BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

DÉCEMBRE 2006

156

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–156

SOMMAIRE

ÉDITORIAL — La réactivation de l'Observatoire des délais de paiement

ACTUALITÉ — Sommaire 1

ÉTUDES — Sommaire 17

Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 19
Observatoire des entreprises, Banque de France
Depuis 1990, les délais clients et les délais des fournisseurs se sont raccourcis. Mais l'examen des dispersions montre que les situations individuelles des entreprises sont très contrastées.

La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange 29
Marc ANDRIES, Frédéric HERVO, Banque de France
Le premier rapport sur la surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange de la Banque de France présente le cadre dans lequel s'inscrit la mission de surveillance, le résultat des évaluations réalisées et les enjeux pour l'avenir.

La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties 41
Dominique KANTOR, Yann MARIN, Banque de France
L'élaboration, depuis le 1er janvier 2007, de la Liste unique *des garanties éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème entraîne des adaptations dans les méthodes d'évaluation de la qualité des actifs remis en garantie.*

Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? 49
Jean-Charles BRICONGNE, Jean-Guillaume POULAIN, Banque de France
Les difficultés d'appréhension des diverses évolutions liées à la globalisation financière invitent à un examen critique des dispositifs statistiques existants.

L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis 63
Olivier LOISEL, Banque de France
La table ronde d'un colloque co-organisé par la Banque de France a porté sur les similitudes et les différences entre la Banque centrale européenne et le Système fédéral de réserve en termes de réactivité, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire.

STATISTIQUES — Sommaire S1

DIVERS — Abréviations I
Documents publiés III
Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France* n° 96 de décembre 2006 XIII
Coupon-abonnement XV

Achevé de rédiger le 29 décembre 2006

Site internet : *www.banque-france.fr*

ÉDITORIAL

La réactivation de l'Observatoire des délais de paiement

Un arrêté du 29 juin 2006 a réactivé l'Observatoire des délais de paiement, initialement créé en 1991 et qui n'était plus actif depuis 1998. Installé en septembre 2006, ce nouvel Observatoire a pour mission d'établir un diagnostic fin de la situation des entreprises au regard de cette problématique et d'analyser l'impact économique des évolutions observées. Placé sous la présidence de Jean-Paul Betbèze, directeur des Études économiques du Crédit agricole et membre du Conseil d'analyse économique, il rassemble des représentants des entreprises, des établissements de crédit et des administrations économiques, ainsi que des personnalités qualifiées. Le secrétariat en a été confié à la Banque de France.

Les enjeux de compétitivité sous-jacents à cette question justifient que son étude soit relancée, alors que l'économie française se caractérise par des délais de règlement supérieurs à ceux observés dans de nombreux pays, de l'Europe du Nord en particulier. La vigueur du tissu économique dépend, en effet, pour partie, de la solidité des relations clients-fournisseurs. Ces relations sont au cœur des processus complexes qui déterminent les spécialisations des acteurs, leur interdépendance, la diffusion des technologies et des savoir-faire.

Des travaux ont été initiés par la Banque de France, suite à la création du premier Observatoire des délais de paiement, en 1992. Ainsi, depuis quinze ans, la Banque publie des statistiques et une étude annuelles sur les délais de paiement. En outre, grâce aux travaux réalisés sur les méthodes d'évaluation du risque de crédit et sur l'évolution des structures de financement des entreprises, elle met aujourd'hui à la disposition de l'Observatoire des délais de paiement des outils permettant de dépasser le simple constat statistique et d'envisager des analyses sur les questions plus complexes de la contagion du risque ou des obstacles à la croissance des PME.

En matière de délais de paiement, si les évolutions d'une année sur l'autre, reflets des habitudes commerciales, sont assez faibles, l'examen sur longue période, gommant les résultats intermédiaires plus sensibles aux variations conjoncturelles, mais distinguant les entreprises selon leur taille et leur secteur d'activité, suggère qu'un changement de comportement est intervenu dans les relations commerciales.

Ainsi, en 2005, sur l'ensemble de l'économie, les moyennes des délais clients et fournisseurs des entreprises et celle de leur solde commercial sont très proches de celles observées en 2004. En revanche, en quinze ans, les délais se sont raccourcis, mais la baisse est loin d'être uniforme selon les secteurs et la taille des entreprises et selon qu'il s'agit des délais clients ou des délais fournisseurs. Globalement, la charge de trésorerie supportée par les entreprises moyennes et grandes, c'est-à-dire de plus de 250 salariés, s'est allégée. La répartition inégale de cette charge de financement suggère, en dépit de la mise en place de codes de bonne conduite au sein de certaines filières, l'existence de relations déséquilibrées entre certaines entreprises, dans lesquelles des « effets de domination » prendraient le pas sur l'établissement d'un équilibre de marché permettant une relation « gagnant–gagnant » entre chaque partie prenante.

La longueur des délais de règlement est ainsi souvent présentée comme un obstacle à la croissance et au développement de petites et moyennes entreprises (PME), des plus dynamiques en particulier, dans la mesure où elle mobiliserait pour le financement de

leur besoin en fonds de roulement des sommes qui pourraient être affectées, toutes choses égales d'ailleurs, à l'investissement ou au désendettement. Cette situation serait selon certains un obstacle structurel limitant le potentiel de croissance de l'économie française.

Des délais de paiement élevés peuvent aussi constituer un vecteur de contagion du risque. Les firmes en position prêteuse — celles qui accordent des délais de paiement — peuvent subir des pertes en cas de défaillance de leurs clients. La plupart parviennent heureusement à maîtriser ce risque par une sélection de la clientèle à laquelle elles acceptent de consentir des délais de paiement et en ayant recours à l'assurance. Les exceptions sont néanmoins dommageables. Paradoxalement, les firmes en position emprunteuse — celles qui bénéficient d'une ressource du fait de leurs relations commerciales — apparaissent parfois plus fragiles. Elles peuvent en effet subir une dégradation accélérée de leur trésorerie si leurs fournisseurs réduisent les délais de paiement et n'ont pas toujours la capacité d'y faire face.

Pour autant, l'expérience des quinze dernières années a montré qu'il n'est pas simple d'agir pour réduire les délais de paiement. Leur modification risque de perturber la relation client-fournisseur (marges, visibilité du carnet de commandes…) d'une manière qui peut, dans certains cas, présenter plus d'inconvénients que d'avantages.

La problématique des délais de paiement doit également tenir compte d'un troisième acteur, le secteur bancaire. L'offre bancaire permettant aux PME de disposer d'outils adaptés de financement du compte client et de suivi de trésorerie s'est substantiellement développée depuis le début des années quatre-vingt-dix. Elle est de nature à faciliter le développement des relations commerciales.

Il n'en demeure pas moins que des imperfections de nature micro-structurelle subsistent sans doute dans les relations clients-fournisseurs et que, pour les corriger, il importe de disposer d'un diagnostic affiné. C'est en effet sur cette base que doit être déterminé le point d'équilibre entre l'action publique régulatrice — qui peut permettre de faire progresser l'ensemble des partenaires économiques vers les meilleures pratiques en termes de relations interentreprises — et le nécessaire respect de la liberté contractuelle, principe de base de la directive européenne « relative aux retards de paiement dans les relations commerciales », transposée en France en 2001.

ACTUALITÉ

Faits saillants du mois 2

1| La situation économique de la France 3

1|1 La croissance et les prix 3
1|2 La balance des paiements 7

2| La monnaie, les placements et les financements 9

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro 9
2|2 L'endettement intérieur total – France 9
2|3 L'endettement sur les marchés 10
2|4 Les crédits des institutions financières monétaires 10
2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux 11
2|6 Les flux de souscriptions des OPCVM 12

3| Les marchés de capitaux 13

3|1 Les marchés de change et de matières premières 13
3|2 Les marchés de taux d'intérêt 14
3|3 Les marchés boursiers 15

ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro 4
2 Compétitivité de l'économie française 5
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en novembre 2006 11
4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs) 16

Document rédigé sur la base des données disponibles le 29 décembre 2006

Faits saillants

La situation économique de la France

- En novembre, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 106, comme en octobre.
- Le taux de chômage au sens du BIT a baissé en novembre à 8,7 %, après 8,8 % en octobre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,6 % au quatrième trimestre.
  La croissance en glissement annuel pour 2006 serait de 2,0 %.
- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 1,6 % en novembre en glissement annuel, contre 1,2 % en octobre.
- L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté de 0,3 % en octobre, après – 0,8 % en septembre

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat *M3* est resté inchangé en octobre par rapport au mois précédent (8,5 %). Alors que le taux de croissance des dépôts à vue a baissé (5,3 %, après 6,5 %), celui des autres dépôts à court terme inclus dans *M2 – M1* a augmenté (10,8 %, après 9,9 %) de même que celui des instruments négociables (10,5 %, après 9,3 %). Le rythme de progression annuel des concours au secteur privé a légèrement fléchi (12,0 %, après 12,2 %).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé s'est inscrit en hausse (13,1 %, après 12,2 %), du fait de l'accélération marquée des crédits au secteur financier (37,3 %, après 21,6 %), la progression des crédits au secteur non financier demeurant inchangée (11,5 %). La croissance annuelle des crédits aux sociétés non financières a conservé son rythme du mois précédent (10,7 %), tout comme celle des crédits aux ménages (12,1 %).

Les marchés de capitaux

Au cours du mois de novembre, la confirmation d'un ralentissement de la croissance aux États-unis et, dans la zone euro, la perspective d'une croissance maintenue autour de son niveau de long terme ont favorisé :
• un renforcement des anticipations d'assouplissement de la politique monétaire du Système fédéral de réserve et une confirmation des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE ;
• une baisse des rendements obligataires américains tirée par leur composante réelle, les rendements obligataires de la zone euro enregistrant également un tassement ;
• un affaiblissement du dollar face aux principales devises et plus particulièrement au bénéfice de l'euro ;
• un rebond de la volatilité implicite après avoir atteint des niveaux historiquement faibles en cours de période ;
• une stabilisation des indices boursiers sur des niveaux élevés, les bourses américaines progressant même légèrement.

