b>	<b>-2</b>	<b>27</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>11</b>
Biens intermédiaires	12	3	27	5	1	2	4
Biens d'équipement	21	6	27	10	10	9	9
Industrie automobile	19	7	43	-44	-8	6	21
Biens de consommation	17	-1	25	4	16	14	12
Industries agricoles et alimentaires	9	-3	24	6	0	3	7
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>-21</b>	<b>0</b>	<b>14</b>
Biens intermédiaires	12	13	9	9	-24	0	18
Biens d'équipement	23	21	18	12	-15	8	23
Industrie automobile	-10	-7	-29	-35	-48	-34	-18
Biens de consommation	15	17	12	8	-16	5	16
Industries agricoles et alimentaires	7	11	11	12	8	11	11
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>28</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>10</b>
Étrangères	22	7	21	7	9	11	12
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>18</b>
Biens intermédiaires	11	9	16	15	17	16	16
Biens d'équipement	52	49	54	55	58	62	65
Biens de consommation	20	18	21	23	21	18	8
Industries agricoles et alimentaires	4	5	8	16	14	13	13
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
Biens intermédiaires	1	5	0	-2	1	-1	-1
Biens d'équipement	4	4	5	5	2	9	4
Industrie automobile	27	20	18	10	2	3	-5
Biens de consommation	7	7	3	3	6	8	9
Industries agricoles et alimentaires	6	-1	-6	-6	-8	-9	-1
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>84,6</b>	<b>84,3</b>	<b>85,6</b>	<b>85,1</b>	<b>83,9</b>	<b>84,4</b>	<b>84,4</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	-1	-2	1	0	-1	-2	-2
Au cours des prochains mois	-7	-6	-7	-6	-5	-5	-5
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>108</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>107</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	<b>102</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.

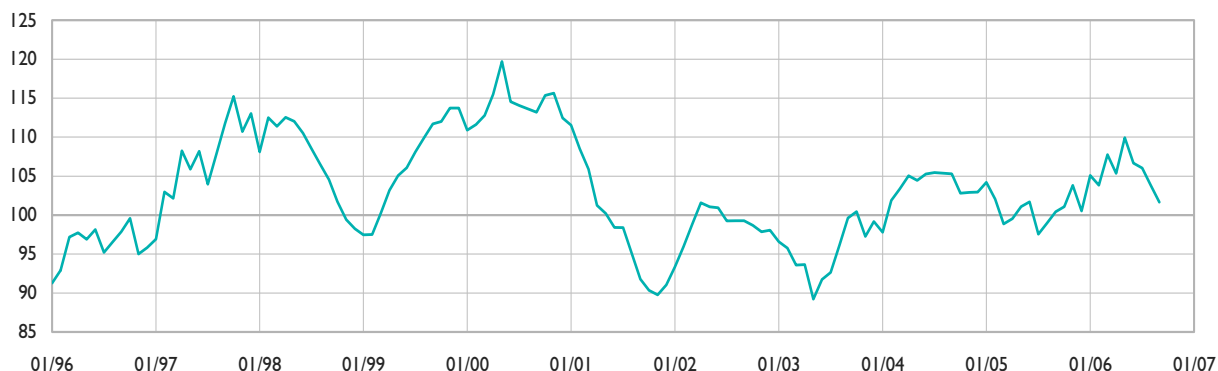
Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2006

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

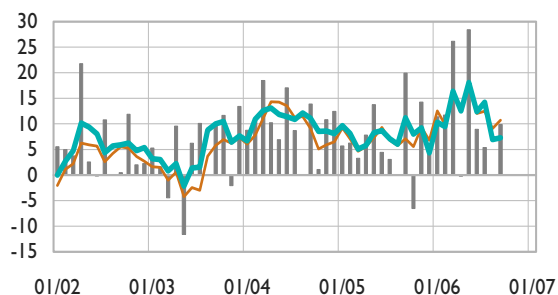
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



Commandes (solde des opinions)

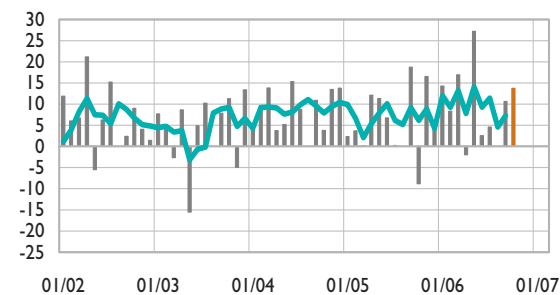
(variation mensuelle)



- Commandes globales
- Commandes globales (moyenne mobile sur 3 mois)
- Commandes étrangères (moyenne mobile sur 3 mois)

Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



- Production passée
- Production prévue
- Production passée (moyenne mobile sur 3 mois)

Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

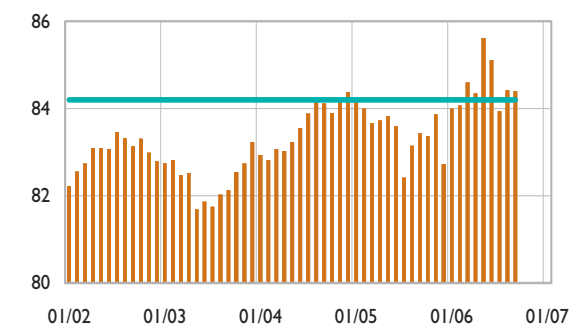
(par rapport à un niveau jugé normal)



- Stocks
- Carnets

TUC dans l'industrie

(en %)



- TUC
- Moyenne 1981-2005

Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2006

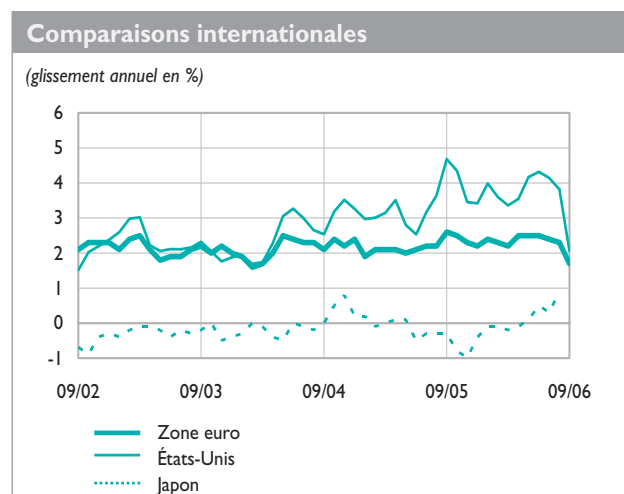
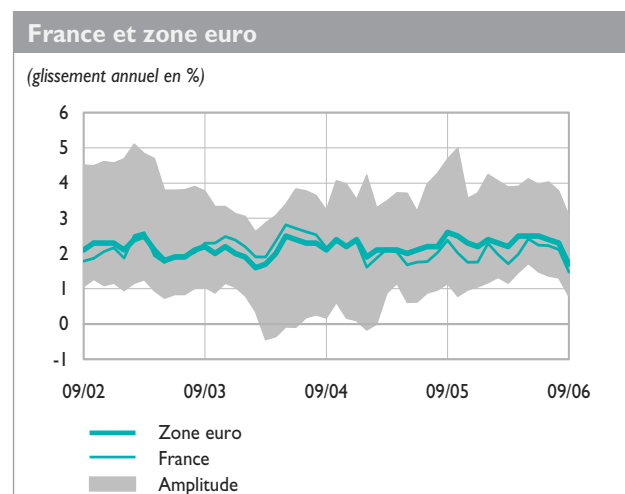
**Figure 3**  
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

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

(moyenne annuelle)                      (variation mensuelle CVS)

	2003	2004	2005	2006					
				avril	mai	juin	juil.	août	sept.
France	2,2	2,3	1,9	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,2
Allemagne	1,0	1,8	1,9	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,2	0,0
Italie	2,8	2,3	2,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3
Zone euro	2,1	2,1	2,2	0,4	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	nd
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,3	2,7	3,4	0,6	0,4	0,2	0,4	0,2	nd
Japon	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,6	nd



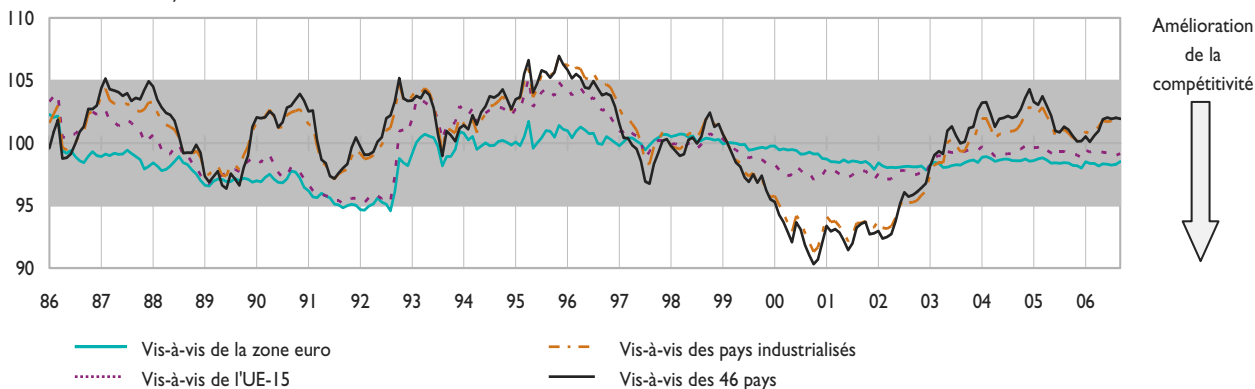
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

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

Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

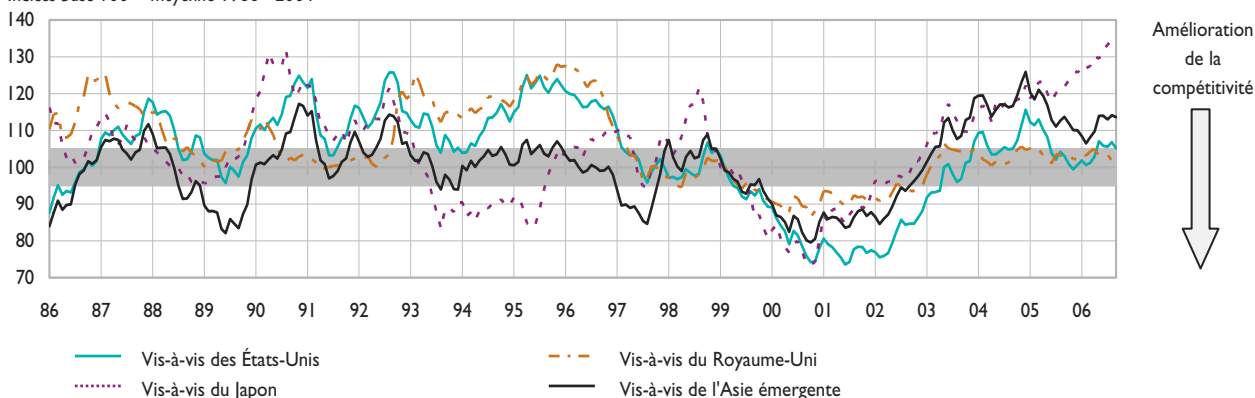
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



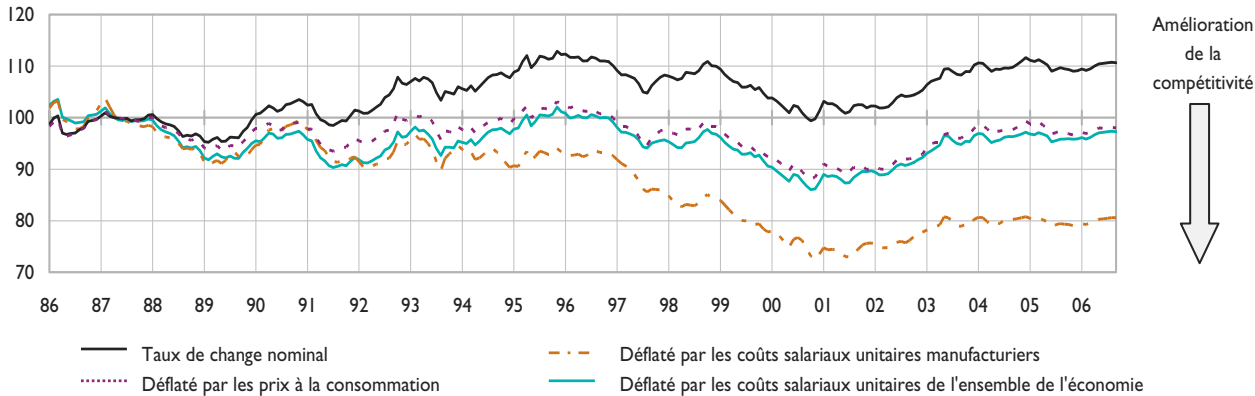
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

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 17 octobre 2006



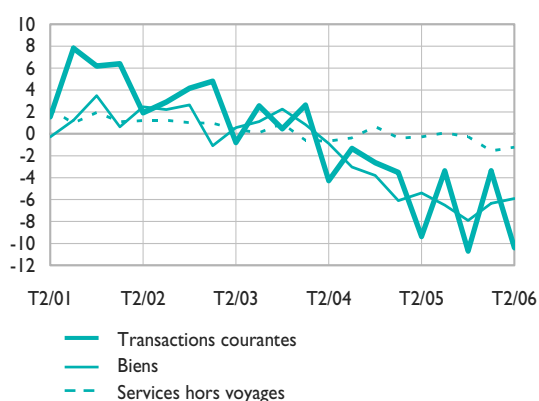
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005			2006	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-5 609</b>	<b>-26 953</b>	<b>-9 370</b>	<b>-3 379</b>	<b>-10 685</b>	<b>-3 393</b>	<b>-10 392</b>
Biens	-6 905	-25 904	-5 392	-6 511	-7 906	-6 345	-5 894
Services hors voyages	-1 004	-855	-277	84	-264	-1 564	-1 223
Voyages	9 813	8 911	2 697	2 666	2 559	628	2 407
Revenus	10 166	13 059	-848	6 709	1 979	5 782	107
Transferts courants	-17 679	-22 164	-5 549	-6 327	-7 054	-1 894	-5 789
<b>Compte de capital</b>	<b>1 448</b>	<b>506</b>	<b>386</b>	<b>376</b>	<b>-388</b>	<b>-201</b>	<b>-223</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-3 261</b>	<b>-15 208</b>	<b>6 773</b>	<b>11 788</b>	<b>-32 048</b>	<b>56 442</b>	<b>20 505</b>
Investissements directs	-20 636	-41 887	2 250	-5 390	-32 920	12 631	-13 190
Français à l'étranger	-45 905	-93 008	-8 985	-19 058	-44 995	-3 740	-29 370
Étrangers en France	25 271	51 121	11 235	13 668	12 075	16 371	16 180
Investissements de portefeuille	-46 563	-9 217	3 264	18 807	-17 978	-31 062	-2 065
Avoirs	-179 891	-191 309	-42 254	-29 468	-65 640	-67 223	-14 278
Engagements	133 326	182 091	45 518	48 275	47 661	36 161	12 213
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	9 663	-379	2 795	909	2 358
Autres investissements	62 445	20 665	-9 459	-3 058	13 029	74 398	35 156
Avoirs de réserve	-3 508	7 055	1 057	1 807	3 027	-434	-1 754
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>7 421</b>	<b>41 653</b>	<b>2 210</b>	<b>-8 785</b>	<b>43 120</b>	<b>-52 848</b>	<b>-9 890</b>