I| La situation économique de la France

I|1 La croissance et les prix

L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a augmenté de 0,3 % en octobre (1,5 % de croissance pour les trois derniers mois rapportés aux trois mêmes mois de l'année précédente), après – 0,8 % en septembre, suite à une augmentation de la plupart des composantes, notamment de l'industrie automobile (1,4 %, après – 3,3 % en septembre) et des biens de consommation (0,8 %, après – 0,1 % en septembre).

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est stabilisé à 106 en novembre, comme en octobre. Le taux d'utilisation des capacités a légèrement diminué, mais reste au-dessus de sa moyenne de longue période. Le courant de commandes nouvelles s'est un peu accru, du fait de la progression de la demande étrangère. Les chefs d'entreprises de services marchands indiquent que la croissance de l'activité s'est poursuivie en novembre à un rythme identique à celui du mois précédent. Ils anticipent, par ailleurs, une poursuite de la croissance de l'activité dans les prochains mois.

L'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est en légère hausse en novembre (56,5, après 56,3 en octobre). Il est au-dessus de son seuil d'expansion depuis un an et demi. Dans le domaine des services, il est cependant en baisse, à 58,8 après 61,0 en octobre ; il est au-dessus de son seuil d'expansion depuis près de quatre ans.

La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 0,9 % en novembre, après 0,8 % en octobre, grâce, notamment, à la progression du textile-cuir (2,5 %, après 0,4 %), des biens durables (1,3 %, après 0,9 %), ainsi qu'à une accélération de l'équipement du logement (2,8 %, après 1,0 %) et en dépit d'une contraction de l'automobile (– 1,5 %, après 0,6 %). Cette évolution porte l'acquis de croissance pour le quatrième trimestre à 0,6 % fin novembre, après 1,2 % au troisième trimestre.

Le rythme de progression des mises en chantier de bâtiments non résidentiels a augmenté en novembre sur les douze derniers mois, à 8,9 %, comme en octobre. Concernant les logements neufs, les mises en chantier ont connu un fléchissement de leur rythme de progression au cours des douze derniers mois, à 6,9 % en novembre, après 8,7 % en octobre.

L'emploi salarié des secteurs principalement marchands a augmenté de 0,2 % en variation trimestrielle au troisième trimestre, après 0,4 % au deuxième trimestre, portant la croissance en glissement annuel à 1,0 %. Au total, sur un an, 175 100 emplois ont été créés, en grande partie dans le tertiaire.

Le déficit du commerce extérieur s'est creusé en octobre, s'établissant à – 2,7 milliards d'euros, après – 1,5 milliards en septembre, du fait d'une stabilisation des exportations (32,3 milliards en octobre, contre 32,8 milliards en septembre) et d'une hausse des importations (35,0 milliards en octobre, après 34,3 milliards en septembre). Sur les trois derniers mois, le solde cumulé se détériore, à – 7,4 milliards d'euros, contre – 5,8 milliards sur la même période de l'année précédente.

Le taux de chômage au sens du BIT a baissé en novembre à 8,7 %, après 8,8 % en octobre.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au quatrième trimestre 2006 ; sa progression en moyenne annuelle pour 2006 serait de 2,0 %.

Évolution modérée des prix

En novembre, l'indice du prix des matières premières importées par la France a baissé de – 0,5 % sur le mois sous l'effet de la dépréciation du dollar, après une hausse de 0,4 % en octobre, portant ainsi la croissance en glissement annuel à – 1,8 %, après 3,4 % en octobre.

Le cours du *brent* en dollar a connu en novembre une hausse de 0,9 %, après – 6,1 % en octobre, soit une évolution en glissement annuel de 6,7 % (après – 0,3 % en octobre).

Les prix à la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires ont augmenté de 0,2 % en novembre, après 0,1 % en octobre, portant le glissement annuel à 3,1 %.

En novembre, l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une croissance de 0,1 %, après – 0,2 % en octobre, soit une croissance en glissement annuel de 1,6 %, après 1,2 % en octobre.

ENCADRÉ 1

Évolution récente de l'environnement international et zone euro

États-Unis

- Réunion du FOMC du 12 décembre 2006 : le taux des fonds fédéraux est maintenu inchangé, à 5,25 %.
- Révision à la hausse de la croissance du PIB en volume pour le troisième trimestre 2006 : 2,2 % en variation trimestrielle annualisée, contre 1,6 % en première estimation, après 2,6 % au deuxième trimestre (3,0 % en glissement annuel, contre 2,9 % en première estimation, après 3,5 % au deuxième trimestre)
- Hausse de la consommation des ménages en octobre en volume : 0,4 % en variation mensuelle (après 0,2 % en septembre) et 3,5 % en glissement annuel (après 3,2 % en septembre)
- Stabilité de l'indice des prix à la consommation en novembre, après – 0,5 % en octobre (variation en glissement annuel de 2,0 % en novembre, après 1,3 %). Inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) en glissement annuel : 2,6 % en novembre, après + 2,7 %
- Baisse de l'indice de confiance des consommateurs de l'université de Michigan en décembre : 90,2 après 92,1 en novembre
- Baisse de l'indice PMI manufacturier en novembre (49,5, après 51,2 en octobre) et hausse de l'indice ISM non manufacturier (58,9 en novembre, après 57,1)
- Légère hausse du taux de chômage (cvs) en novembre : 4,5 %, après 4,4 % en octobre
- Réduction du déficit de la balance des biens et services en octobre : – 58,9 milliards de dollars, après – 64,3 milliards en septembre

Japon

- Révision à la baisse de la croissance du PIB en volume au troisième trimestre 2006 : 0,2 % en variation trimestrielle, contre 0,5 % en première estimation, après 0,3 % au deuxième trimestre (1,7 % en glissement annuel au troisième trimestre, contre 2,7 % en première estimation, après 2,2 % au deuxième trimestre)
- Indicateur du climat des affaires de l'enquête Tankan au quatrième trimestre 2006 en hausse : + 8, après + 6 au troisième trimestre
- Hausse de l'excédent commercial en novembre (données brutes des douanes) : 915,9 milliards de yens (6,4 milliards d'euros), après 610,6 milliards de yens en octobre (4,2 milliards d'euros). De janvier à novembre 2006, l'excédent cumulé atteint 6986,3 milliards de yens (48,5 milliards d'euros) contre 8376,1 milliards de yens (58,1 milliards d'euros) pour la même période de 2005

Royaume-Uni

- Reprise de l'inflation en novembre (IPCH) : 0,3 % en variation mensuelle (après 0,2 % en octobre) et 2,7 % en glissement annuel (après 2,4 % en octobre)

Zone euro

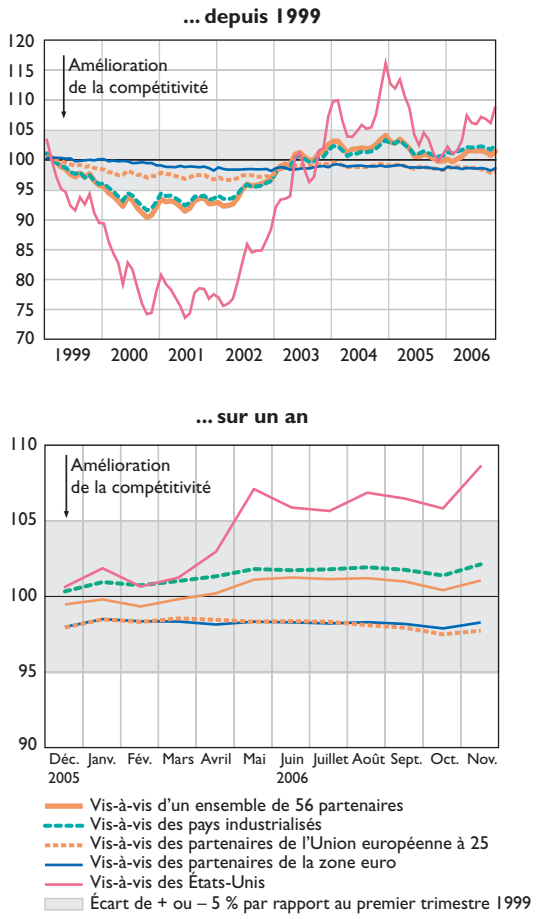
- Révision à la hausse des prévisions de croissance de la Commission européenne : de 0,3 % à 0,7 % prévu pour le quatrième trimestre 2006 (contre 0,2 % à 0,7 % initialement), 0,3 % à 0,8 % pour le premier trimestre 2007 (contre 0,0 % à 0,5 % initialement) et 0,3 % à 0,9 % pour le deuxième trimestre 2007
- Hausse du taux de croissance de l'inflation en glissement annuel en novembre, à 1,9 %, contre 1,6 % en octobre
- Baisse de – 0,1 % de la production industrielle en octobre, après une baisse de – 1,1 % en septembre en données corrigées des variations saisonnières. Sur un an, la progression atteint 3,6 % en octobre, après 3,3 % en septembre.
- Stabilité des prix à la production industrielle (hors construction) en octobre (après – 0,5 % en septembre), soit 4,0 % sur un an (après + 4,6 % en septembre)
- Excédent du commerce extérieur de 2,4 milliards d'euros en octobre 2006 (en données brutes), contre un excédent de 0,1 milliard en octobre 2005. De janvier à octobre 2006, le déficit cumulé atteint – 15,9 milliards, contre un excédent de 19,4 milliards sur la même période de 2005.

ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

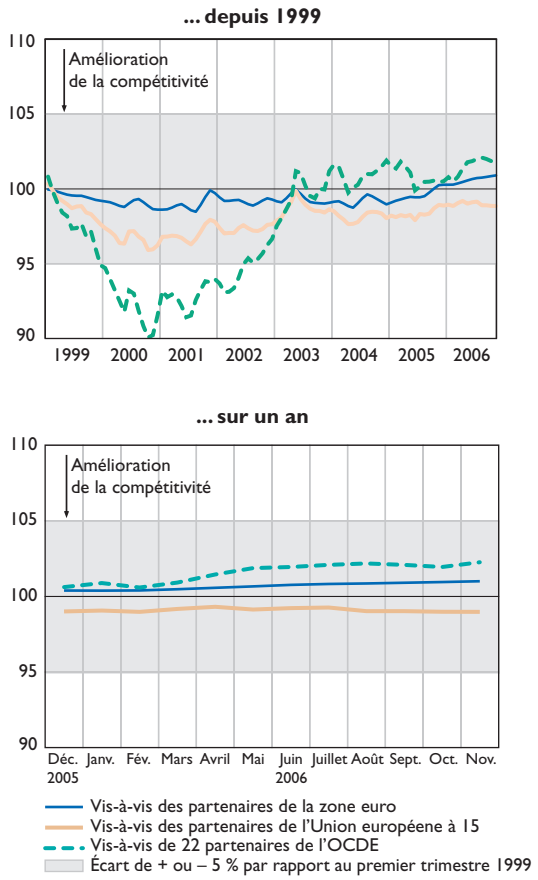
Mesurée par les prix à la consommation

(indices ; base 100 = premier trimestre 1999)



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

(indices ; base 100 = premier trimestre 1999)

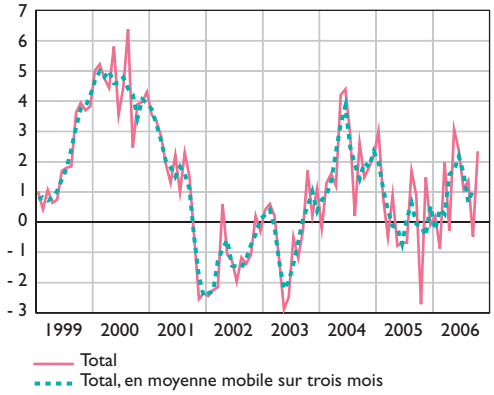


Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream
Calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

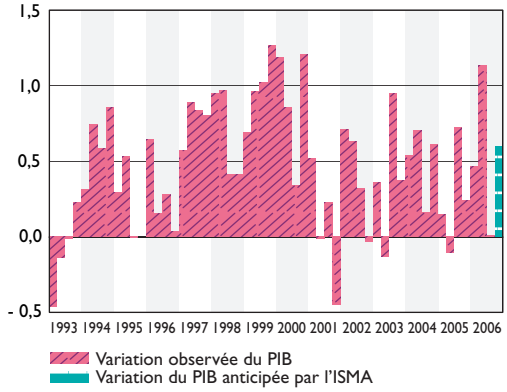
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



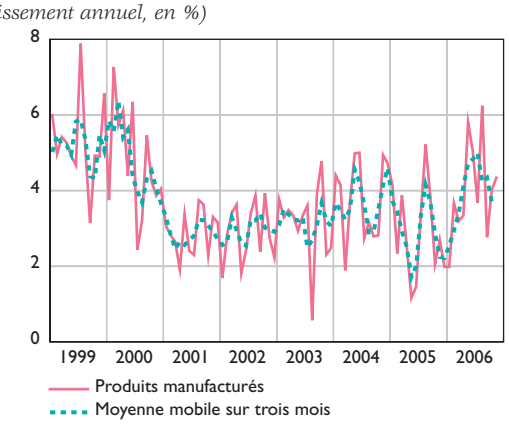
ISMA et PIB

(variation trimestrielle cjo-cvs, en %)



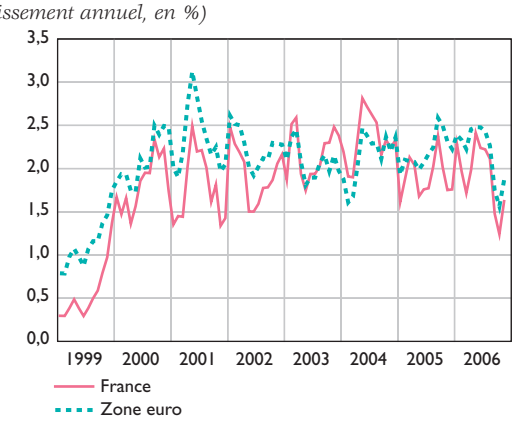
Consommation des ménages

(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	T3	Moyenne annuelle	Acquis
Produit intérieur brut	0,1	– 0,1	0,7	0,2	0,5	1,1	0,0	1,2	1,8
Importations	1,0	1,1	2,6	2,8	1,3	2,9	0,1	6,4	7,4
Dépenses de consommation des ménages	0,5	0,0	0,9	0,6	0,9	0,7	0,7	2,2	2,6
Dépenses de consommation des APU	0,1	0,0	0,7	0,1	0,7	0,7	0,4	1,1	1,8
FBCF totale	0,9	0,5	1,7	1,0	0,1	1,6	0,5	3,7	3,3
dont Entreprises non financières	0,6	0,0	2,3	1,2	– 0,4	2,2	0,8	3,8	3,7
Ménages	0,7	1,4	0,5	0,7	0,7	0,5	0,4	4,1	2,4
Exportations	– 0,5	0,4	3,4	0,7	3,1	1,0	– 1,0	3,2	5,7
Contributions à la croissance									
Solde extérieur	– 0,4	– 0,2	0,2	– 0,7	0,5	– 0,6	– 0,3	– 0,9	– 0,6
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,1	1,0	0,6	0,7	0,9	0,6	2,2	2,6
Variation des stocks	0,1	0,0	– 0,5	0,3	– 0,7	0,9	– 0,2	0,0	– 0,1

Source : Insee – Comptes trimestriels du 22 décembre 2006 (résultats détaillés du troisième trimestre 2006)

1|2 La balance des paiements

En octobre 2006, le déficit courant s'établit à – 4,6 milliards d'euros en données cvs contre – 1,8 milliard en septembre et – 3,8 milliards en août. Le solde des biens se détériore, passant de – 2,3 milliards en septembre à – 3,3 milliards. Le solde des services hors voyages se dégrade à nouveau en octobre et recule à – 0,8 milliard. Les soldes des voyages et des transferts courants restent quasiment stables, à, respectivement, 0,6 milliard et – 2,1 milliards. Le solde des revenus revient à 1 milliard, après 2,2 milliards en septembre.

Les investissements directs français à l'étranger se maintiennent à un haut niveau en octobre 2006 (10 milliards d'euros), comme d'ailleurs les investissements étrangers en France (6,5 milliards). En cumul sur les douze derniers mois, la ligne affiche un solde débiteur de 41,8 milliards, équivalent à celui de l'année 2005, les investissements français à l'étranger et les investissements étrangers en France ayant connu une progression symétrique, de l'ordre de 9 milliards.

Le solde des investissements de portefeuille s'inverse une nouvelle fois en octobre, – 22,7 milliards d'euros, alors qu'on avait observé des entrées nettes de 18,2 milliards en septembre. Sur titres étrangers, les achats nets des résidents se montent à 43 milliards, dont 9 milliards d'actions, 26,6 milliards d'obligations et 7 milliards de titres du marché monétaire. Sur titres français, les non-résidents ont acheté pour 20,4 milliards de titres, dont 15,3 milliards d'obligations et 5,1 milliards d'instruments du marché monétaire. Sur douze mois, les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille atteignent 100 milliards, contre 9,2 milliards en 2005, sous le double effet d'une augmentation des achats de titres étrangers, obligations en particulier, et d'un repli des achats de titres français par les non-résidents, notamment les titres des administrations publiques, dont les émissions ont, il est vrai, été sensiblement réduites par rapport à l'année dernière.

Les « autres investissements » présentent un solde proche de l'équilibre en octobre (2,1 milliards d'euros), mais sur les douze derniers mois, les engagements nets des résidents se sont accrus de 190 milliards, dont la plus grande partie est à mettre au compte des institutions financières monétaires.

Les erreurs et omissions nettes s'établissent à 25,4 milliards d'euros sur le mois, mais reviennent à – 24,6 milliards en cumul sur les douze derniers mois.