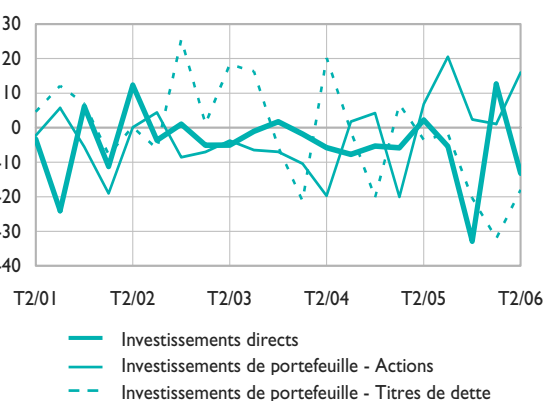
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

**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 (a)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-5 609</b>	<b>-26 953</b>	<b>-9 370</b>	<b>-3 379</b>	<b>-10 685</b>	<b>-3 393</b>	<b>-10 392</b>
<b>Biens</b>	<b>-6 905</b>	<b>-25 904</b>	<b>-5 392</b>	<b>-6 511</b>	<b>-7 906</b>	<b>-6 345</b>	<b>-5 894</b>
Exportations	338 817	352 968	90 026	83 955	93 641	96 531	99 133
Importations	345 723	378 872	95 418	90 466	101 547	102 876	105 027
Marchandises générales	-6 389	-24 200	-4 949	-6 068	-7 377	-5 677	-5 458
Avitaillement	-469	-977	-227	-270	-356	-403	-333
Travail à façon et réparations	-46	-726	-215	-173	-173	-265	-103
<b>Services hors voyages</b>	<b>-1 004</b>	<b>-855</b>	<b>-277</b>	<b>84</b>	<b>-264</b>	<b>-1 564</b>	<b>-1 223</b>
Exportations	55 246	59 330	14 573	15 047	15 726	14 447	14 408
Importations	56 248	60 185	14 850	14 963	15 990	16 011	15 631
Transports	-1 001	-1 209	-322	-145	-424	-807	-794
Services de communication	915	1 103	256	346	242	294	297
Services de construction	1 152	1 632	316	415	512	395	468
Services d'assurances	-539	-935	-214	-296	-85	-387	-322
Services financiers	-838	-770	-147	-238	-269	-366	-555
Services d'informatique et d'information	34	-64	9	-43	-36	55	53
Redevances et droits de licence	1 648	2 167	413	675	564	584	398
Autres services aux entreprises	-1 884	-2 103	-435	-469	-501	-1 114	-591
Services personnels, culturels et récréatifs	-276	-536	-154	-125	-213	-171	-162
Services des administrations publiques	-208	-136	3	-37	-51	-47	-15
<b>Voyages</b>	<b>9 813</b>	<b>8 911</b>	<b>2 697</b>	<b>2 666</b>	<b>2 559</b>	<b>628</b>	<b>2 407</b>
Recettes	32 833	33 981	9 306	10 578	7 754	6 251	9 389
Dépenses	23 021	25 071	6 609	7 912	5 196	5 623	6 982
<b>Revenus</b>	<b>10 166</b>	<b>13 059</b>	<b>-848</b>	<b>6 709</b>	<b>1 979</b>	<b>5 782</b>	<b>107</b>
Rémunérations des salariés	8 406	8 420	2 100	2 113	2 104	2 117	2 190
Revenus des investissements	1 761	4 638	-2 949	4 597	-125	3 665	-2 083
Directs	15 561	18 070	4 770	4 088	5 551	3 577	3 740
De portefeuille	-11 434	-9 859	-6 296	1 372	-5 326	943	-4 562
Autres	-2 365	-3 574	-1 423	-863	-349	-855	-1 261
<b>Transferts courants</b>	<b>-17 679</b>	<b>-22 164</b>	<b>-5 549</b>	<b>-6 327</b>	<b>-7 054</b>	<b>-1 894</b>	<b>-5 789</b>
Transferts courants du secteur des APU	-11 048	-14 925	-3 864	-4 302	-5 562	125	-3 799
Transferts courants des autres secteurs	-6 635	-7 241	-1 684	-2 026	-1 493	-2 019	-1 990
dont envois de fonds des travailleurs	-2 135	-2 091	-510	-609	-495	-476	-524
<b>Compte de capital</b>	<b>1 448</b>	<b>506</b>	<b>386</b>	<b>376</b>	<b>-388</b>	<b>-201</b>	<b>-223</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

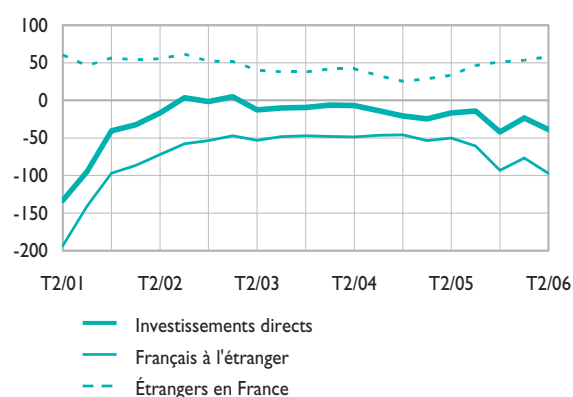
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005			2006	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)
<b>Compte financier</b>	<b>-3 261</b>	<b>-15 208</b>	<b>6 773</b>	<b>11 788</b>	<b>-32 048</b>	<b>56 442</b>	<b>20 505</b>
Investissements directs	-20 636	-41 887	2 250	-5 390	-32 920	12 631	-13 190
Français à l'étranger	-45 905	-93 008	-8 985	-19 058	-44 995	-3 740	-29 370
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-36 429	-42 197	192	-9 713	-21 753	-7 338	-14 828
Étrangers en France	25 271	51 121	11 235	13 668	12 075	16 371	16 180
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	9 025	20 236	3 384	3 847	6 386	7 151	6 425
Investissements de portefeuille	-46 563	-9 217	3 264	18 807	-17 978	-31 062	-2 065
Avoirs	-179 891	-191 309	-42 254	-29 468	-65 640	-67 223	-14 278
Actions	-49 119	-42 917	7 558	-1 305	-21 085	-11 769	22 308
Obligations	-119 312	-137 035	-44 604	-19 548	-37 044	-54 200	-50 750
Instruments du marché monétaire	-11 459	-11 358	-5 208	-8 615	-7 511	-1 254	14 164
Engagements	133 326	182 091	45 518	48 275	47 661	36 161	12 213
Actions	25 016	52 633	-762	21 848	23 491	12 848	-6 350
Obligations	94 133	110 831	35 697	19 473	31 628	15 344	23 876
Instruments du marché monétaire	14 176	18 628	10 585	6 954	-7 460	7 969	-5 313
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	9 663	-379	2 795	909	2 358
Autres investissements	62 445	20 665	-9 459	-3 058	13 029	74 398	35 156
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	38 832	-2 346	-8 603	6 171	-4 682	69 437	30 298
Avoirs de réserve	-3 508	7 055	1 057	1 807	3 027	-434	-1 754
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>7 421</b>	<b>41 653</b>	<b>2 210</b>	<b>-8 785</b>	<b>43 120</b>	<b>-52 848</b>	<b>-9 890</b>

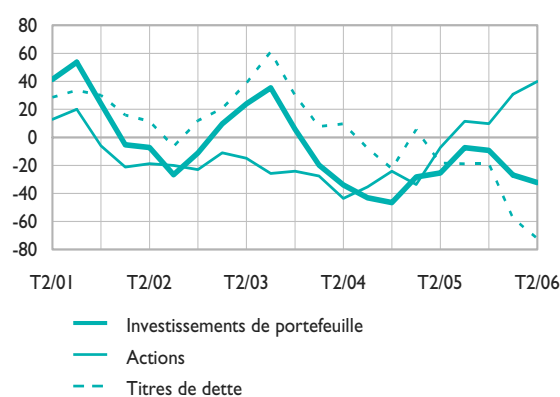
#### Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

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

(données brutes en millions d'euros)

	2ème trimestre 2006					
	UEM	UE15 hors UEM (a)	Nouveaux pays membres (b)	USA	Japon	Suisse
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Recettes	75 904	20 660	6 067	15 528	2 959	6 865
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Biens	-11 071	978	1 620	1 585	-182	256
Recettes	48 770	10 329	4 934	7 044	1 305	2 605
Dépenses	59 842	9 351	3 315	5 459	1 486	2 349
Services	-2 296	811	32	1 484	144	764
Recettes	6 519	3 594	438	3 896	572	1 879
Dépenses	8 815	2 784	406	2 411	428	1 115
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	19 298	5 286	650	4 321	1 069	2 137
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Transferts courants	-1 325	-2 362	1	36	-2	-265
<b>Compte financier</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Investissements directs	-6 668	75	-196	-3 068	-197	444
Français à l'étranger	-14 799	-4 761	-452	-3 817	-336	-470
Étrangers en France	8 131	4 837	256	749	138	915
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-29 355	20 551	-40	-1 821	-332	4 321
Actions	8 841	12 972	-8	112	-2 187	4 691
Obligations	-45 737	3 432	50	-3 528	2 128	-9
Instruments du marché monétaire	7 541	4 148	-81	1 595	-273	-361
Autres investissements	14 172	11 047	818	13 515	-4 295	-4 448
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	16 063	14 288	501	5 872	-4 364	-2 412

(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	
		août	juin	juil.	août	août
	(a)	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-1 226</b>	<b>-333</b>	<b>-2 965</b>	<b>-3 967</b>	<b>-18 757</b>	<b>-30 750</b>
Biens	-3 568	-925	-2 465	-4 537	-21 590	-28 589
Services hors voyages	466	-448	-970	468	155	-3 782
Voyages	426	1 640	1 303	379	9 162	8 181
Revenus	3 389	1 209	1 851	1 644	12 902	15 100
Transferts courants	-1 939	-1 809	-2 684	-1 921	-19 384	-21 662
<b>Compte de capital</b>	<b>80</b>	<b>114</b>	<b>-356</b>	<b>99</b>	<b>1 614</b>	<b>-845</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-27 805</b>	<b>2 124</b>	<b>-8 121</b>	<b>348</b>	<b>-22 285</b>	<b>73 481</b>
Investissements directs	-4 700	2 173	-2 498	-4 878	-13 182	-42 255
Français à l'étranger	-8 917	-6 419	-4 820	-5 212	-59 927	-92 985
Capital social	-6 462	-2 944	-2 475	-2 198	-19 907	-37 989
Bénéfices réinvestis	-1 080	-1 165	-1 166	-1 166	-12 140	-13 642
Autres opérations	-1 375	-2 310	-1 179	-1 848	-27 884	-41 355
Étrangers en France	4 217	8 592	2 322	334	46 746	50 730
Capital social	258	3 182	275	-1 414	12 188	15 597
Bénéfices réinvestis	411	460	459	459	4 900	5 322
Autres opérations	3 548	4 950	1 588	1 289	29 655	29 811
Investissements de portefeuille	6 421	15 291	-26 795	-13 783	1 854	-74 659
Avoirs	-7 072	-6 332	-44 757	-18 312	-154 509	-210 211
Actions	10 770	-2 384	-14 992	-8 783	-23 393	-34 588
Obligations	-3 911	-16 196	-16 975	-5 249	-122 007	-169 903
Instruments du marché monétaire	-13 931	12 248	-12 790	-4 280	-9 109	-5 720
Engagements	13 493	21 623	17 962	4 529	156 362	135 551
Actions	4 555	27 749	13 761	89	41 747	49 254
Obligations	6 464	659	7 249	4 207	111 349	90 724
Instruments du marché monétaire	2 474	-6 785	-3 048	233	3 270	-4 429
Produits financiers dérivés	-381	1 428	693	-591	7 014	6 140
Autres investissements	-28 424	-18 134	20 850	21 114	-19 513	184 231
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-18 589	-4 519	28 350	18 028	-22 417	162 553
Avoirs de réserve	-722	1 366	-371	-1 514	1 546	24
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>28 952</b>	<b>-1 905</b>	<b>11 442</b>	<b>3 520</b>	<b>39 427</b>	<b>-41 887</b>

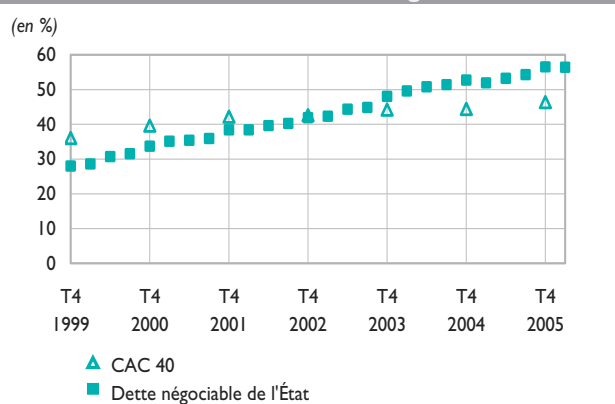
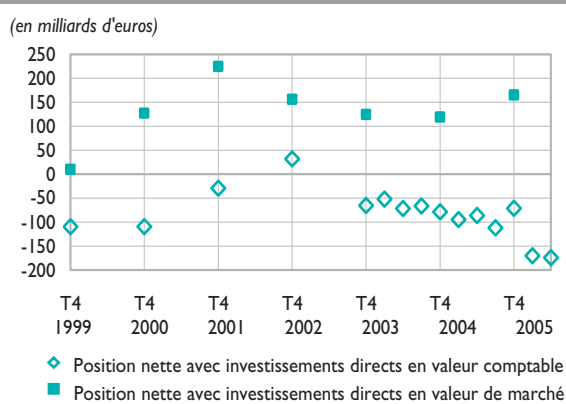
(a) Chiffres semi-définitifs

(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.	T2
<b>Créances</b>	<b>2 327,6</b>	<b>2 347,0</b>	<b>2 529,4</b>	<b>2 860,8</b>	<b>3 604,5</b>	<b>3 720,6</b>
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	742,0
<i>Capitaux propres</i>	409,6	390,2	380,1	404,6	462,9	474,4
<i>Autres opérations</i>	167,8	168,9	193,5	204,3	260,3	267,5
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 620,4
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	301,8	390,5	480,3	566,0	663,6	692,6
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	524,8	498,1	604,1	717,2	910,5	927,7
Produits financiers dérivés	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7	216,0
Autres investissements	732,3	737,4	707,4	788,0	1 052,4	1 074,6
<i>IFM</i>	514,2	516,4	492,0	578,9	840,7	854,0
<i>Non IFM</i>	218,1	221,0	215,4	209,1	211,7	220,6
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0	67,6
<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>-3 894,8</b>
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-539,2
<i>Capitaux propres</i>	-212,2	-232,3	-267,4	-276,7	-296,9	-310,5
<i>Autres opérations</i>	-122,9	-135,1	-150,4	-178,2	-212,4	-228,8
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	-1 803,9
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-251,1	-242,9	-287,6	-323,2	-409,8	-426,8
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 138,9	-1 357,0	-1 377,1
Produits financiers dérivés	-118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4	-234,9
Autres investissements	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4	-1 316,8
<i>IFM</i>	-622,1	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 125,4
<i>Non IFM</i>	-162,7	-154,0	-148,1	-153,3	-177,2	-191,4
<b>Position nette</b>	<b>-29,3</b>	<b>32,1</b>	<b>-65,4</b>	<b>-78,4</b>	<b>-71,3</b>	<b>-174,2</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**