La balance des paiements simplifiée

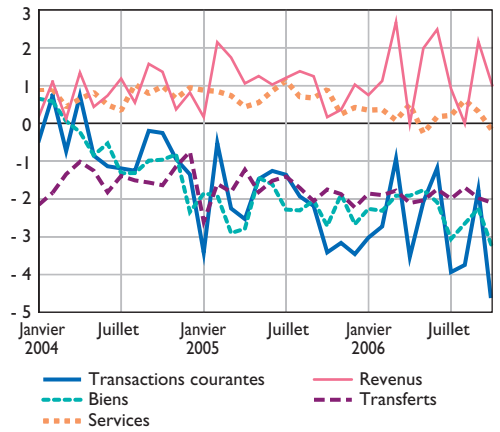
(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2004	Déc. 2005	Oct. 2006	Oct. 2005	Oct. 2006	Août 2006	Sept. 2006	Oct. 2006
	(b)	(b)	(c)	(b)	(c)	(c)	(c)	(c)
Compte de transactions courantes	- 5,6	- 27,0	- 28,4	- 7,5	- 10,1	- 3,8	- 1,8	- 4,6
Biens	- 6,9	- 25,9	- 28,7	- 7,1	- 8,2	- 2,7	- 2,3	- 3,3
Services hors voyages	- 1,0	- 0,9	- 5,0	0,0	- 1,1	0,0	- 0,4	- 0,8
Voyages	9,8	8,9	8,0	2,2	1,9	0,6	0,7	0,6
Revenus	10,2	13,1	19,3	2,8	3,2	- 0,0	2,2	1,0
Transferts courants	- 17,7	- 22,2	- 21,9	- 5,5	- 5,8	- 1,7	- 2,0	- 2,1
Compte de capital	1,4	0,5	- 0,6	- 0,1	0,1	0,1	0,1	- 0,1
Compte financier	- 3,3	- 15,2	50,8	3,6	9,0	0,3	34,1	- 25,4
Investissements directs	- 20,6	- 41,9	- 41,8	- 9,5	- 9,2	- 4,9	- 0,8	- 3,5
- Français à l'étranger	- 45,9	- 93,0	- 102,1	- 18,3	- 23,6	- 5,2	- 8,4	- 10,0
- Étrangers en France	25,3	51,1	60,3	8,8	14,4	0,3	7,6	6,5
Investissements de portefeuille	- 46,6	- 9,2	- 100,1	27,3	- 18,3	- 13,8	18,2	- 22,7
- Avoirs	- 179,9	- 191,3	- 232,3	- 19,8	- 53,1	- 18,3	8,2	- 43,0
- Engagements	133,3	182,1	132,2	47,1	34,8	4,5	9,9	20,4
Produits financiers dérivés	5,0	8,2	7,1	- 0,2	0,5	- 0,6	2,0	- 0,9
Autres investissements	62,4	20,7	190,0	- 15,6	39,8	21,1	16,5	2,1
dont IFM	38,8	- 2,3	165,8	- 7,0	32,8	18,0	15,7	- 0,9
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	- 4,5	1,5	- 3,8	- 1,5	- 1,8	- 0,5

(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

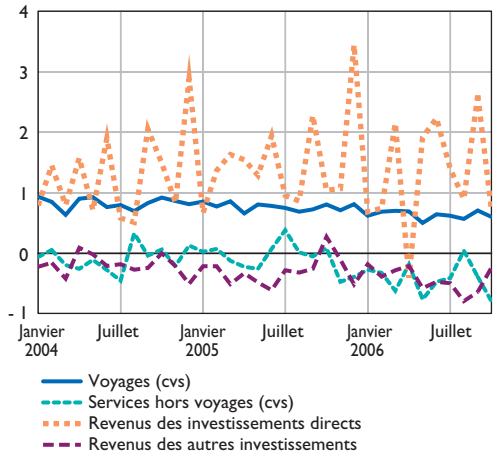
Transactions courantes
Soldes (cvs)

(en milliards d'euros)



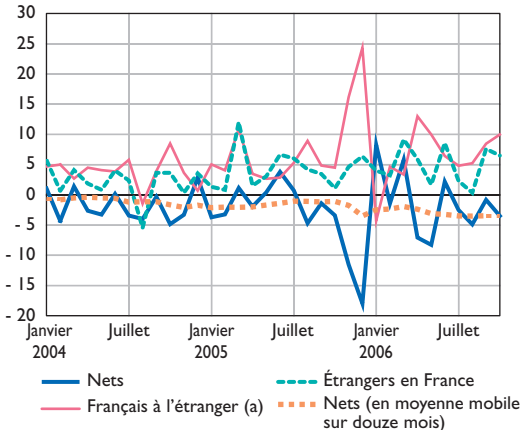
Transactions courantes
Soldes

(en milliards d'euros)



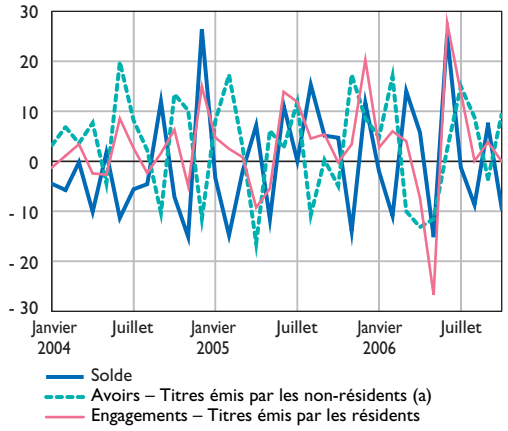
Investissements directs
Soldes

(en milliards d'euros)



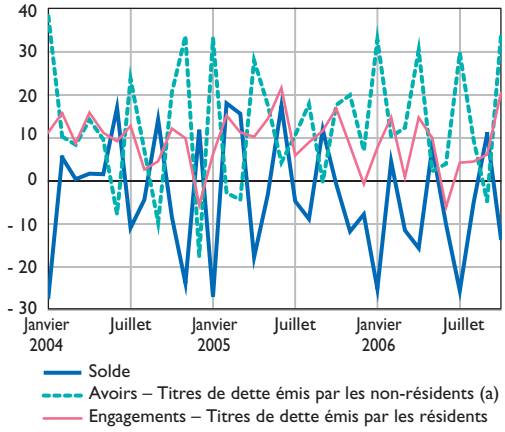
Investissements de portefeuille
Actions

(en milliards d'euros)



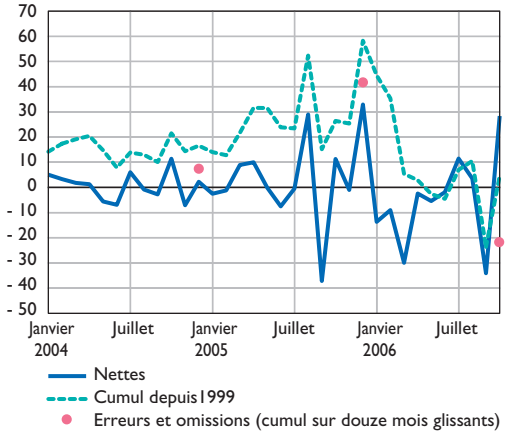
Investissements de portefeuille
Titres de dette

(en milliards d'euros)



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* est ressorti à 8,5 % en octobre, comme en septembre, tandis que sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 8,4 %, après 8,2 % sur la période allant de juillet à septembre. L'accélération des autres dépôts monétaires inclus dans *M2 – M1* (10,8 %, après 9,9 %) et celle des instruments négociables constitutifs de *M3 – M2* (10,5 %, après 9,3 %) ont été compensées par le ralentissement des dépôts à vue (5,3 % après 6,5 %).

Au sein des contreparties de *M3*, les concours au secteur privé se sont quelque peu ralentis (12,0 %, après 12,2 %), de même que les crédits au secteur privé (11,2 %, après 11,4 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents s'est nettement modérée (5,2 %, après 7,0 %). À l'inverse, la progression des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans s'est renforcée (19,9 %, après 19,7 %), de même que celle des titres d'OPCVM monétaires (5,7 %, après 5,4 %) et des titres de créance d'une durée inférieure à 2 ans (49,8 %, après 48,3 %).

2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total est ressorti à 7,4 % en octobre 2006 comme le mois précédent. Il a légèrement fléchi pour l'endettement des administrations publiques (2,8 %, après 2,9 %) et celui des ménages (11,9 %, après 12,0 %). Il n'a, en revanche, pas varié pour l'endettement des sociétés non financières (8,9 %).

Tendances monétaires et financières – Zone euro et France

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

	Encours à fin Octobre 2006	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Octobre 2006
		Septembre 2006	Octobre 2006	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	572,3	11,0	11,4	
+ Dépôts à vue	3 013,7	6,5	5,3	
= M1	**3 586,0**	**7,2**	**6,3**	
+ Autres dépôts monétaires	2 908,8	9,9	10,8	
= M2	**6 494,8**	**8,4**	**8,2**	
+ Instruments négociables	1 086,5	9,3	10,5	
= M3	**7 581,3**	**8,5**	**8,5**	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	**9 055,2**	**11,4**	**11,2**	
Concours au secteur privé (en données cvs)	**10 529,8**	**12,2**	**12,0**	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	440,7	7,0	5,2	14,6
Comptes sur livret	409,3	5,0	19,9	26,4
Dépôts à terme ≤ 2 ans	64,3	19,7	20,2	4,8
Titres d'OPCVM monétaires	330,1	5,4	5,7	51,9
Titres de créances < 2 ans	87,5	48,3	49,8	45,2
Crédits au secteur privé (c)	**1 527,8**	**12,2**	**13,1**	**16,9**

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation
(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro
(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français, y compris les crédits des FCC
Sources : BCE, Banque de France

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Octobre 2005	Septembre 2006	Octobre 2006
Endettement intérieur total	**7,1**	**7,4**	**7,4**
Sociétés non financières	6,3	8,9	8,9
Ménages	10,6	12,0	11,9
Administrations publiques	5,7	2,9	2,8

La progression des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers s'est très légèrement renforcée (11,1 %, après 11,0 %). L'accélération des crédits accordés aux administrations publiques a été, en partie, compensée par le ralentissement des crédits aux ménages, tandis que les crédits aux sociétés non financières ont continué de croître au même rythme que le mois précédent. Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non résidents a légèrement diminué tout en restant soutenu.

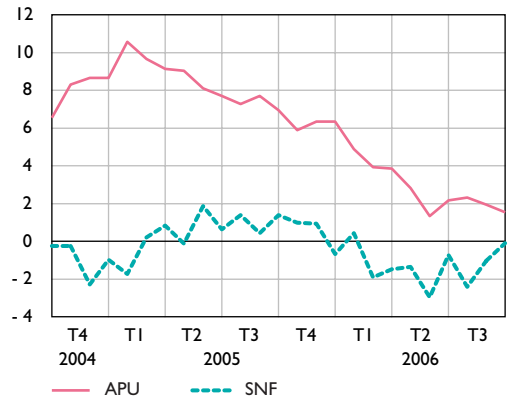
Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Octobre 2005	Septembre 2006	Octobre 2006
Endettement intérieur total	**7,1**	**7,4**	**7,4**
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	7,4	11,0	11,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	11,9	15,9	15,6
Financements de marché	5,6	1,2	1,1

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

(taux de croissance annuel en %)



2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché a très légèrement baissé (1,1 %, après 1,2 %). Le ralentissement de la dette négociable des administrations publiques (1,5 %, après 1,9 %) dû, essentiellement, à une contraction des encours de titres à court terme et, notamment, de celui des bons du Trésor, n'a été que partiellement compensé par l'amoindrissement des remboursements nets opérés par les sociétés non financières (– 0,1 %, après – 1,0 %).

2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires [1] s'est renforcée en octobre (12,8 %, après 11,8 %) : cette accélération a concerné aussi bien les crédits au secteur privé (13,0 %, après 12,0 %) que les crédits aux administrations publiques (10,9 %, après 9,4 %).

La croissance annuelle des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages — ISBLM —) est restée inchangée, à 12,2 %, l'accélération des crédits à l'habitat (15,9 %, après 15,6 %) ayant été compensée par le ralentissement des crédits de trésorerie (6,3 %, après 7,0 %). De même, la progression des crédits aux sociétés non financières s'est poursuivie au même rythme qu'en septembre (10,7 %),

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Octobre 2005	Septembre 2006	Octobre 2006
Crédits des IFM (a)	7,1	11,8	12,8
aux APU	- 0,6	9,4	10,9
au secteur privé	8,0	12,0	13,0
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	10,7	12,2	12,2
dont : *Trésorerie*	6,9	7,0	6,3
Habitat	13,3	15,6	15,9
Crédits des EC aux SNF	6,0	10,7	10,7
dont : *Trésorerie*	5,8	13,5	11,6
Investissement	5,7	9,9	10,3
Crédits des EC au secteur financier	1,3	21,6	37,3
dont : *Clientèle financière*	- 4,1	10,3	34,1
Assurances	18,1	57,8	45,7

(a) Hors crédits FCC
(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM

[1] *Y compris les crédits titrisés dans des fonds communs de créances*

l'accélération des crédits à l'investissement (10,3 %, après 9,9 %) ayant été compensée par le ralentissement des crédits de trésorerie (11,6 %, après 13,5 %).

La progression des crédits au secteur financier s'est, pour sa part, fortement accentuée (37,3 %, après 21,6 %).

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

Le taux moyen des crédits aux ménages ressort à 5,06 % en octobre, comme le mois précédent. Celui des crédits aux sociétés non financières continue, par contre, d'augmenter (4,32 %, après 4,14 %).

• Du côté des ménages, le taux moyen des crédits à la consommation fléchit quelque peu (6,06 %, après 6,18 %) de même que celui des découverts (10,30 %, après 10,35 %). En revanche, le taux moyen des crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an augmente (3,89 %, après 3,83 %) tout comme celui des crédits de PFIT supérieure à un an (3,95 %, après 3,91 %).

• S'agissant des crédits aux sociétés non financières, le relèvement des taux concerne, à des degrés divers, toutes les catégories de concours : modérée pour les découverts (4,57 %, après 4,49 %), la hausse est plus prononcée pour les crédits de PFIT inférieure à un an (4,24 %, après 4,05 %) et, surtout, pour les crédits de PFIT supérieure à un an (4,25 %, après 3,98 %).

ENCADRÉ 4

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

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Année 2005	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin nov. 2006
		Nov. 2005 à oct. 2006	Déc. 2005 à nov. 2006	Novembre 2006	Nov. 2005 à oct. 2006	Déc. 2005 à nov. 2006	Novembre 2006	
Sociétés non financières	- 14,0	- 15,9	- 15,7	- 4,0	3,3	3,5	0,3	76,8
État	39,9	15,1	15,6	5,1	62,7	62,7	5,1	603,0
Autres administrations publiques	3,5	- 7,1	- 7,1	0,0	0,2	0,2	0,0	44,3
Institutions financières monétaires	- 7,9	- 4,8	- 4,0	1,2	12,7	13,7	1,8	140,6
Institutions financières non monétaires	- 0,9	- 1,2	- 1,8	- 0,6	0,3	0,3	0,0	20,4
Total	20,5	- 13,8	- 13,0	1,7	79,2	80,4	7,2	885,1

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de novembre 2006 ont totalisé 7,2 milliards d'euros, comme le mois précédent.

Compte tenu des remboursements intervenus au cours du mois, les émissions nettes atteignent 1,7 milliard d'euros, celles des administrations publiques (5,1 milliards) se trouvant partiellement compensées par les remboursements nets effectués par les sociétés non financières (– 4,0 milliards).

Au cours du mois sous revue, les émissions obligataires de l'agence France Trésor ont représenté 71 % du total émis sur la place de Paris, le solde étant imputable à la fois au secteur des institutions financières monétaires (pour 25 %) et au secteur des sociétés non financières (pour 4 %). Sur les douze derniers mois, le désendettement des sociétés non financières en titres obligataires cotés sur Euronext Paris s'élève à 15,7 milliards d'euros ; celui des institutions financières monétaires atteint 4 milliards.

2|6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « actions » ont légèrement augmenté. Ceux des titres d'OPCVM « monétaires » ont diminué, tandis que ceux des titres d'OPCVM « obligations » sont devenus négatifs. En revanche, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « diversifiés » se sont maintenus à un très haut niveau.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Septembre 2006	Octobre 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	7,9	7,5
OPCVM obligations	0,1	4,1	0,1	- 0,9
OPCVM actions	2,7	5,7	7,6	8,0
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	28,2	28,1

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

3| Les marchés de capitaux

Le mois de novembre a été marqué aux États-Unis par la confirmation d'un ralentissement de la croissance et, dans la zone euro, par la perspective d'une croissance maintenue autour de son niveau de long terme. Dans ce contexte, les anticipations d'assouplissement de la politique monétaire du Système fédéral de réserve se sont renforcées, alors que les anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE ont été confortées. Le dollar s'est affaibli face aux principales devises et plus particulièrement au bénéfice de l'euro. Les indices boursiers se sont stabilisés sur des niveaux élevés, les bourses américaines ayant même enregistré une légère appréciation.

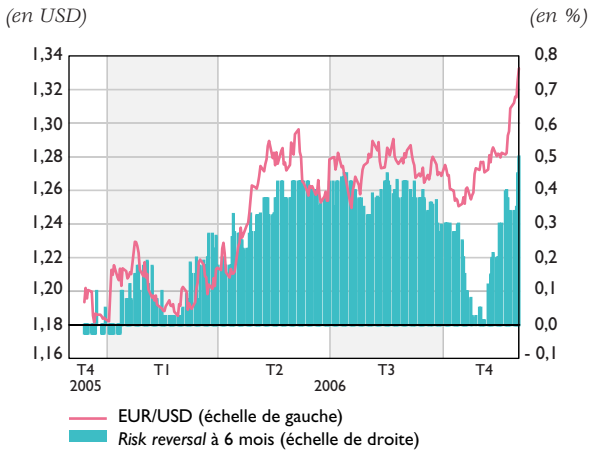
3|1 Les marchés de change et de matières premières

L'amélioration des perspectives économiques en zone euro et les inquiétudes pesant sur la croissance américaine ont favorisé une appréciation de l'euro et une dépréciation du dollar contre les principales devises.

L'euro s'est apprécié de 3,75 % en novembre contre dollar, l'EUR/USD atteignant en fin de période 1,3240. Cette évolution s'est inscrite dans un contexte de volatilité accrue : la volatilité implicite à 1 mois sur l'euro contre dollar, après avoir atteint un plus bas niveau historique de 5,45 % au cours du mois, est revenue à 7,1 % en fin de période. Les positions des participants de marché sur les options, reflétées au travers des *risks reversals* indiquaient fin novembre des anticipations d'appréciation supplémentaire de l'euro contre dollar.

L'euro a continué à s'apprécier contre le yen pour inscrire un nouveau plus haut niveau historique, à 153,46 yens pour un euro. La faible augmentation des indices de prix japonais a stimulé les anticipations d'un relèvement très progressif des taux en 2007. En conséquence, les investisseurs ont poursuivi leurs stratégies de *carry trade* financées en yens vers des devises à plus haut rendement autres que le dollar américain. Le yen s'est, en effet, apprécié de 1 % contre dollar, l'USD/JPY reculant à 115,78.

Taux de change de l'euro contre dollar des États-Unis et *risk reversal*

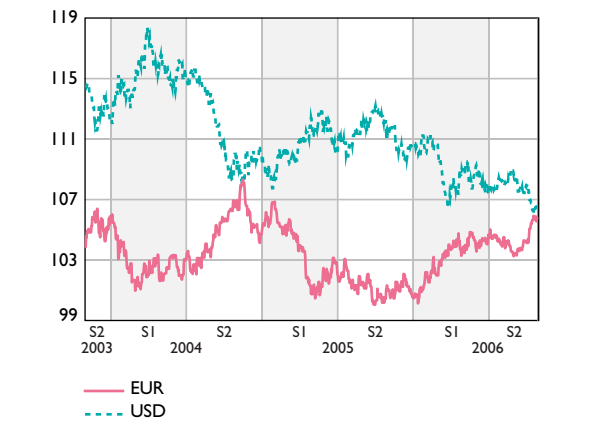


En dépit de la hausse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre décidée le 8 novembre, la livre sterling s'est dépréciée contre euro de 0,7 %, alors qu'elle s'est inscrite en hausse contre le dollar à 1,965, soit le cours le plus élevé du GBP/USD depuis avril 1992.

Au total, le taux de change effectif nominal du dollar contre les devises de ses vingt-six principaux partenaires commerciaux a baissé de 1,1 %, pendant que le taux de change effectif nominal de l'euro contre les vingt-trois principaux partenaires commerciaux de la zone s'est apprécié de 1,8 %.