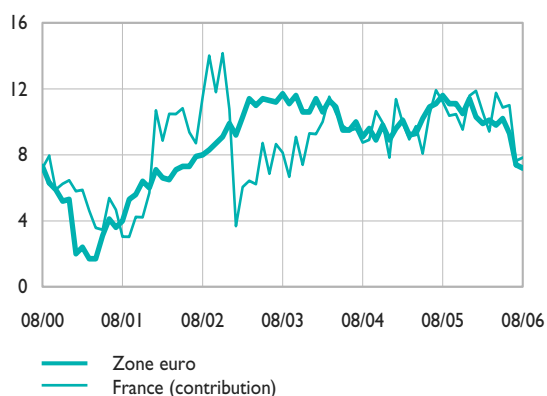
**Figure 11**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

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

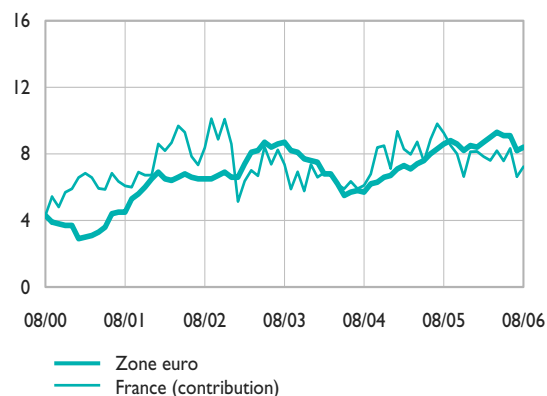
### M1

(taux de croissance annuel en %)



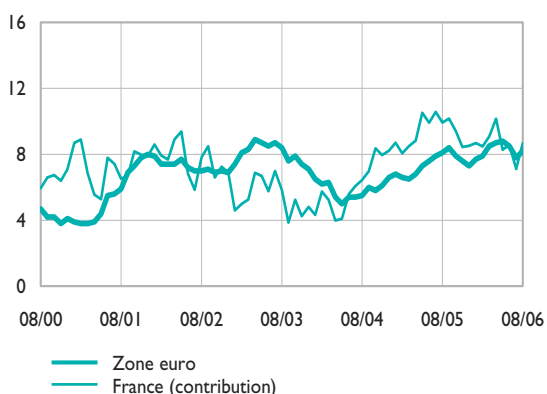
### M2

(taux de croissance annuel en %)



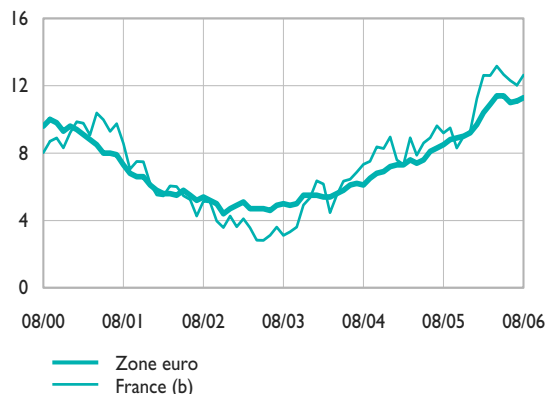
### M3

(taux de croissance annuel en %)



### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 17 octobre 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.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Actif</b>								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	34,8	32,9	35,0	38,8	36,0
Crédits	11,5	17,7	27,4	27,7	26,0	28,3	31,7	28,7
IFM	11,1	17,3	27,1	27,4	25,7	28,0	31,4	28,4
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	7,1	6,9	6,7	7,1	7,3
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	7,1	6,9	6,7	7,1	7,3
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	20,4	9,1	18,0	19,4	15,6
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	24,6	30,1	28,3	29,0	30,7
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	32,8	45,1	42,2	44,1	43,3
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	82,6	95,1	97,6	95,5	98,2
<b>Total</b>	<b>158,9</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>195,2</b>	<b>212,3</b>	<b>220,9</b>	<b>226,8</b>	<b>223,9</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	36,0	25,6	37,3	40,5	35,3
IFM	27,8	28,7	28,6	35,2	24,7	36,4	39,6	34,5
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	3,8	7,3	8,2	8,1	11,7	11,2	10,7	12,5
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	151,1	174,5	172,5	175,5	176,1
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	102,9	111,3	113,1	114,9	114,2
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	47,9	47,9	47,9
Autres	5,8	7,4	16,3	9,2	13,1	11,5	12,7	14,0
<b>Total</b>	<b>158,9</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>195,2</b>	<b>212,3</b>	<b>220,9</b>	<b>226,8</b>	<b>223,9</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.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Actif</b>								
Territoire national	3 001,7	3 202,7	3 291,8	3 312,3	3 515,4	3 486,5	3 528,8	3 517,0
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,4	2 489,7	2 660,2	2 661,9	2 699,5	2 691,8
IFM	947,8	1 013,1	996,3	1 028,4	1 057,3	1 044,9	1 071,2	1 061,9
APU	142,0	139,5	150,8	133,9	144,3	150,4	147,2	149,7
Secteur privé	1 175,9	1 263,8	1 376,4	1 327,5	1 458,6	1 466,6	1 481,0	1 480,2
Titres autres que des actions	431,3	461,0	455,6	472,8	506,9	488,5	495,4	492,3
IFM ≤ 2 ans	129,8	162,6	140,0	157,5	177,6	160,8	166,7	175,3
IFM > 2 ans	49,9	53,3	57,4	54,3	58,4	60,6	63,5	62,7
APU	157,5	155,8	168,6	166,2	173,0	171,3	168,4	160,1
Secteur privé	94,2	89,4	89,6	94,7	97,8	95,9	96,7	94,2
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	75,3	80,7	82,2	81,5	84,7
Actions et autres participations	241,0	257,5	234,6	274,5	267,6	253,9	252,4	248,2
Autres États de la zone euro	467,1	555,1	727,0	639,7	839,1	810,6	819,2	834,0
Reste du monde	503,4	608,9	869,4	741,4	937,6	887,1	904,7	917,4
Non ventilés par zones géographiques	379,3	417,0	602,9	523,1	693,1	658,5	646,1	650,4
<b>Total</b>	<b>4 351,5</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 491,1</b>	<b>5 216,6</b>	<b>5 985,2</b>	<b>5 842,7</b>	<b>5 898,8</b>	<b>5 918,8</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 228,9	2 265,5	2 291,4	2 281,2	2 248,7
IFM	933,1	1 006,6	1 011,3	1 046,5	1 058,9	1 055,8	1 052,7	1 043,5
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	16,9	23,3	34,3	23,9	10,7
Autres secteurs	1 075,6	1 129,6	1 185,8	1 165,6	1 183,3	1 201,3	1 204,7	1 194,6
Dépôts à vue	344,1	357,1	395,3	368,1	386,8	405,5	406,4	390,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	45,5	53,4	53,0	56,7	60,6	61,1	61,8
Dépôts à terme > 2 ans	299,4	306,4	307,1	304,3	297,8	298,8	296,6	295,4
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	351,8	377,5	392,6	390,3	401,6	401,1	403,7	408,1
Pensions	30,7	43,2	37,4	49,9	40,4	35,3	36,9	38,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	258,2	330,6	318,5	314,1	337,5
IFM	173,6	201,5	226,4	214,5	274,9	260,4	260,1	273,7
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	43,7	55,8	58,1	54,0	63,7
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	617,8	885,4	828,1	867,8	874,7
Non ventilés par zones géographiques	1 672,1	1 853,2	2 220,5	2 111,6	2 503,7	2 404,6	2 435,7	2 457,9
Titres de créance émis ≤ 2 ans	218,3	259,4	271,3	282,2	343,2	316,4	318,8	334,2
Titres de créance émis > 2 ans	375,2	404,8	458,6	434,1	474,2	485,8	492,9	497,1
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	396,9	425,4	412,9	427,8	436,1
Capital et réserves	299,2	313,8	318,7	314,8	337,5	339,6	340,9	341,4
Autres	451,6	521,1	784,2	683,6	923,4	850,0	855,3	849,0
<b>Total</b>	<b>4 351,5</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 491,1</b>	<b>5 216,6</b>	<b>5 985,2</b>	<b>5 842,7</b>	<b>5 898,8</b>	<b>5 918,8</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 ».

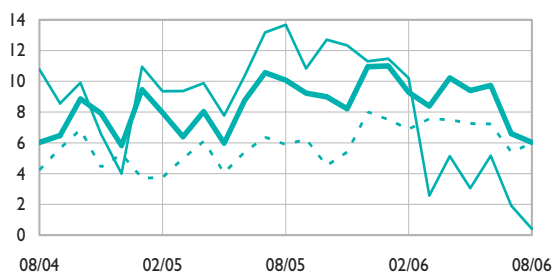
Figure 14  
Dépôts – France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	391,4	403,6	417,4	418,7	406,4
Ménages et assimilés	202,4	212,9	230,1	219,4	225,6	232,8	237,4	232,4
Sociétés non financières	120,0	124,2	139,9	129,8	130,9	137,6	135,7	129,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	39,2	47,8	55,6	42,2	47,1	47,0	45,7	44,0
Autres agents	19,2	17,5	22,6	17,7	29,3	33,6	31,5	27,0
<b>Total – Encours</b>	<b>380,9</b>	<b>402,4</b>	<b>448,1</b>	<b>409,1</b>	<b>432,8</b>	<b>451,0</b>	<b>450,2</b>	<b>433,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,6</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>9,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	112,7	111,8	111,3	111,8	112,8
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,7	17,3	17,3	17,5	17,7
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	39,5	38,7	38,5	38,6	38,8
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,9	49,0	49,0	49,3	49,6
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	56,2	56,6	56,5	56,4	56,7
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,3	6,4	6,4	6,4	6,5
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	112,1	121,8	122,0	123,6	125,9
<b>Total – Encours</b>	<b>351,8</b>	<b>377,5</b>	<b>392,6</b>	<b>390,3</b>	<b>401,6</b>	<b>401,1</b>	<b>403,7</b>	<b>408,1</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>10,0</b>	<b>7,3</b>	<b>4,0</b>	<b>6,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>

Dépôts à vue

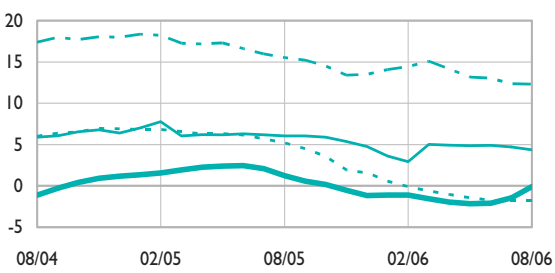
(en taux de croissance annuel)



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

Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



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

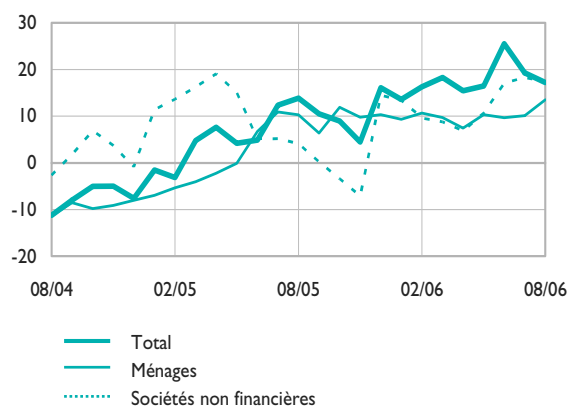
**Figure 15**  
**Dépôts à terme – France**

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	46,8	49,8	50,8	52,9	54,1
Ménages et assimilés	20,4	18,6	20,8	21,7	21,3	22,1	23,6	24,5
Sociétés non financières	23,3	22,8	26,5	25,0	28,1	28,3	28,9	29,2
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Autres agents	5,5	3,8	5,8	6,2	6,9	9,8	8,2	7,8
<b>Total – Encours</b>	<b>49,6</b>	<b>45,5</b>	<b>53,4</b>	<b>53,0</b>	<b>56,7</b>	<b>60,6</b>	<b>61,1</b>	<b>61,8</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-16,9</b>	<b>-7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>13,8</b>	<b>16,5</b>	<b>25,5</b>	<b>19,2</b>	<b>17,2</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	292,7	279,4	277,3	275,2	274,6
Ménages et assimilés	279,1	282,6	281,4	280,2	266,1	263,8	261,8	261,0
PEL	216,7	224,2	225,6	223,3	211,4	209,3	207,8	207,1
PEP	46,0	42,5	39,0	39,6	36,6	36,2	35,8	35,6
Autres	16,4	15,9	16,8	17,3	18,1	18,3	18,1	18,3
Sociétés non financières	9,9	13,1	13,5	12,5	13,3	13,4	13,4	13,5
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	11,6	18,4	21,5	21,4	20,8
<b>Total – Encours</b>	<b>299,4</b>	<b>306,4</b>	<b>307,1</b>	<b>304,3</b>	<b>297,8</b>	<b>298,8</b>	<b>296,6</b>	<b>295,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>4,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,4</b>

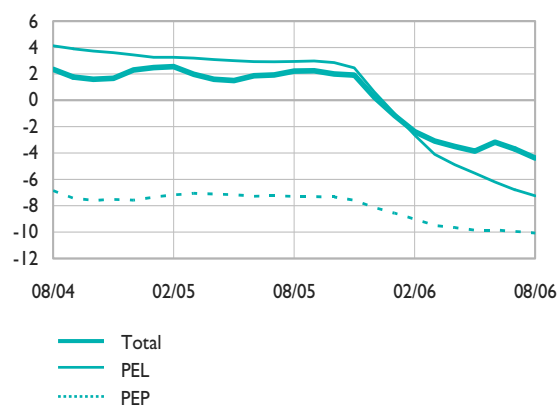
#### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



#### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)