Taux de change effectif nominaux de l'euro et du dollar des États-Unis

(base 100 = janvier 1997 pour le dollar ; 1er trimestre 1999 pour l'euro)



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

L'or a continué à s'apprécier de 6,9 % à 647,5 dollars des États-Unis l'once en fin de période, bénéficiant de la dépréciation du dollar et de la bonne tenue du cours du pétrole qui à rebondi de plus de 18 % au cours du mois, passant de 55,1 dollars à 65,1 dollars le baril pour la référence du *West Texas Intermediate*.

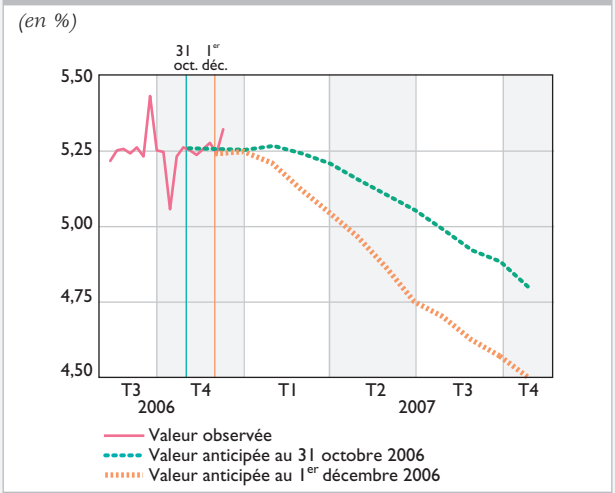
La mise en œuvre effective, à compter du 1er novembre, des baisses des quotas de production (l'Agence internationale de l'énergie estimait, fin novembre, que deux tiers des baisses décidées avaient été réalisées) comme la publication de stocks de pétrole aux États-Unis moins élevés que prévu ont favorisé une telle appréciation.

3|2 Les marchés de taux

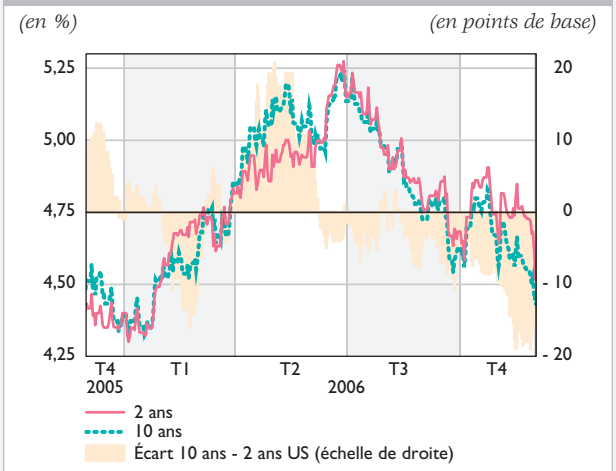
Renforcement des anticipations d'assouplissement de la politique monétaire du Système fédéral de réserve et baisse des rendements obligataires américains

Dans un contexte marqué par la confirmation d'un ralentissement de la croissance américaine, les participants de marché ont accentué leurs anticipations de baisse du taux directeur américain. Cette évolution a été particulièrement marquée pour le deuxième semestre 2007, avec un recul de 14 points de base du taux du contrat à terme sur fonds fédéraux à échéance octobre 2007 à 4,71 %. Fin novembre 2006, une première baisse de 25 points de base était anticipée pour mai 2007 contre fin juin en début de période et le taux cible des fonds fédéraux était attendu à 4,5 % en décembre 2007.

Taux fonds fédéraux historiques et anticipés tirés des *overnight indexed swaps* (OIS)



Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



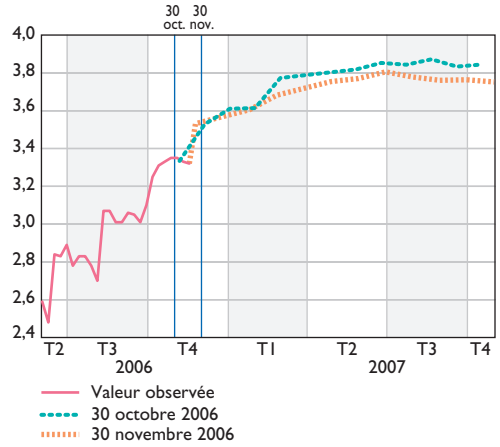
Accompagnant le mouvement des taux monétaires anticipés, les rendements obligataires se sont inscrits en baisse accentuant l'inversion de la pente de la courbe obligataire sur le segment 2 ans-10 ans (– 8 points de base, à 4,68 %, pour le rendement à 2 ans et – 15 points de base, à 4,51 %, pour le rendement à 10 ans).

Le recul marqué des rendements nominaux sur les maturités longues a été tiré par la diminution des taux d'intérêts réels, illustrant une révision à la baisse des perspectives de croissance. *A contrario*, le point mort d'inflation tiré de l'obligation du Trésor américain indexée sur l'inflation de maturité 2015 a gagné 4 points de base, à 2,28 %, au cours de la période sous revue. Cette légère tension des anticipations d'inflation s'inscrit notamment en réaction de la communication du Système fédéral de réserve qui, au travers des minutes du *Federal Open Market Committee,* s'est inquiété de la persistance du risque inflationniste.

Stabilité des anticipations sur les taux monétaires en zone euro et légère baisse des rendements obligataires

La confirmation de la bonne tenue des perspectives économiques ainsi que la fermeté des membres du conseil des gouverneurs de la BCE à propos des tensions inflationnistes ont conforté les participants

Taux Eonia historiques et anticipés tirés des *overnight indexed swaps* (OIS)

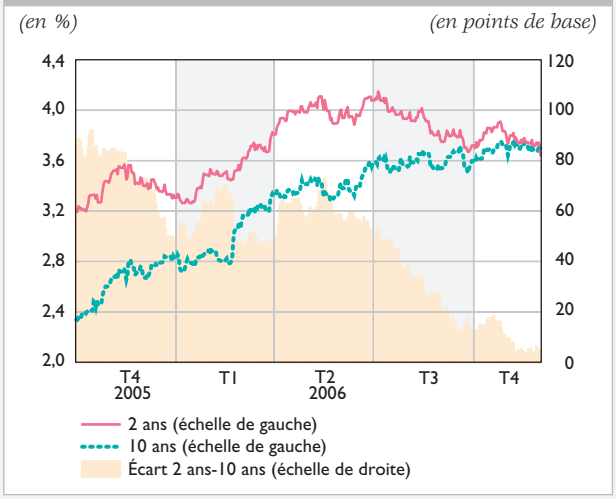


de marché quant à un prochain resserrement supplémentaire de la politique monétaire de la zone euro.

Comme anticipé, une hausse de 25 points de base est intervenue début décembre portant le taux minimum des opérations principales de refinancement de l'eurosystème à 3,50 %. Une nouvelle hausse était attendue, au vu des taux des *overnight indexed swaps* à fin novembre, à 3,75 % à l'échéance de mai 2007.

Les rendements obligataires de la zone euro ont évolué de conserve avec la courbe américaine, les rendements souverains français à 2 et à 10 ans ayant cédé respectivement 2 points et 6 points de base à 3,66 % et 3,70 %.

Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



La légère baisse des rendements obligataires dans la zone euro a, comme aux États-Unis, reflété la baisse de leur composante réelle, les points morts d'inflation en zone euro étant restés stables en novembre, à 2,11 % et 2,12 % pour les points morts d'inflation tirés des OAT indexées sur l'inflation en zone euro de maturité 2012 et 2015.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a poursuivi le resserrement de sa politique monétaire en relevant le 9 novembre son taux directeur de 25 points de base, à 5,0 %, son plus haut niveau depuis cinq ans. Cette décision, largement anticipée, a été suivie d'un rapport sur l'inflation indiquant un possible ralentissement au cours de l'année 2007. En conséquence, les rendements obligataires britanniques à 2 ans et 10 ans sont restés quasi stables à, respectivement, 5,02 % et 4,56 % le 30 novembre, avec une courbe des taux toujours fortement inversée.

L'appétit pour le risque des investisseurs est resté très marqué en novembre. Si une certaine volatilité s'est manifestée en cours de mois, dans le sillage d'un ralentissement de la croissance américaine, l'élargissement des écarts de rendement entre les obligations d'État américaines et les titres souverains de certains pays émergents (notamment de la Turquie…) n'a été que temporaire. Les écarts de rendement entre obligations souveraines et titres privés, en dollar comme en euro, sont restés sur des niveaux historiquement faibles.

3|3 Les marchés boursiers

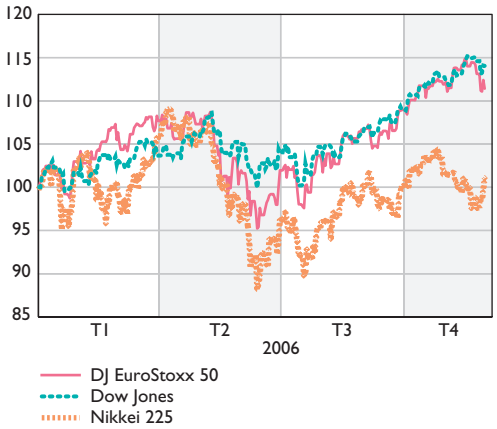
Les principaux marchés boursiers internationaux se sont maintenus sur des niveaux de valorisation historiquement élevés en novembre, avec une nouvelle progression des indices américains, tandis que les autres indices sont demeurés quasiment inchangés.

Les indices américains ont été soutenus principalement par les secteurs immobilier et pétrolier, les valeurs technologiques progressant dans une moindre mesure. La progression a néanmoins été limitée, sous l'effet de la publication d'indicateurs d'activité américains montrant une contraction de l'activité.