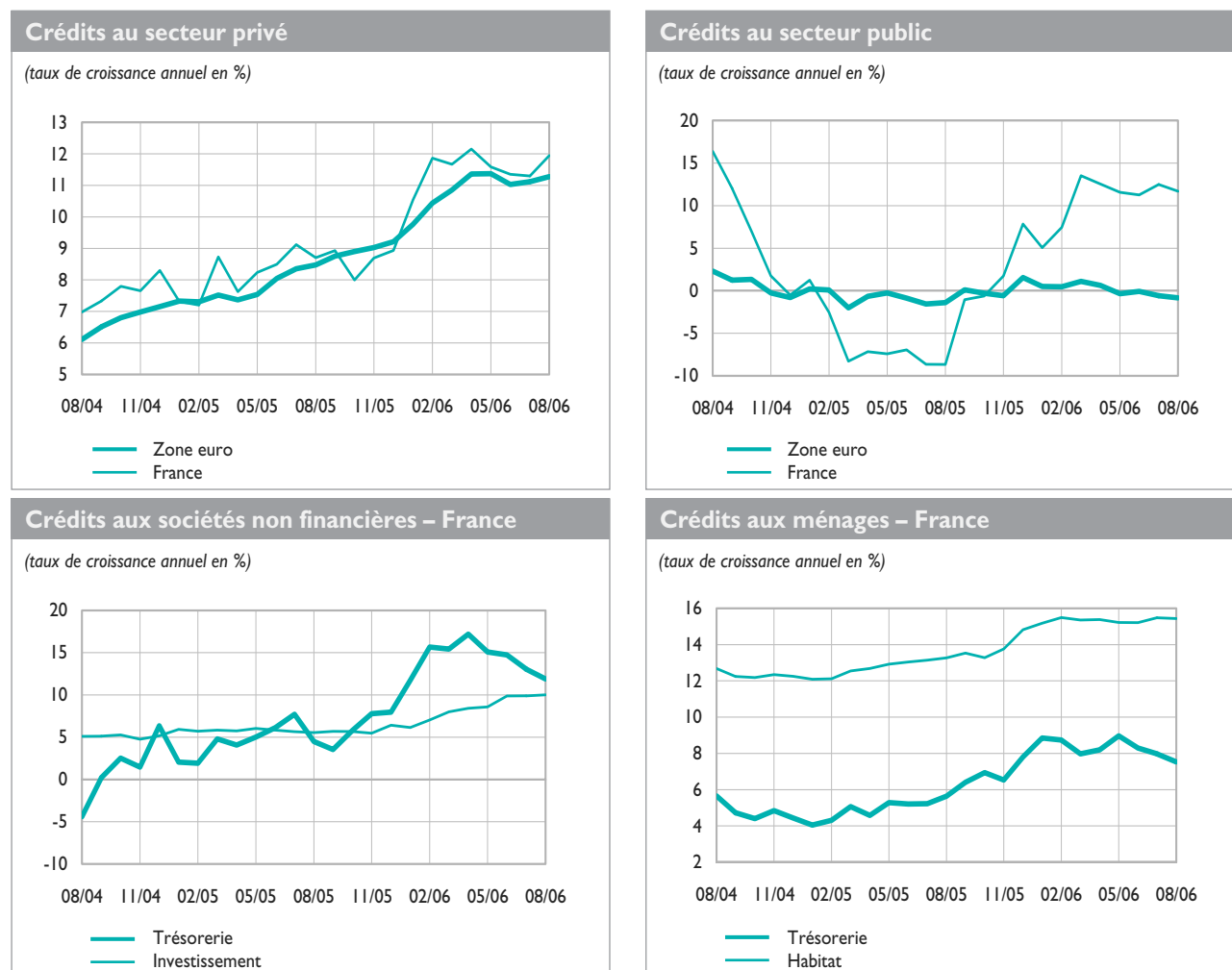


**Figure 16**  
**Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France**

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

	2003	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	déc.	août	avril	mai	juin	juil.	août
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 327,7	1 451,8	1 458,8	1 466,8	1 481,3	1 480,4
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	134,0	145,2	144,4	150,5	147,3	149,8
<b>Total – Encours</b>	<b>1 318,4</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 527,5</b>	<b>1 461,7</b>	<b>1 597,0</b>	<b>1 603,2</b>	<b>1 617,3</b>	<b>1 628,6</b>	<b>1 630,2</b>
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	8,7	12,2	11,6	11,4	11,3	11,9
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	-8,7	12,5	11,6	11,2	12,5	11,7
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,0</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8</b>	<b>12,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>11,9</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	207,1	216,3	229,9	222,8	237,3	239,1	242,9	244,6	245,2
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	147,3	173,5	170,5	169,4	171,6	164,4
Autres objets	171,2	180,9	193,0	184,4	196,5	200,3	201,2	199,0	199,4
<b>Total – Encours</b>	<b>514,8</b>	<b>541,5</b>	<b>579,6</b>	<b>554,5</b>	<b>607,3</b>	<b>610,0</b>	<b>613,6</b>	<b>615,2</b>	<b>609,0</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,0</b>	<b>10,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	385,5	438,1	503,6	480,2	524,3	529,0	538,7	548,9	554,1
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	121,8	128,8	131,2	132,4	132,0	131,0
Autres objets	81,3	82,8	81,4	84,0	80,3	80,1	80,8	81,1	80,6
<b>Total – Encours</b>	<b>580,5</b>	<b>639,5</b>	<b>712,9</b>	<b>686,1</b>	<b>733,4</b>	<b>740,3</b>	<b>751,8</b>	<b>762,1</b>	<b>765,7</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,8</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,0</b>	<b>11,9</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>11,9</b>

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



(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

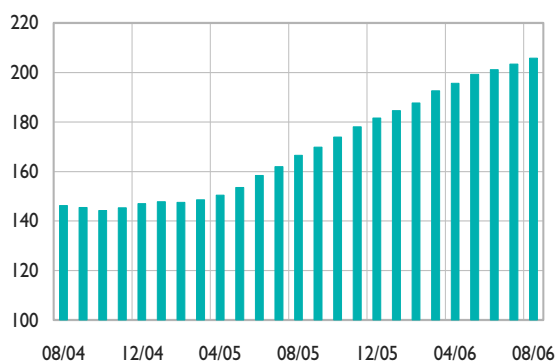
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

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

	2005			2006		
	juin	juil.	août	juin	juil.	août
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>400,9</b>	<b>415,8</b>	<b>426,3</b>	<b>520,6</b>	<b>519,8</b>	<b>523,5</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>158,4</b>	<b>162,0</b>	<b>166,5</b>	<b>201,1</b>	<b>203,4</b>	<b>205,8</b>
Consommation (hors découvert)	49,0	49,0	49,1	50,6	50,9	51,6
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	37,8	38,6	39,9	41,0	40,1	39,5
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	71,6	74,4	77,5	109,5	112,3	11,5
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>242,5</b>	<b>253,9</b>	<b>259,8</b>	<b>319,5</b>	<b>316,4</b>	<b>317,7</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	188,3	197,0	201,2	237,8	232,9	232,2
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	54,2	56,9	58,5	81,7	83,5	85,5

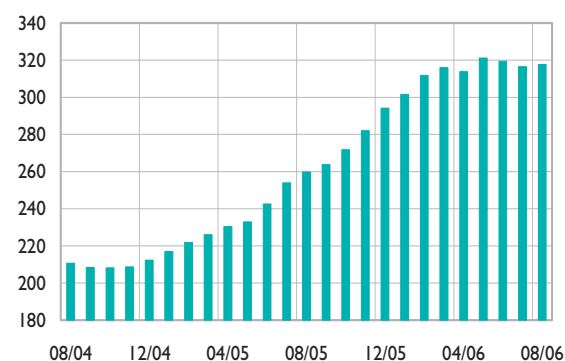
**Ménages**

(en milliards d'euros)



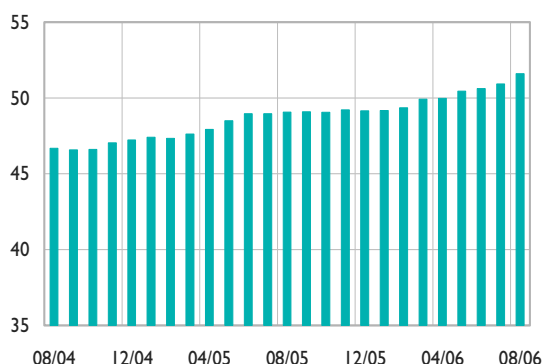
**Sociétés**

(en milliards d'euros)



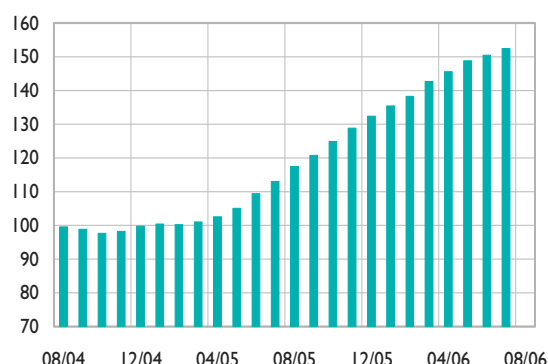
**Consommation des ménages (hors découvert)**

(en milliards d'euros)



**Habitat des ménages**

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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



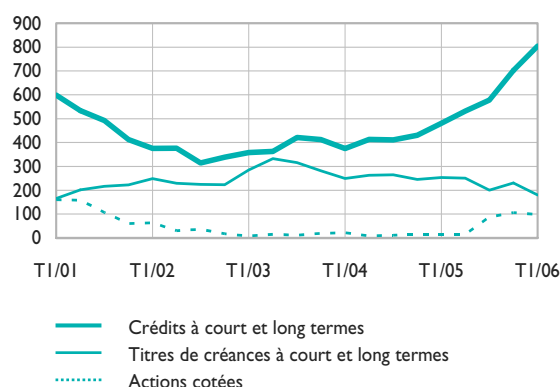
**Figure 19**  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2006	Flux	Encours
	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>1 014,5</b>	<b>292,5</b>	<b>15 667,7</b>
Crédits à court terme	39,2	62,0	63,6	89,1	112,4	26,3	1 675,9
Crédits à long terme	441,8	469,9	514,9	613,4	691,4	177,2	8 153,7
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	58,1	59,0	55,7	53,3	50,1	-5,8	459,7
Dépôts à vue	159,2	188,1	176,2	230,2	182,3	-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	70,3	26,7	1 628,9
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	117,6	129,2	36,2	1 567,1
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

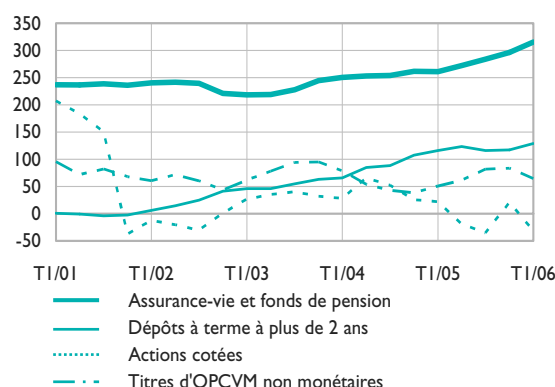
### Financements

(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 17 octobre 2006

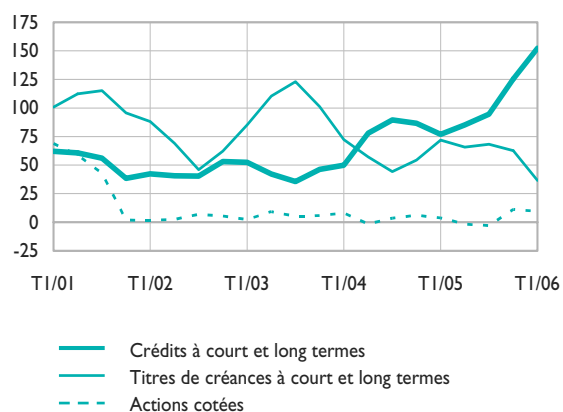
**Figure 20**  
**Financements et placements des agents non financiers – France**

(en milliards d'euros)

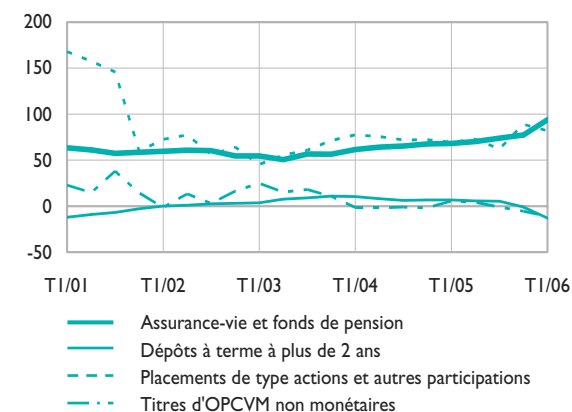
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours	
	2005						2006
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements (a)</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>175,2</b>	<b>189,0</b>	<b>196,1</b>	<b>227,0</b>	<b>235,1</b>	<b>56,3</b>	<b>2 858,9</b>
Crédits à court terme	-2,1	-3,8	-1,3	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.

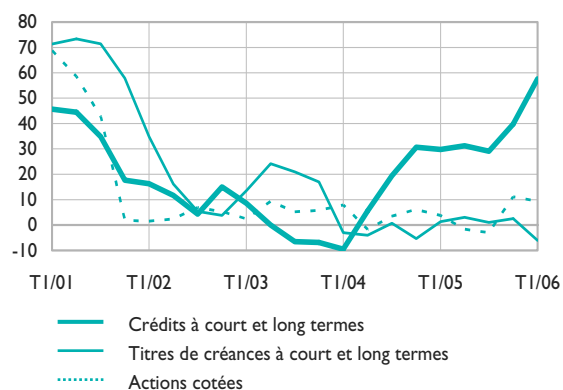
**Figure 21**  
Financements et placements des sociétés non financières – France

(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

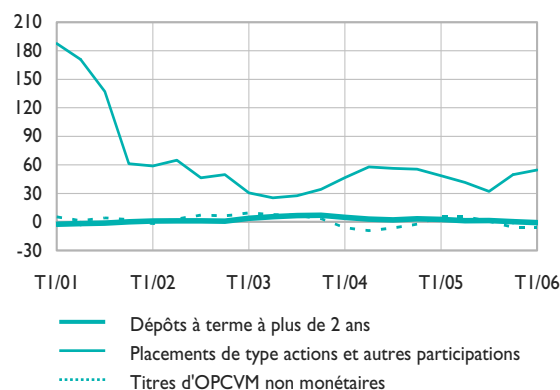
### Financements

(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 17 octobre 2006

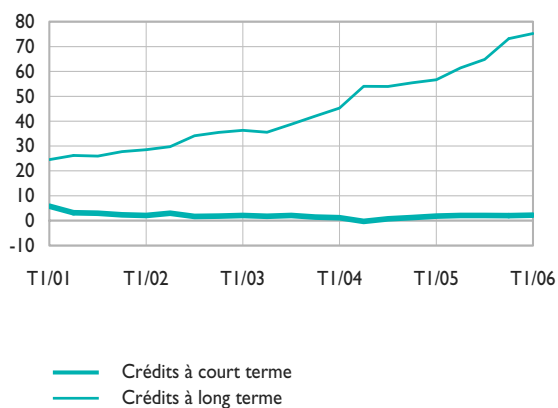
Figure 22  
Financements et placements des ménages – France

(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

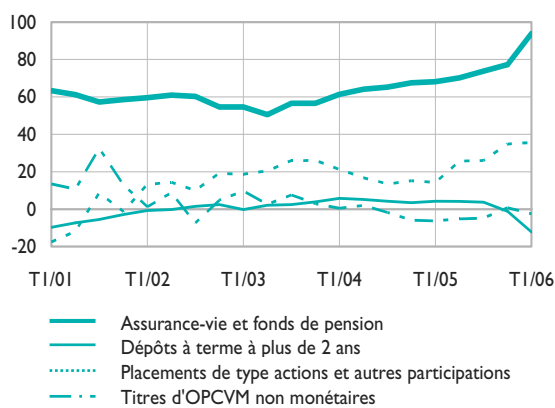
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



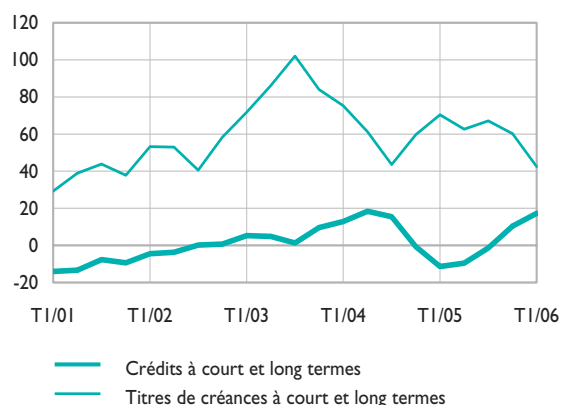
**Figure 23**  
Financements et placements des administrations publiques – France

(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>1 191,2</b>
Crédits à court terme	-14,6	-13,7	-6,7	2,2	9,2	27,4
Crédits à long terme	3,2	4,1	5,4	8,1	8,0	121,6
Titres de créances à court terme	-9,5	-12,1	-14,2	-5,1	-11,0	88,4
Titres de créances à long terme	79,9	74,8	81,3	65,2	53,5	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>132,8</b>
Monnaie fiduciaire	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	50,9
Placements à vue	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,4
Dépôts des administrations centrales	-2,1	-6,4	-6,0	1,3	13,7	51,9
Autres dépôts (à l'étranger ...)	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	2,8
Titres d'OPCVM monétaires	1,3	2,8	1,4	4,7	6,4	24,5
Autres titres à court terme	-0,9	-0,9	-0,8	-0,6	0,0	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>346,3</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	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	38,6
Placements de type actions et autres participations	6,5	5,8	3,9	4,4	-8,4	293,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires	1,6	2,3	1,5	-1,9	-3,0	14,8

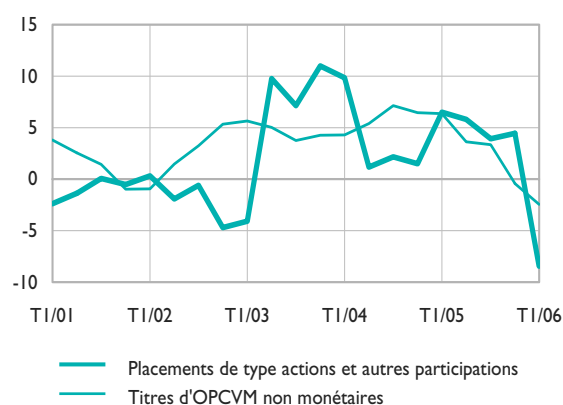
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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

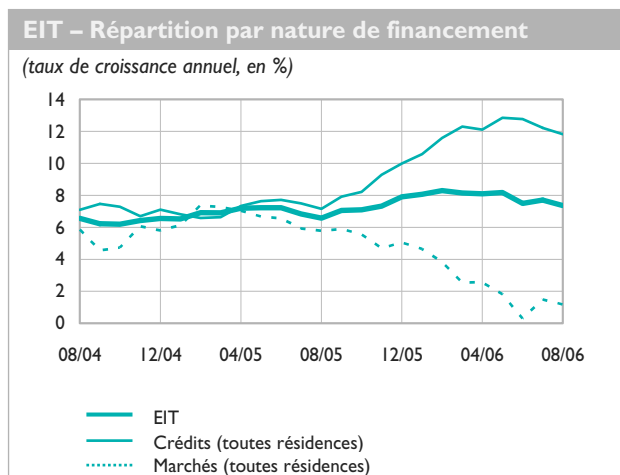
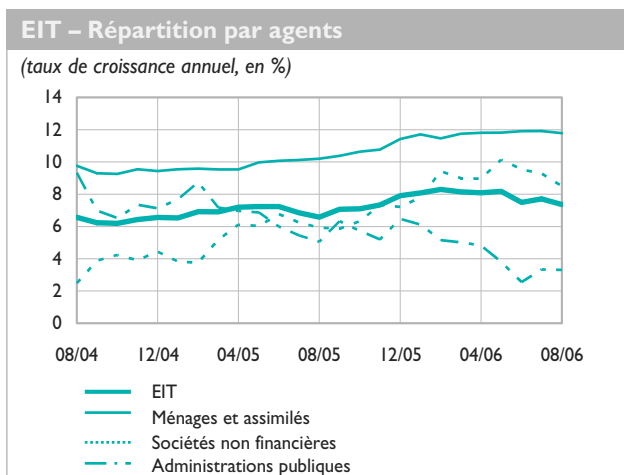


(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.

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 août
	2003	2004	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	juin	juil.	août	
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,4</b>	<b>3 178,9</b>
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,9	11,9	11,8	786,1
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	4,4	5,4	3,6	39,2
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,3	12,3	12,3	746,9
Sociétés non financières	1,8	4,4	7,2	9,5	9,3	8,5	1 262,5
≤ 1 an	-1,4	8,0	11,4	11,2	11,4	10,0	463,4
> 1 an	3,5	2,6	4,9	8,6	8,0	7,6	799,1
Administrations publiques	10,7	7,1	6,5	2,6	3,3	3,3	1 130,3
≤ 1 an	26,6	1,2	-3,4	-9,4	-9,9	-10,5	126,2
> 1 an	8,3	8,2	8,1	4,3	5,3	5,4	1 004,1
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>3,7</b>	<b>6,7</b>	<b>9,2</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>1 577,1</b>
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,9	11,9	11,8	786,1
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	4,4	5,4	3,6	39,2
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,3	12,3	12,3	746,9
Sociétés non financières	-1,2	5,6	7,0	10,6	9,7	9,6	640,1
≤ 1 an	-3,0	4,5	5,0	7,4	6,3	6,5	149,8
> 1 an	-0,6	6,0	7,7	11,7	10,8	10,7	490,4
Administrations publiques (c)	7,3	-0,5	7,4	10,8	12,0	11,3	150,8
≤ 1 an	50,3	-9,6	10,0	27,7	23,4	17,0	30,5
> 1 an	0,3	1,4	6,9	7,2	9,5	10,0	120,3
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)</b>	<b>4,3</b>	<b>9,0</b>	<b>14,1</b>	<b>20,0</b>	<b>18,1</b>	<b>16,5</b>	<b>344,3</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>9,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1 257,6</b>
Sociétés non financières (e)	5,6	-2,3	0,9	-3,0	-0,7	-2,4	287,5
≤ 1 an	-29,4	-0,3	17,6	-18,1	-2,5	-10,8	31,9
> 1 an	10,2	-2,4	-0,5	-0,7	-0,5	-1,2	255,6
Administrations publiques	11,4	8,7	6,3	1,3	2,2	2,3	970,1
≤ 1 an	24,2	4,7	-6,7	-19,1	-18,3	-17,4	86,3
> 1 an	9,7	9,3	8,2	3,9	4,8	4,8	883,8



(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 jusqu'en juillet 2003.

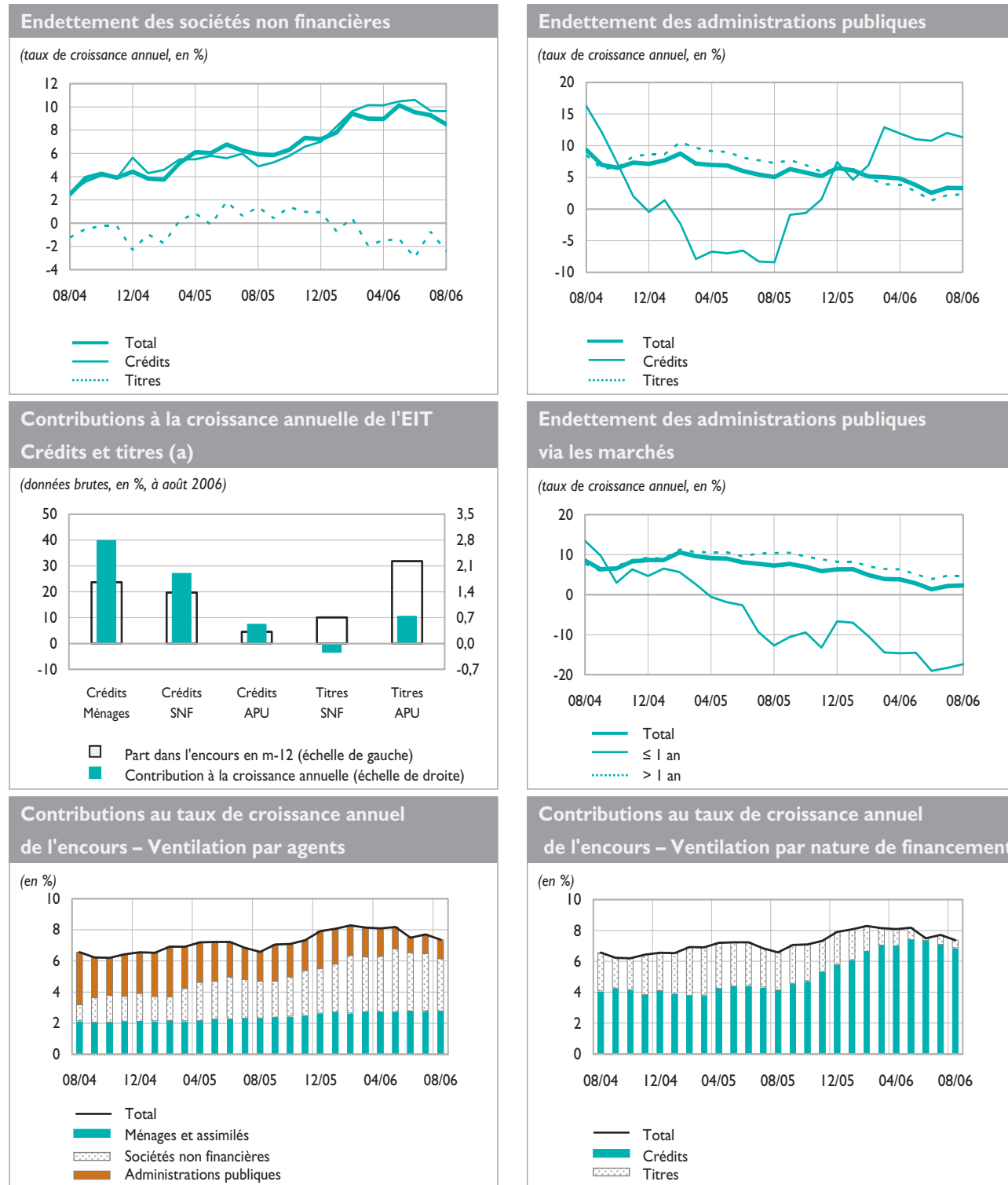
(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

(e) Le reclassement de véhicules émetteurs de billets de trésorerie adossés à des opérations de titrisation du secteur des SNF vers celui des IF a conduit à réviser les séries d'endettement des SNF depuis l'année 2000.

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2006

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 18 octobre 2006



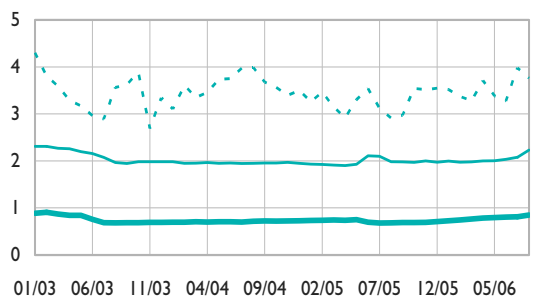
**Figure 26**  
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	août	avril	mai	juin	juil.	août
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,68	0,79	0,79	0,81	0,81	0,85
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,95	1,97	1,98	2,00	2,00	2,03	2,08	2,23
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,50	3,55	2,91	3,71	3,38	3,27	3,98	3,76
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,75
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,10	2,35	2,35	2,35	2,35	2,82
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,24	2,34	2,29	2,28	2,33	2,44
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,61	2,78	2,81	2,79	2,90	3,08
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,69	3,56	3,52	3,49	3,49	3,54

**Zone euro**

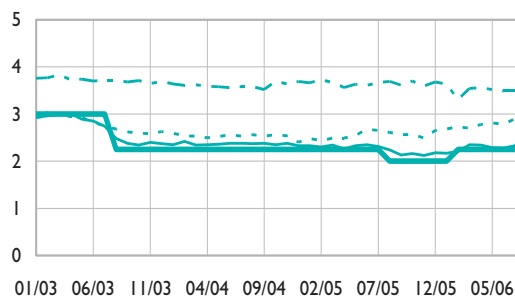
(taux mensuels moyens en %)



- 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 des sociétés non financières > 2 ans

**France**

(taux mensuels moyens en %)

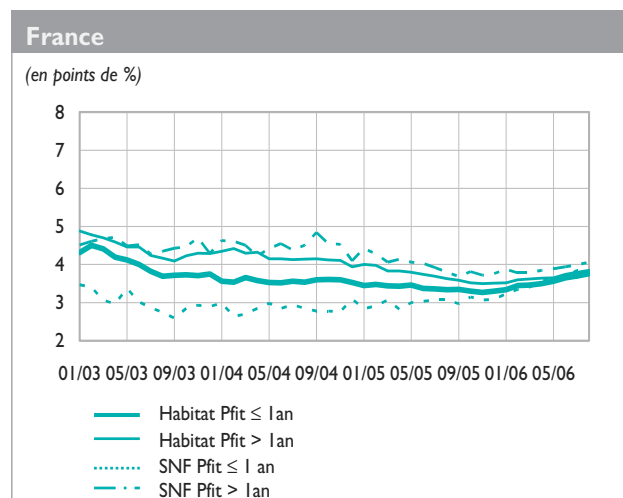
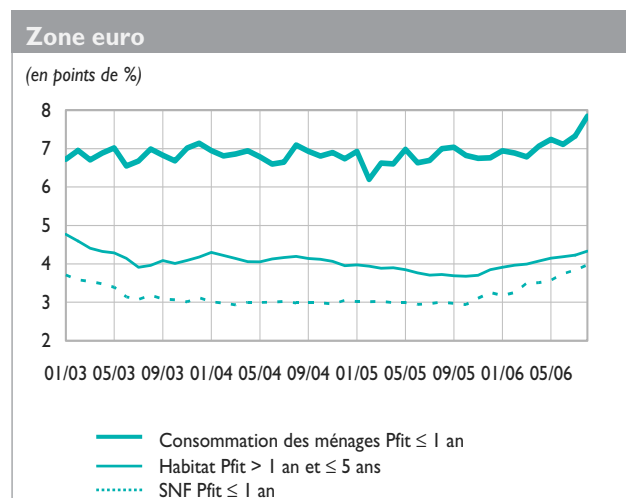


- Livret A
- Livrets à taux du marché
- ..... Dépôts à terme ≤ 2 ans
- - - - Dépôts à terme > 2 ans

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

(taux mensuels moyens en %)

	2005				2006							
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,03	6,82	6,75	6,76	6,94	6,88	6,79	7,06	7,24	7,11	7,33	7,84
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,69	3,68	3,71	3,85	3,91	3,97	3,99	4,07	4,15	4,19	4,23	4,33
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,97	2,94	3,10	3,25	3,18	3,26	3,50	3,51	3,57	3,74	3,84	3,97
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</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>6,07</b>	<b>6,21</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,35	3,30	3,27	3,30	3,34	3,45	3,46	3,50	3,56	3,65	3,70	3,76
Pfit > 1 an (a)	3,59	3,52	3,50	3,51	3,52	3,60	3,62	3,64	3,65	3,74	3,80	3,85
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	2,97	3,15	3,07	3,09	3,23	3,35	3,41	3,56	3,64	3,68	3,85	3,82
Pfit > 1 an (a)	3,68	3,81	3,72	3,76	3,87	3,78	3,78	3,85	3,89	3,94	3,99	4,06