De la même façon, l'appréciation des bourses européennes enregistrée à mi-novembre a été effacée

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

(base 100 = 1er janvier 2006)



dans le sillage des bourses américaines et sous l'effet d'une appréciation de l'euro et de la livre sterling contre dollar. On peut noter qu'à ce titre l'indice *Footsie* a enregistré la plus mauvaise performance (– 1,3 %) des principales places en dépit de la forte représentation des compagnies pétrolières dans l'indice.

Indices boursiers

(variation en %)

	2006		
	Niveau au 30 nov. 2006	Variation par rapport au 31 oct.	Variation par rapport au 2 janvier
CAC 40	5 327,6	- 0,4	12,0
DAX	6 309,2	0,6	15,8
EuroStoxx 50	3 987,2	- 0,4	10,6
FTSE	6 048,8	- 1,3	6,5
Nasdaq	2 431,8	2,7	10,3
Dow Jones	12 221,9	1,2	14,0
Nikkei	16 274,3	- 0,8	1,0

Au Japon, la bourse n'a enregistré également qu'un léger recul sous l'effet d'une baisse des secteurs financier et immobilier, mais d'une hausse des valeurs minières et pétrolières.

Dans ce contexte, la volatilité implicite des indices boursiers a très légèrement progressé à partir de niveaux historiquement très bas, pour atteindre 10,9 % pour l'indice SP500 et 14,7 % pour l'indice Dax le 30 novembre.

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 %)

	Novembre 2006		Moyenne année 2006	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	399,4	67	400,1	70,0
Pensions à taux fixe	154,6	26	170,2	29,8
Pensions à taux variable	244,8	41	229,9	40,2
BTAN	145,2	24	120,8	21,1
Pensions à taux fixe	39,3	7	40,4	7,1
Pensions à taux variables	105,9	18	80,4	14,1
BTF	50,61	9	50,3	8,8
Pensions à taux fixe	16,2	3	14,2	2,5
Pensions à taux variable	34,4	6	36,1	6,3
Total	**595,28**	**100**	**571,3**	**100,0**
Pensions à taux fixe	**210,13**	**35**	**224,9**	**39,4**
Pensions à taux variable	**385,15**	**65**	**346,4**	**60,6**

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 nov. 2006	31 oct. 2006	Variation
1 mois	3,32	3,22	10
3 mois	3,47	3,34	13
6 mois	3,57	3,52	5
12 mois	3,66	3,68	- 2
2 ans	3,66	3,70	- 4
5 ans	3,67	3,72	- 5

ÉTUDES

Délais de paiement et solde du crédit inter-entreprises de 1990 à 2005 — 19

Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange — 29

Marc ANDRIES
Direction des Systèmes de paiement et des Infrastructures de marché
Service de Surveillance des moyens de paiement scripturaux
Frédéric HERVO
Direction des Systèmes de paiement et des Infrastructures de marché
Service de Surveillance des systèmes de paiement et de titres

La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties — 41

Dominique KANTOR
Yann MARIN
Direction des Opérations de marché
Service de Mise en oeuvre de la politique monétaire

Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? — 49

Jean-Charles BRICONGNE
Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service d'Études et Statistiques des opérations financières
Jean-Guillaume POULAIN
Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs

L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis — 63

Olivier LOISEL
Direction de la Recherche
Service d'Études et de Recherche sur la politique monétaire

Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005

Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Un arrêté du 29 juin 2006 a réactivé l'Observatoire des délais de paiement initialement créé en 1991 et qui n'était plus actif depuis 1998. Installé en septembre 2006, cet observatoire a pour mission d'établir un diagnostic fin de la situation et d'analyser l'impact économique des évolutions observées (cf. Rapport de l'Observatoire des délais de paiement, *2006). La relance de la réflexion sur la question des délais de paiement reflète les enjeux de compétitivité sous-jacents à cette question. En effet, la vigueur du tissu économique dépend, dans une large mesure, de la solidité des relations clients-fournisseurs. Celles-ci sont au cœur des processus complexes qui déterminent les spécialisations des acteurs, leur interdépendance, la diffusion des technologies et des savoir-faire…*

Depuis quinze ans, la Banque de France publie des statistiques et une étude annuelles sur les délais de paiement des entreprises en termes de délais clients, de crédit fournisseurs et de solde commercial, qui exprime en jours de chiffre d'affaires la différence entre les créances clients de l'entreprise et ses dettes fournisseurs.

Cet article présente, à l'occasion de la mise à jour de ces statistiques annuelles, les résultats pour l'année 2005 mis en perspective sur la base de l'historique de données établi par la Banque.

En 2005, sur l'ensemble de l'économie, les moyennes des délais clients et fournisseurs des entreprises et celle de leur solde commercial sont très proches de celles de 2004. La moyenne des délais clients des entreprises s'établit à 56 jours de chiffre d'affaires, tandis que celle des délais fournisseurs représente 65 jours d'achats. Le solde commercial, ou solde du crédit interentreprises, s'établit à 15 jours de chiffre d'affaires.

Globalement, sur longue période (1990 à 2005), les moyennes des délais clients et des délais fournisseurs des entreprises baissent, tandis que la moyenne du solde commercial est stable.

En revanche, le poids macroéconomique du solde commercial s'allège nettement en quinze ans. Il s'établit à 6 jours de chiffre d'affaires, contre 12 jours en 1990. Ces écarts renvoient à des comportements différenciés des entreprises, suivant qu'elles sont clients ou fournisseurs et qu'elles sont grandes ou petites.

Ainsi, le solde commercial décroît nettement dans les entreprises de 250 à 500 personnes et dans les grandes entreprises, alors qu'il s'accroît dans les très petites et se stabilise dans les entreprises de 20 personnes à 249 personnes.

L'examen des dispersions des délais de règlement montre, par ailleurs, que les situations individuelles des entreprises sont très contrastées.

Mots clés : Délais de paiement, délais clients, crédit fournisseurs, crédit interentreprises, solde commercial
Codes JEL : L14 ; L29

*NB : Les séries statistiques ayant servi à la préparation de cette étude seront disponibles courant janvier sur le site de la Banque de France (*www.banque-france.fr*).*

L'Observatoire des entreprises de la Banque de France analyse chaque année l'évolution des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises à partir de la base Fiben (cf. Bardes et Martin, 2006) [1]. Les données comptables utilisées permettent de mesurer les délais apparents de paiement en fin d'exercice, mais pas l'existence d'éventuels retards par rapport aux règlements décidés contractuellement lors des transactions commerciales [2].

Ces travaux statistiques ont été initiés lors de la création du premier Observatoire des délais de paiement en 1992. Sur longue période, les délais se sont raccourcis, mais cette baisse est loin d'être uniforme, que les entreprises soient petites ou grandes ou que le phénomène concerne les délais de leurs clients ou de leurs fournisseurs. Globalement, cette baisse conduit à un allègement de la charge de trésorerie supportée par les moyennes et les grandes entreprises. La répartition inégale de cette charge de financement suggère l'existence de relations déséquilibrées entre certaines entreprises, dans lesquelles des « effets de domination » prendraient le pas sur l'établissement d'un équilibre de marché permettant une relation « gagnant-gagnant » entre chaque partie prenante. Le besoin d'un diagnostic affiné de tels dysfonctionnements de la relation client-fournisseur a motivé la réactivation de l'Observatoire des délais de paiement par le ministre délégué à l'Industrie en septembre 2006.

1| Une stabilité des délais et du solde commercial en 2005

Sur l'ensemble de l'économie, la moyenne des délais clients s'établit à 56 jours de chiffre d'affaires en 2005 ; côté fournisseurs, elle est de 64,7 jours d'achats. La stabilité des délais en 2005 (+ 0,1 jour pour les clients et – 0,1 jour pour les fournisseurs par rapport à 2004) contraste avec la baisse continue observée entre 2000 et 2004, respectivement, de 4 jours et 5 jours.

Toutefois, sur la seule industrie, le repli s'est poursuivi en 2005, moins nettement du côté clients (0,3 jour) que du côté fournisseurs (0,6 jour). Les délais restent en moyenne toujours plus élevés dans l'industrie que sur l'ensemble de l'économie : 71,8 jours de chiffre d'affaires pour les délais clients et 72,6 jours d'achats pour les délais fournisseurs.

Le solde commercial atteint 15,2 jours de chiffre d'affaires sur l'ensemble de l'économie et 25,3 jours dans l'industrie.

2| Une baisse notable des délais depuis 1990

Les évolutions d'une année sur l'autre des délais de règlement entre entreprises, reflets des habitudes commerciales, sont assez faibles. Seul un examen sur longue période, gommant les résultats intermédiaires plus sensibles aux variations conjoncturelles, mais distinguant les entreprises selon leur taille, suggère un changement de comportement dans les relations commerciales.

2|1 Toutes tailles confondues, une baisse moyenne des délais de 8 à 9 jours

La moyenne des délais clients de l'ensemble de l'économie a diminué de 64 jours de chiffre d'affaires en 1990, à 56 jours en 2005 ; ce recul sur 15 ans se vérifie dans tous les grands secteurs. Cette baisse révèle ainsi l'attention accrue que les entreprises portent à la gestion de leurs créances clients.

La moyenne des délais fournisseurs connaît une baisse de même ampleur : elle a reculé de 74 jours d'achats en 1990, à 65 jours en 2005. Le repli entre 1990 et 2005 est général dans tous les grands secteurs d'activité. Le tassement s'est accéléré entre 2000 et 2005 (5 jours), en liaison avec les efforts réglementaires des pouvoirs publics, notamment avec la *Loi sur les nouvelles régulations économiques* (voir encadré).