(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		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	13,08	13,03	13,36	13,65	14,11
Prêts personnels > 1 524 €	6,25	5,92	6,30	6,36	6,40
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,40	4,29	4,35	4,49	4,62
Prêts à taux variable	4,11	4,02	4,11	4,18	4,30
<b>Seuils applicables à partir du 1<sup>er</sup> jour de la période indiquée</b>					
	2005	2006			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	17,44	17,37	17,81	18,20	18,81
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,33	7,89	8,40	8,48	8,53
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	5,87	5,72	5,80	5,99	6,16
Prêts à taux variable	5,48	5,36	5,48	5,57	5,73
<b>Crédit aux entreprises</b>					
	2005		2006		
	T3	T4	T1	T2	T3
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	4,72	4,47	4,87	4,84	4,76
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,44	5,03	5,47	5,26	5,52
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,48	5,00	5,47	5,30	5,35
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,26	4,36	4,69	4,72	4,79
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,44	3,43	3,66	3,91	4,11
> 1 524 490 €	2,72	2,98	3,05	3,12	3,20
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	8,68	8,62	9,01	9,99	10,32
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	7,26	6,73	8,35	8,01	8,15
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,47	5,69	7,03	7,01	6,69
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,38	4,39	4,85	5,10	5,25
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,47	3,20	3,87	4,68	4,54
> 1 524 490 €	3,69	2,81	3,13	3,54	4,02
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	4,31	4,17	4,28	4,26	4,50
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,79	4,64	4,73	4,44	4,65
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,37	4,32	4,66	4,54	4,73
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,05	3,67	4,10	4,10	4,42
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,19	3,02	3,42	3,67	3,93
> 1 524 490 €	2,98	2,81	3,03	3,24	3,59
<b>Crédits à moyen et long termes</b>					
≤ 15 245 €	3,83	3,68	3,83	4,14	4,28
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,71	3,60	3,75	4,02	4,18
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,61	3,52	3,61	3,86	4,07
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,61	3,47	3,58	3,70	3,95
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,47	3,40	3,49	3,66	3,87
> 1 524 490 €	3,02	3,00	3,30	3,67	3,94

Source : Banque de France

Réalisé le 18 octobre 2006

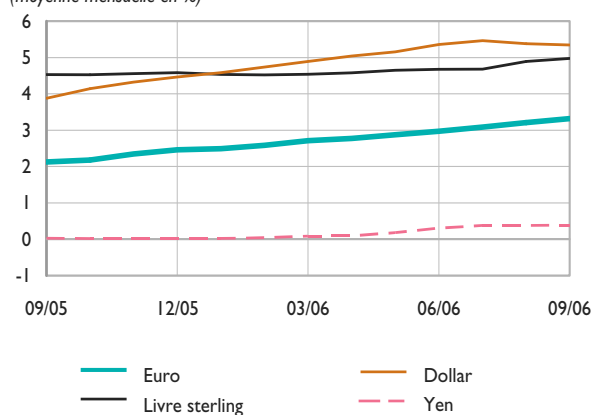
**Figure 29**  
**Taux d'intérêt**

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 16/10/06	
	2005	2006										
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>3,25</b>
Au jour le jour	2,27	2,31	2,33	2,51	2,61	2,57	2,69	2,81	2,97	3,03		
À 3 mois	2,46	2,49	2,58	2,71	2,77	2,87	2,97	3,09	3,21	3,31		
À 1an	2,77	2,82	2,90	3,09	3,21	3,29	3,38	3,53	3,60	3,70		
<b>Livre sterling</b>												<b>4,75</b>
Au jour le jour	4,53	4,49	4,44	4,47	4,49	4,51	4,58	4,55	4,81	4,79		
À 3 mois	4,58	4,53	4,52	4,54	4,58	4,65	4,68	4,68	4,89	4,98		
À 1an	4,62	4,57	4,58	4,67	4,74	4,92	4,94	4,96	5,18	5,25		
<b>Dollar</b>												<b>5,25</b>
Au jour le jour	4,18	4,30	4,50	4,58	4,78	4,98	5,04	5,27	5,26	5,25		
À 3 mois	4,47	4,58	4,74	4,89	5,04	5,15	5,36	5,47	5,38	5,35		
À 1an	4,81	4,82	5,05	5,16	5,29	5,36	5,57	5,63	5,46	5,34		
<b>Yen</b>												<b>0,40</b>
Au jour le jour	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02	0,07	0,21	0,29	0,31		
À 3 mois	0,02	0,02	0,04	0,09	0,09	0,18	0,31	0,38	0,38	0,39		
À 1an	0,12	0,12	0,18	0,31	0,39	0,51	0,57	0,65	0,62	0,57		
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans</b>												
France	3,38	3,34	3,51	3,69	3,96	4,00	4,01	4,03	3,90	3,77		
Allemagne	3,37	3,34	3,48	3,66	3,92	3,98	3,99	4,01	3,89	3,76		
Zone euro	3,41	3,39	3,55	3,73	4,01	4,06	4,07	4,10	3,97	3,84		
Royaume-Uni	4,21	4,08	4,17	4,31	4,51	4,64	4,64	4,64	4,63	4,55		
États-Unis	4,52	4,46	4,62	4,78	5,04	5,17	5,17	5,16	4,94	4,78		
Japon	1,54	1,47	1,57	1,70	1,91	1,91	1,87	1,91	1,81	1,68		

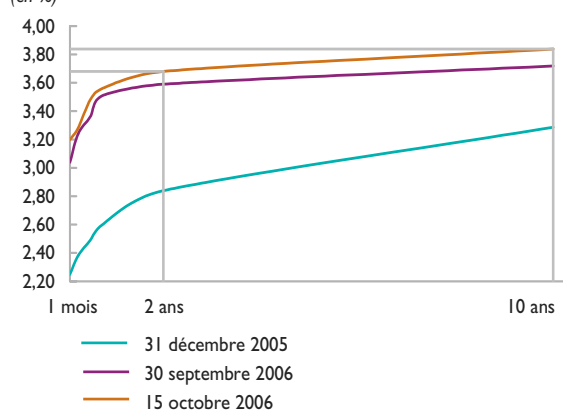
**Taux du marché interbancaire à 3 mois**

(moyenne mensuelle en %)



**Courbe des rendements des titres d'État – France**

(en %)



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

Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

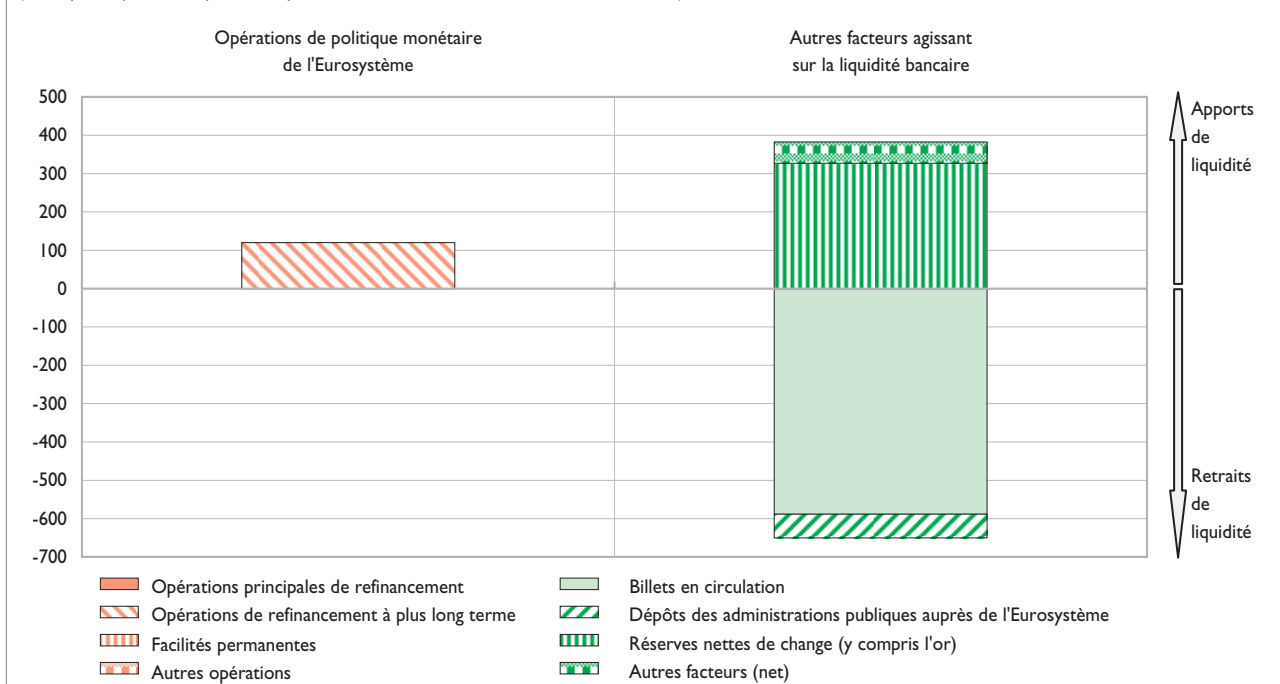
**Figure 30**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 09/08/2006 au 05/09/2006)

	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>434,1</b>	<b>0,5</b>	<b>433,6</b>
Opération principale de refinancement	314,0		
Opération de refinancement à plus long terme	120,0		120,0
Facilités permanentes	0,1	0,1	0,0
Autres opérations	0,0	0,4	-0,4
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>382,8</b>	<b>650,1</b>	<b>-267,3</b>
Billets en circulation		588,7	-588,7
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		61,4	-61,4
Réserves nettes de change (y compris l'or)	327,3		327,3
Autres facteurs (net)	55,5		55,5
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>166,3</b>
dont réserves obligatoires			165,8

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

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 09/08/2006 au 05/09/2006)



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

(en %)

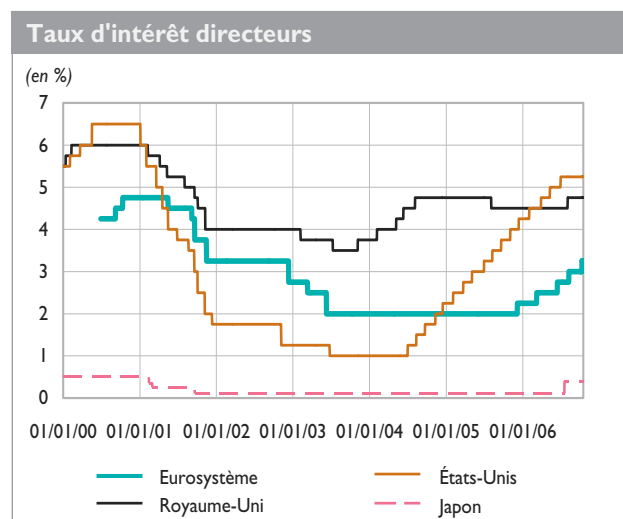
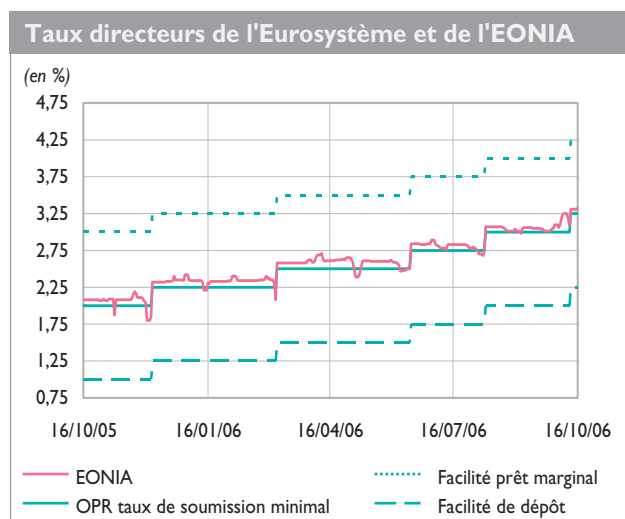
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
08/06/06	15/06/06	2,75	08/06/06	15/06/06	1,75	3,75
03/08/06	09/08/06	3,00	03/08/06	09/08/06	2,00	4,00
05/10/06	11/10/06	3,25	05/10/06	11/10/06	2,25	4,25

(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2006	6 septembre	3,04	3,05	2006	27 avril	2,76
	13 septembre	3,04	3,04		1 juin	2,87
	20 septembre	3,03	3,04		29 juin	3,00
	27 septembre	3,00	3,03		27 juillet	3,08
	3 octobre	3,02	3,04		31 août	3,20
	11 octobre	3,29	3,30		28 septembre	3,30

(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 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	
8 août	166,48	32,52	167,09	32,63	0,61	0,11	2,80	
5 septembre	165,80	31,89	166,40	32,00	0,60	0,11	3,04	



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 17 octobre 2006

Figure 32  
Titres de créances négociables – France

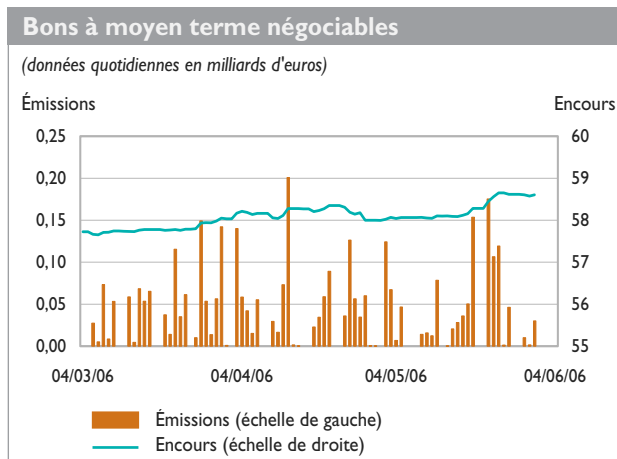
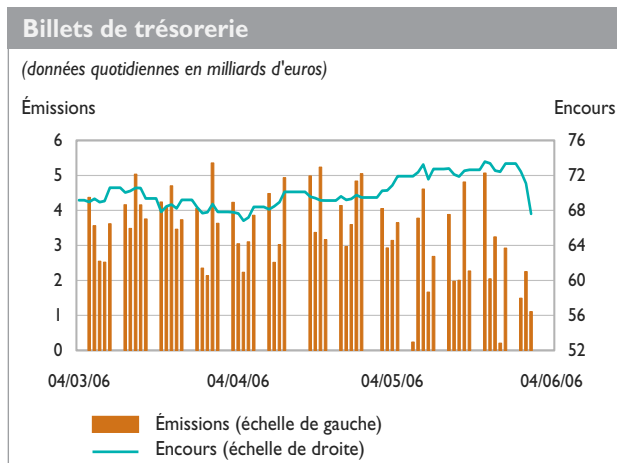
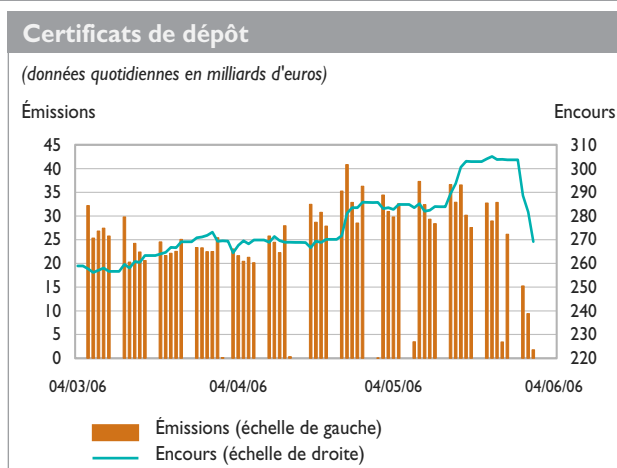
Certificats de dépôt			
	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
04/03/06 au 10/03/06	137,59	256,66	228
11/03/06 au 17/03/06	117,39	263,29	229
18/03/06 au 24/03/06	115,95	269,12	229
25/03/06 au 31/03/06	117,05	269,37	230
01/04/06 au 07/04/06	106,74	269,88	229
08/04/06 au 14/04/06	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

Billets de trésorerie			
	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

Bons à moyen terme négociables			
	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 17 octobre 2006

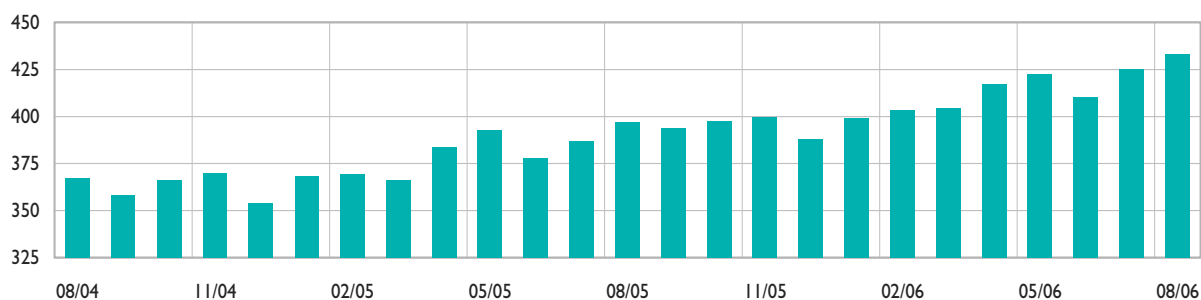
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2005	2006		2006
	déc.	mars	juin	août
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	387,77	404,21	410,10	433,34
OPCVM obligations	183,22	191,66	194,56	
OPCVM actions	254,02	287,96	289,86	
OPCVM diversifiés	251,14	278,96	276,17	
OPCVM de fonds alternatifs	15,96	19,63	22,56	
OPCVM garantis	0,09	0,09	0,07	
Fonds à formule	61,19	62,92	61,72	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



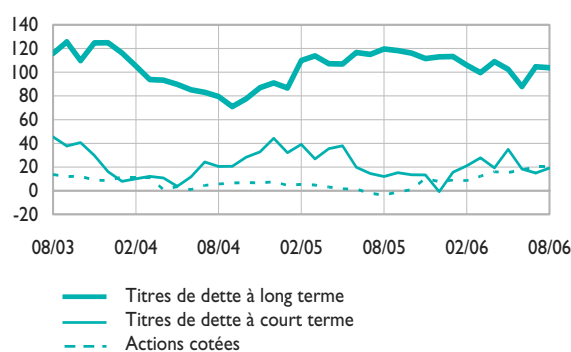
**Figure 35**  
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	août	12 mois	août	déc.	août
<b>Titres de dette émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>1 870,4</b>	<b>1 993,8</b>	<b>2 078,5</b>	<b>122,8</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>
Titres de dette à long terme	1 505,9	1 627,6	1 682,6	103,7	1,1	7,5	6,5
Administrations publiques	791,7	858,6	883,8	40,1	-0,4	8,2	4,7
Institutions financières monétaires (IFM)	422,0	477,7	510,9	66,5	2,6	11,4	14,8
Sociétés hors IFM	292,3	291,2	288,0	-2,9	-1,2	-0,3	-1,0
Titres de dette à court terme	364,4	366,2	395,9	19,1	2,5	-0,2	5,1
Administrations publiques	115,0	108,5	86,3	-18,2	-0,4	-6,7	-17,4
Institutions financières monétaires (IFM)	213,6	218,0	267,5	40,7	4,7	1,5	18,0
Sociétés hors IFM	35,8	39,7	42,1	-3,3	-1,8	10,1	-7,0
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 543,3</b>	<b>20,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>

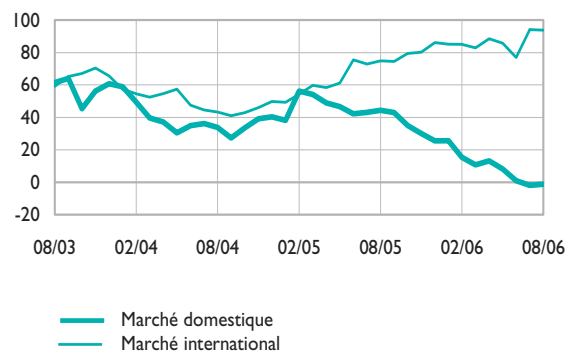
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

(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

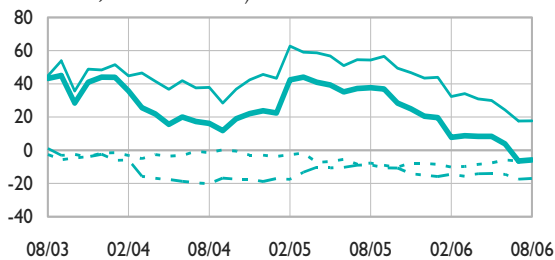
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul 12 mois	2006	Cumul 12 mois	2006
	déc.	déc.	août		août		août
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>884,6</b>	<b>896,9</b>	<b>897,0</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>80,5</b>	<b>0,1</b>
Administrations publiques	596,1	638,7	654,3	17,7	0,0	65,4	0,0
Institutions financières monétaires (IFM)	156,7	144,7	138,4	-6,5	-0,1	11,4	0,1
Sociétés hors IFM	131,8	113,5	104,3	-17,0	0,0	3,7	0,0
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 027,1</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 543,3</b>	<b>20,2</b>	<b>0,5</b>	<b>35,8</b>	<b>1,0</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	204,2	3,7	0,4	7,3	0,4
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 339,1	16,6	0,1	28,5	0,6

Émissions nettes d'obligations

Place financière de Paris

(cumul 12 mois, en milliards d'euros)

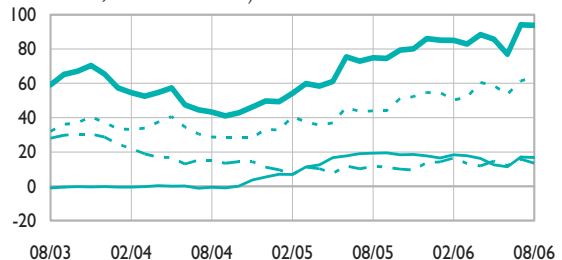


— Total  
- - Administrations publiques  
... IFM  
- . - Sociétés hors IFM

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

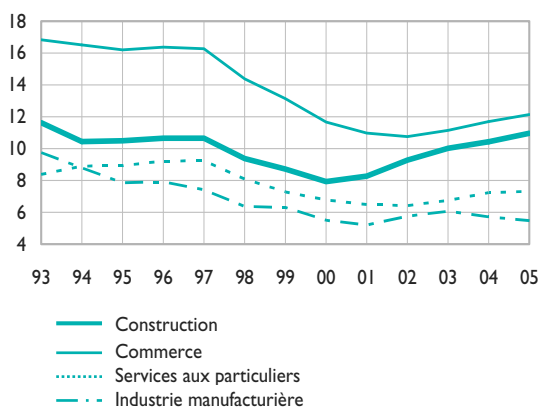
Figure 37  
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005				2006							
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	145	120	147	137	133	137	146	140	137	133	116	135
Industrie	450	431	446	458	387	416	402	398	426	428	442	469
Agriculture et alimentaire	93	87	88	126	87	88	92	76	101	105	111	104
Biens de consommation	152	130	151	130	115	116	126	125	121	136	133	145
Automobile	6	5	4	6	7	3	3	4	7	10	5	1
Biens d'équipement	79	79	75	68	86	102	80	75	84	74	80	88
Biens intermédiaires	120	130	128	128	92	107	101	118	113	103	113	131
Construction	915	885	948	860	797	827	895	832	841	887	891	888
Commerce	1009	932	1047	964	941	912	937	884	939	1001	968	1016
Transports	175	156	166	153	141	139	150	126	134	132	136	140
Activités immobilières	113	104	110	123	101	97	113	97	126	110	109	133
Services aux entreprises	523	509	518	480	517	515	512	476	521	493	463	498
Services aux particuliers	642	580	594	581	573	499	581	576	602	585	612	622

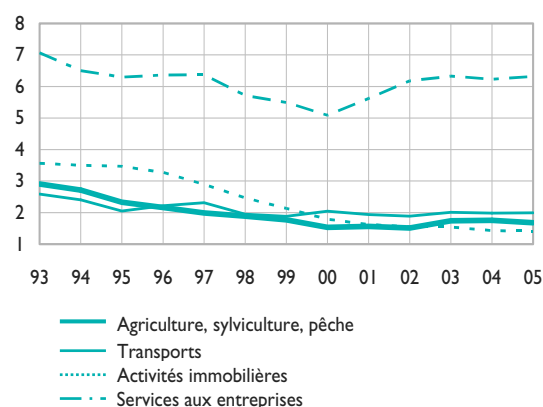
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



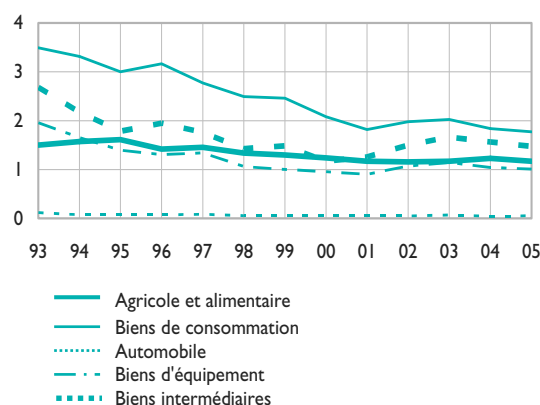
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

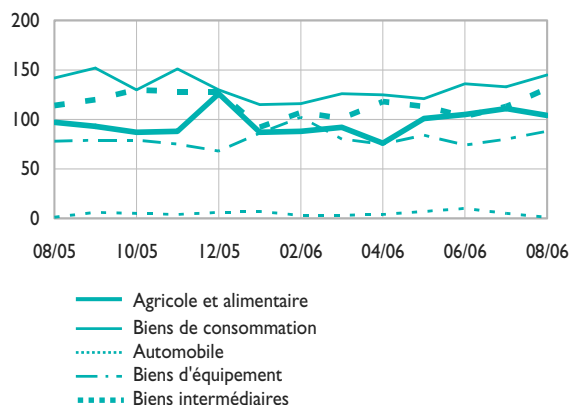


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.  
Source : Banque de France

Réalisé le 17 octobre 2006

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

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

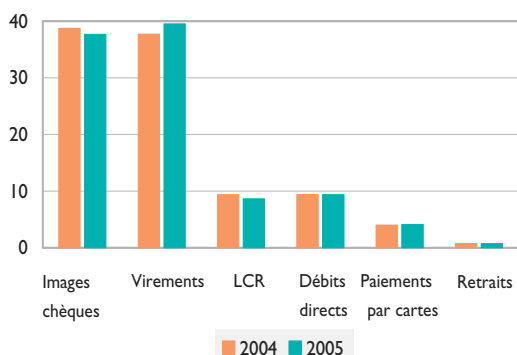
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					juil.	août	sept.	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 084	8 142	5 588	6 635	34,5
Virements	6 169	6 163	6 651	7 423	8 297	6 835	8 272	43,0
Virements	5 756	5 706	6 124	6 753	7 532	6 206	7 375	38,3
Télépaiements	413	457	527	670	765	630	897	4,7
LCR	1 710	1 661	1 652	1 620	1 390	1 474	1 605	8,3
Débits directs	1 608	1 619	1 658	1 758	1 704	1 567	1 811	9,4
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 599	1 612	1 506	1 600	8,3
TIP	162	165	164	159	92	61	211	1,1
Paiements par cartes	625	664	705	772	880	763	783	4,1
Retraits	141	137	133	136	156	142	137	0,7
<b>Total</b>	<b>17 422</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 793</b>	<b>20 568</b>	<b>16 369</b>	<b>19 244</b>	<b>100,0</b>

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					juil.	août	sept.	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 784	12 112	10 076	11 534	24,8
Virements	6 374	6 600	6 705	7 055	7 130	6 037	7 382	15,9
Virements	6 368	6 593	6 695	7 038	7 104	6 020	7 347	15,8
Télépaiements	6	7	10	17	26	17	35	0,1
LCR	431	419	408	401	354	353	369	0,8
Débits directs	6 493	6 772	7 113	7 689	7 804	7 866	7 993	17,2
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 179	7 363	7 482	7 454	16,0
TIP	558	557	554	511	441	384	539	1,2
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 504	18 632	16 375	16 761	36,0
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 476	2 698	2 399	2 487	5,3
<b>Total</b>	<b>43 308</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 910</b>	<b>48 730</b>	<b>43 108</b>	<b>46 526</b>	<b>100,0</b>

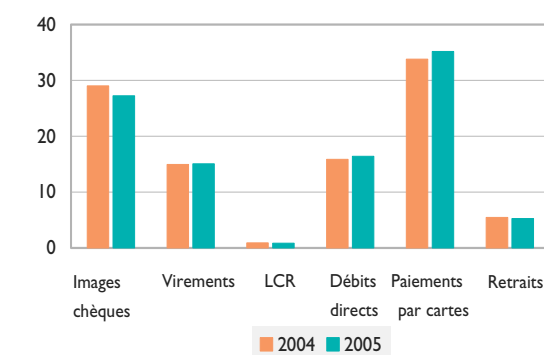
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



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

(% des volumes échangés)



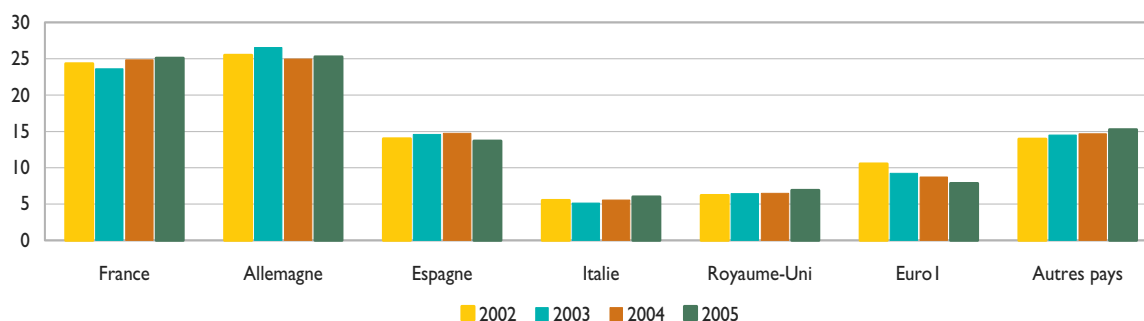
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

(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.

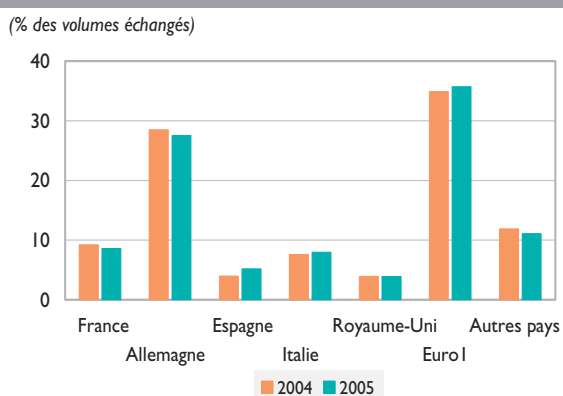


**Figure 40**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

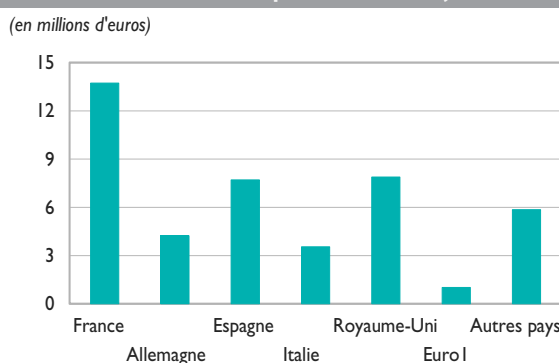
(moyenne quotidienne en nombre d'opérations, part en % sur le dernier mois)

	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 slovénes 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 octobre 2006

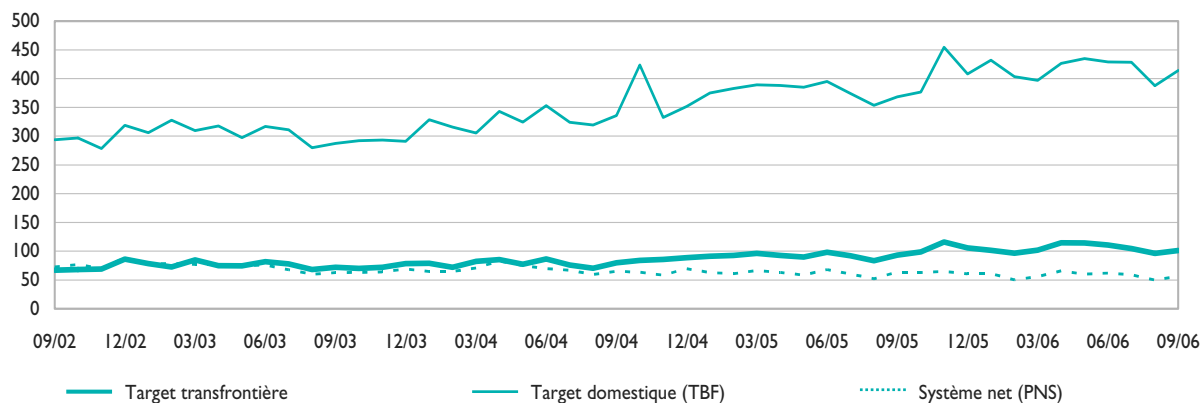
Figure 4 I  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					juil.	août	sept.	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	14,7	15,0	15,3	41,8
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	7,8	7,8	7,3	19,9
Titres mobilisés via le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	5,5	6,0	6,7	18,3
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	6,9	6,4	7,3	19,9
<b>Total</b>	<b>24,8</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>34,9</b>	<b>35,2</b>	<b>36,6</b>	<b>100,0</b>

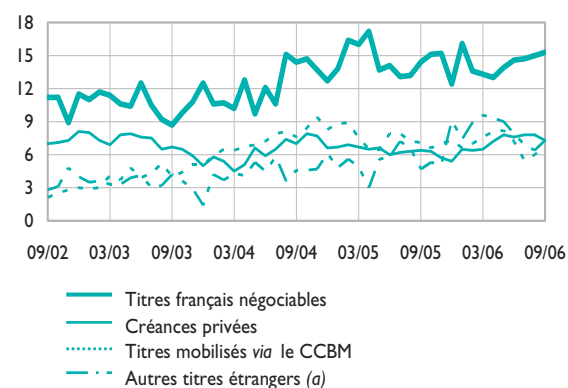
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

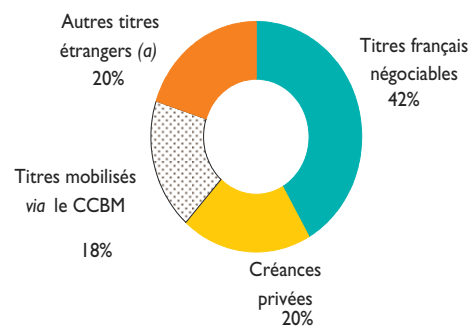


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en septembre 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 Taïwan, 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 *Cinquième manuel de balance des paiements* du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2| Monnaie, placements et financements

### Zones géographiques

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

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

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

### Secteurs économiques

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

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

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

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

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

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

### Instruments financiers

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

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

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

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

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

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

**M1** = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

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

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

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

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

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

### 3| Autres statistiques

#### Systèmes de paiement

**BI-REL** = Banca d'Italia Gross Settlement System

**CCBM** = Correspondent Central banking model

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

**EAF** = Euro Access Frankfurt

**ELS** = Euro Link System

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

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

**POPS** = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

**RTGS** = Real-time gross settlement system

**SEPI** = Servicio Español de Pagos Interbancarios

**SLBE** = Servicio de Liquidacion del Banco de España

**STEP1** = Système de paiement des ordres au détail

**Target** = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des

15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

**TBF** = Transfert Banque de France

## Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

*Organisation et activités*

*Politique monétaire et marchés*

*Systèmes de paiement et de titres*

*Supervision et réglementation bancaire*

*Publications et recherche*

### Statistiques et enquêtes

#### Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Statistiques de l'Eurosystème

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

## Séries chronologiques

### Statistiques monétaires

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/stat\\_mone/stat\\_mone.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/stat_mone/stat_mone.htm)

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

### Enquête de conjoncture

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/conjonc/conjonc.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/conjonc/conjonc.htm)

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

### Balance des paiements

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/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/idx\\_annhis\\_fr.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_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>IFM</b>	Institutions financières monétaires
<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 corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
<b>DOW JONES</b>	Indice américain
<b>EMBI</b>	<i>Emerging markets bond index de J.P. Morgan, basé sur le rendement global des titres libellés en dollars émis par les pays émergents</i>
<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 indiciels sur défaut
<b>IPCH</b>	Indice des prix à la consommation harmonisé
<b>IPCN</b>	Indice des prix à la consommation national
<b>ISM</b>	Indice américain de l'activité industrielle
<b>MIDCAC</b>	Indice français, relatif aux petites et moyennes capitalisations, technologiques ou pas
<b>NASDAQ</b>	Indice des valeurs technologiques américaines
<b>NIKKEI</b>	Indice japonais
<b>NM</b>	Indice composite du nouveau marché de la Bourse de Paris, qui tient compte de toutes les actions cotées sur le nouveau marché

<b>SBF 120</b>	Indice français, composé de 120 titres négociés sur la place de Paris
<b>SBF 250</b>	Indice français, composé de 250 titres négociés sur la place de Paris
<b>SP 500</b>	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>DK</b>	Danemark
<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>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>APU</b>	Administrations publiques	<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>BMTN</b>	Bon à moyen terme négociable	<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>BTAN</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel	<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>BTF</b>	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté	<b>PPA</b>	Parité de pouvoir d'achat
<b>CAF-FAB</b>	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord	<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>CDO</b>	Obligation sur dette collatéralisée	<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>CDN</b>	Certificat de dépôt négociable	<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>CDS</b>	<i>Credit default swaps</i>	<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>CEL</b>	Compte épargne-logement	<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production
<b>Cjo</b>	Données corrigées des jours ouvrés	<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>CODEVI</b>	Compte pour le développement industriel	<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>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>EC</b>	Établissement de crédit	<b>WTI</b>	<i>West Texas Intermediate</i>
<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>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>		
<b>IDE</b>	Investissements directs à l'étranger		
<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 16</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE		
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor		
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement		
<b>PEL</b>	Plan d'épargne logement		

## 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 1er 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'Eurosysteme », 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
- « Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août  
« Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août  
« Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août  
« Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août  
« Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août
- « La Banque de France et la gestion des billets », n° 153, septembre  
« Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », n° 153, septembre  
« Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne-logement », n° 153, septembre  
« Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne », n° 153, septembre  
« Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », n° 153, septembre  
« Les ajustements de prix de production en France et dans la zone euro – Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives », n° 153, septembre

## **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

- « Une évaluation de l'adéquation des modèles de prix visqueux aux données », n° 104, 2004 (en anglais)
- « Introduction de rigidités sur le marché du travail dans un modèle macroéconomique à anticipations rationnelles », n° 105, 2004 (en anglais)
- « MASCOTTE : modèle d'analyse et de prévision de la conjoncture trimestrielle », n° 106, 2004
- « Le "Bank Bias" : segmentation des familles de fonds en France », n° 107, 2004 (en anglais)
- « Allocation optimale du portefeuille en présence de non-normalité », n° 108, 2004 (en anglais)
- « 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
- « La rigidité des prix. Une étude sur données microéconomiques de prix à la consommation », n° 113, 2004 (en anglais)
- « L'inflation et le taux de marge dans la zone euro », n° 114, 2004 (en anglais)
- « Une estimation du taux d'intérêt "naturel" pour la zone euro », n° 115, 2004 (en anglais)
- « Le comportement de demande en capital TIC : une analyse empirique sur quelques grands pays industrialisés », n° 116, 2004 (en anglais)
- « Règle de Taylor et politique monétaire dans la zone euro », n° 117, 2004
- « Indexation partielle, inflation tendancielle et la courbe de Phillips hybride », n° 118, 2004 (en anglais)
- « Régime de retraite et chute de la natalité : évolution des mœurs ou arbitrage microéconomique ? », n° 119, 2004
- « La formation des prix en France : les résultats d'une enquête spécifique », n° 120, 2004 (en anglais)
- « Interactions entre cycles réels, cycles boursiers et taux d'intérêt : faits stylisés », n° 121, 2005 (en anglais)
- « Changement structurel et persistance de l'inflation : une étude sectorielle sur l'IPC français », n° 122, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé de l'économie américaine », n° 123, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et emploi : avons-nous réellement besoin d'un modèle où les heures baissent ? », n° 124, 2005 (en anglais)
- « Le modèle de *Kydland-Prescott* peut-il passer le test de Cogley-Nason ? », n° 125, 2005 (en anglais)
- « Chocs technologiques et politique monétaire dans un modèle à prix visqueux estimé sur données zone euro », n° 126, 2005 (en anglais)
- « Réputation de la banque centrale dans un modèle prospectif », n° 127, 2005 (en anglais)
- « Les marchés financiers anticipent-ils les retournements conjoncturels ? », n° 128, 2005
- « La modélisation macroéconométrique dynamique », n° 129, 2005

- « Coût d'opportunité de l'enfant, contraintes financières et fécondité », n° 130, 2005 (en anglais)
- « 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
- « Une comparaison des niveaux de productivité structurels des grands pays industrialisés », n° 133, 2005 (en anglais)
- « La Fed et la question de la stabilité financière : une analyse empirique », n° 134, 2005 (en anglais)
- « La formation des prix par les firmes au sein de la zone euro : résultats d'enquêtes », n° 135, 2005 (en anglais)
- « Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la consommation », n° 136, 2005 (en anglais)
- « L'hétérogénéité du degré de rigidité des prix : les enseignements d'une analyse microéconométrique », n° 137, 2005 (en anglais)
- « La rigidité des prix dans la zone euro : une synthèse de résultats empiriques récents sur données individuelles », n° 138, 2005 (en anglais)
- « Illiquidité, développement financier et la relation en croissance et volatilité », n° 139, 2006 (en anglais)
- « La relation inflation/production est-elle asymétrique dans la zone euro ? », n° 140, 2006 (en anglais)
- « Politique monétaire optimale dans un modèle DSGE estimé de la zone euro avec hétérogénéité internationale », n° 141, 2006 (en anglais)
- « 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
- « Cycles réel et du crédit : convergence ou divergence ? Une comparaison Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, 2006 (en anglais)
- « L'évaluation des co-mouvements entre la France, l'Allemagne et l'Italie à partir d'un modèle non stationnaire à facteurs sur la zone euro », n° 145, 2006 (en anglais)
- « Estimation de la production potentielle par la méthode de la fonction de production pour la France, l'Allemagne et l'Italie », n° 146, 2006 (en anglais)
- « La désaisonnalisation des séries d'agrégats monétaires et de crédit à la Banque de France : aspects théoriques et mise en œuvre », n° 147, 2006
- « Dans quelle mesure un modèle structurel avec prix et salaires visqueux est-il capable de répliquer les données américaines d'après-guerre ? », n° 148, 2006 (en anglais)
- « (Dés)Intégration financière », n° 149, 2006 (en anglais)
- « Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », n° 150, 2006 (en anglais)
- « Valeur décroissante et offre d'équilibre dans le cadre des opérations de refinancement des banques centrales », n° 151, 2006 (en anglais)
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : quels enseignements peut-on tirer des études existantes », n° 152, 2006
- « Une relecture de l'arbitrage proximité-concentration : distance et investissements directs à l'étranger dans les pays de l'OCDE », n° 153, 2006 (en anglais)
- « Le partage des risques dans une économie en transition : le cas de la Roumanie rurale », n° 154, 2006 (en anglais)
- « Primes de risque de change et risque macroéconomique », n° 155, 2006 (en anglais)
- « Les évolutions de la productivité "structurelle" du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 156, 2006 (en anglais)
- « La fiabilité des prévisions macroéconomiques s'appuyant sur des mesures empiriques d'écart de taux réels : une évaluation pour la zone euro », n° 157, 2006 (en anglais)

## 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)
- « Les déterminants de l'évolution récente des crédits en France et en Allemagne », n° 3, 2006

## Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 94 (octobre 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° 2199 du 12 septembre 2006 – Création de l'Observatoire de la micro-finance

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 juillet 2006

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

#### Commission bancaire

Mémorandum d'accord relatif à la coopération en matière de supervision bancaire

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

#### Banque de France

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

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



## Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

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

Société : \_\_\_\_\_

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

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

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

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

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

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

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

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

Prénom : \_\_\_\_\_

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

Particulier

Professionnel

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

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

\_\_\_\_\_

Société : \_\_\_\_\_

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

Activité : \_\_\_\_\_

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

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

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

\_\_\_\_\_

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

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

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

**Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),  
courriel ([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**







## LA SITUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES - BILAN 2005 -

Pour contribuer à une meilleure connaissance de la situation des entreprises industrielles et, notamment, de leur santé financière, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France publie son étude annuelle relative à l'exercice 2005, effectuée à partir des documents comptables (bilans, comptes de résultats) et renseignements complémentaires collectés auprès de 9 916 firmes adhérentes à la Centrale de bilans, représentant plus de 35 % des effectifs de l'industrie française.

Le résumé figurant dans le présent *Bulletin de la Banque de France* est réalisé à partir de l'étude globale qui procède à un examen complet, sur les deux derniers exercices comptables, du comportement des sociétés industrielles (activité, effectifs, résultats d'exploitation et globaux, investissements, financement, structure financière).

Cette étude contient de nombreuses données chiffrées, des graphiques sur longue période, ainsi que des indicateurs sur l'évolution des principaux secteurs économiques : industries agroalimentaires, biens de consommation courante, industrie automobile, biens d'équipement et biens intermédiaires.

Pour en savoir davantage sur l'évolution de l'industrie manufacturière de notre pays, vous pouvez dès à présent commander cette étude sur « *La situation des entreprises industrielles – Bilan 2005* » en retournant à la Banque de France le bon de commande ci-dessous.

### BON DE COMMANDE

Nom ou raison sociale : .....

Activité : ..... Code NAF : .....

Adresse : .....

N° SIRET : .....

à adresser à :

BANQUE DE FRANCE  
Relations avec le public  
07-1050  
75049 PARIS CEDEX 01  
Tél. : 01 42 92 39 08

Nombre d'exemplaires de « *La situation des entreprises industrielles – Bilan 2005* » commandés à EUR 40 TTC l'unité : ....

Ci-joint règlement de EUR ..... à l'ordre de « Banque de France – Publications »

par chèque bancaire

par chèque postal

Je vous prie de joindre une facture à votre envoi





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

Désendettement et maîtrise des dépenses publiques

- Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères 27 87
  - La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines 73 00/  
75 87
  - La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés 27 87
- La situation des entreprises industrielles — Bilan 2005 29 68  
Le coût du crédit aux entreprises 39 80

#### Statistiques

DESM (BSME) 38 90

#### Secrétaires de rédaction

Pascale Boreau, Raymond Domurado

#### Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, 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 : Novembre 2006