La baisse parallèle des délais clients et fournisseurs a entraîné une stabilité de la charge moyenne que représente le solde commercial, de l'ordre de 15 jours de chiffre d'affaires. Or, en dehors des risques de transmission des défauts de paiement, c'est l'ampleur de ce solde qui importe aux entreprises en tant

1 *Fiben (Fichier bancaire des entreprises) est une base de données créée et gérée par la Banque de France. Elle recense environ 220 000 bilans annuels des entreprises de plus de 0,75 million de chiffre d'affaires.*
2 *Cf. méthodologie en annexe*

ENCADRÉ

Les réglementations récentes sur les délais de paiement

La Loi de nouvelles régulations économiques

La loi n°2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques (NRE), *est la transposition de la directive européenne 2000/35 du 29 juin 2000 du Parlement et du Conseil relative aux retards de paiement dans les transactions commerciales.*
La NRE stipule que :
• la facture doit mentionner la date à laquelle le règlement doit intervenir et préciser les conditions d'escompte applicables en cas de paiement à une date antérieure à celle résultant de l'application des conditions générales de vente (CGV) ainsi que le taux des pénalités exigibles le jour suivant la date de règlement inscrite sur la facture ;
• sauf dispositions contraires figurant aux CGV, le délai de règlement des sommes dues est fixé au trentième jour suivant la date de réception des marchandises ou d'exécution de la prestation demandée ;
• les conditions de règlement doivent obligatoirement préciser les conditions d'application et le taux d'intérêt des pénalités de retard exigibles le jour suivant la date de règlement figurant sur la facture ;
• les pénalités de retard sont exigibles sans qu'un rappel soit nécessaire.

Ce délai ne s'impose toutefois pas aux entreprises qui peuvent choisir un délai différent en le prévoyant dans les contrats ou dans leurs conditions générales de ventes. Tout en fournissant une référence chiffrée pour les délais de règlement, le principe demeure donc celui de la liberté contractuelle pour fixer ces délais.

La loi Gayssot dans le domaine des transports

La loi n°2006-10 du 5 janvier 2006 introduit dans l'article L 441-6 du Code du commerce *un nouvel aliéna en vertu duquel les délais de paiement convenus ne peuvent en aucun cas dépasser 30 jours à compter de la date d'émission de la facture. Les conditions générales de vente (CGV) doivent préciser les conditions d'application et les taux d'intérêt des pénalités de retard exigibles le jour suivant la date de règlement de la facture. Tous les acteurs du secteur des transports sont concernés sauf le monde ferroviaire et les prestations de logistique.*

Le législateur a voulu renforcer la responsabilité des deux parties contractantes. Si le client (le chargeur le plus souvent) paie la facture au-delà de la date d'échéance indiquée sur la facture, le fait de ne pas agir rend le transporteur co-responsable de cette irrégularité. Cette loi a donc aussi pour objectif de fournir un cadre contraignant qui est apparu seul à même d'obtenir des progrès rapides dans les pratiques de paiement du secteur des transports.

que composant essentiel du besoin en fonds de roulement.

2|2 Des évolutions très différenciées selon la taille des entreprises

Une baisse nettement plus marquée des délais fournisseurs que des délais clients pour les entreprises de moins de 20 salariés

Les fournisseurs des petites entreprises de moins de 20 salariés sont réglés nettement plus rapidement en 2005 qu'en 1990 : le raccourcissement moyen est de 9 jours.

Les délais clients des petites entreprises sont structurellement nettement plus courts. En effet, parmi ces entreprises de plus de 0,75 million d'euros de chiffre d'affaires et de moins de 20 salariés, près de la moitié exercent une activité commerciale avec une partie importante de leur clientèle composée de particuliers, qui payent comptant.

La baisse des délais de paiement de la part de leurs clients n'ayant pas été aussi importante, de l'ordre de 5 jours, que celle constatée côté fournisseurs, le

solde commercial de ces petites entreprises s'est progressivement alourdi, de 5 jours à 12 jours de chiffre d'affaires, soit, à activité égale, plus qu'un doublement des montants à financer.

Les entreprises intermédiaires : des baisses plus homogènes

Ces entreprises de 20 à 249 salariés ont connu les évolutions les plus équilibrées. En moyenne, les délais clients y ont reculé de 7 jours de chiffre d'affaires entre 1990 et 2005, tandis que les délais fournisseurs diminuaient de 9 jours d'achats. Compte tenu du fait que les achats ne représentent qu'environ les deux tiers des ventes, le solde commercial est resté stable.

Les grandes PME et les entreprises de 500 salariés et plus raccourcissent surtout leurs délais clients

Les « grandes PME », qui occupent de 250 salariés à 499 salariés, ont un comportement plus proche de celui des plus grandes entreprises que de celui des PME de 20 salariés à 249 salariés.

Ces « grandes PME » ont obtenu de leurs clients d'être réglées nettement plus rapidement, avec une baisse de 11 jours de chiffre d'affaires en 15 ans, alors qu'elles parvenaient à maintenir des délais fournisseurs élevés sur l'ensemble de la période. De la même façon, les délais clients des grandes entreprises ont été raccourcis de 13 jours de chiffre d'affaires, alors que les délais fournisseurs étaient peu modifiés.

Ces sociétés, grandes PME ou grandes entreprises, ont aussi transformé leurs modes de production au cours de la période observée, se tournant vers l'externalisation d'une partie de leur production. Ainsi leurs achats représentent une part plus importante de leur chiffre d'affaires ce qui, toutes choses égales par ailleurs, accroît l'influence de l'évolution des délais fournisseurs sur celle du crédit interentreprises. Ces sociétés ont ainsi, en moyenne, nettement amélioré leur solde commercial, en baisse de 12 jours de chiffre d'affaires, soit près du tiers du niveau initial. Elles ont davantage su ou pu gérer leurs créances clients, en partie grâce au développement, en interne, de fonctions spécialisées de gestion des comptes clients — s'appuyant sur des progiciels et des échanges de données informatisées interentreprises . Elles ont tiré parti de l'élargissement de l'offre de services bancaires ou de bancassurance, par exemple ceux combinant suivi des factures et financement du compte client.

3| Pour plus d'un quart des entreprises, les délais clients représentent plus de 80 jours de chiffre d'affaires

L'étude de la dispersion des délais et du solde en 2005 par tranches de taille complète l'analyse du comportement moyen des entreprises en termes de délais et montre que, quelle que soit leur taille, pour le quart des entreprises qui enregistrent les délais les plus élevés, ceux-ci représentent plus de 80 jours, voire 90 jours, de chiffre d'affaires.

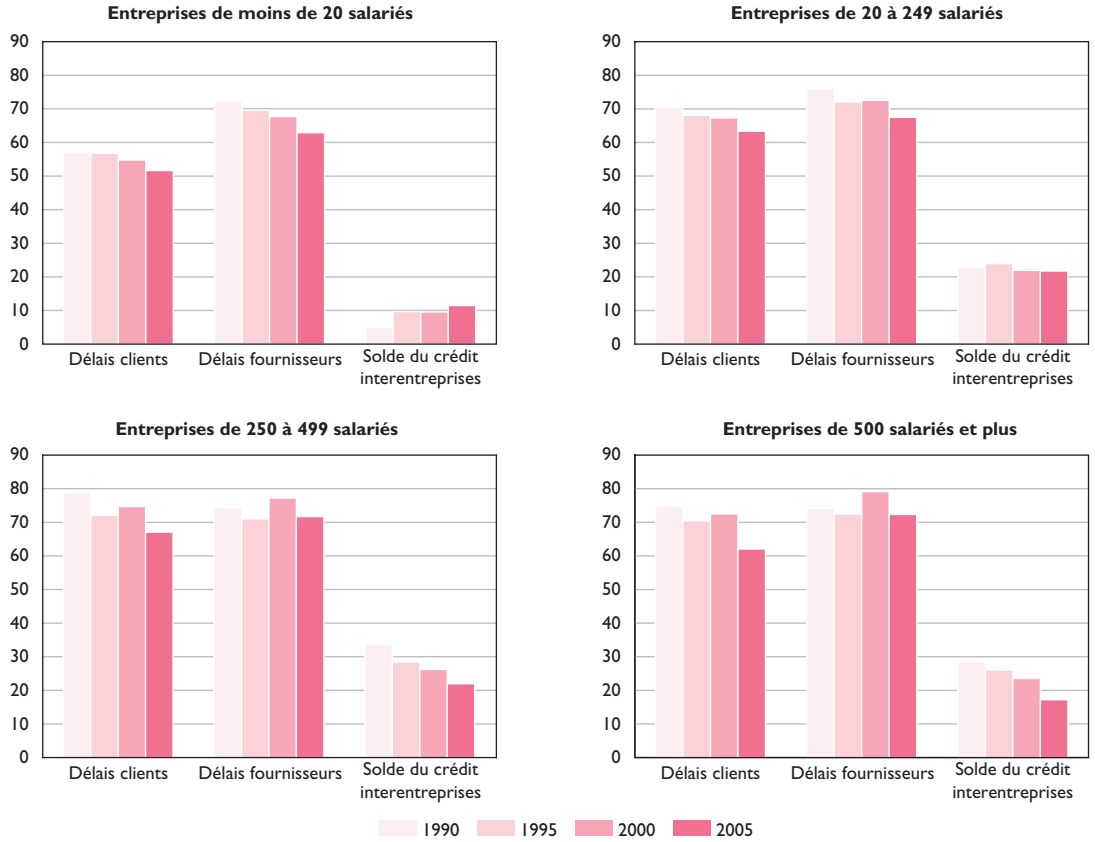
3|1 Des délais clients plus disparates du fait des entreprises du commerce

Pour les entreprises de moins de 20 personnes, la dispersion des délais clients est plus grande que pour les autres tranches de taille du fait du grand nombre d'entreprises du commerce et des services aux particuliers, qui ont des relations commerciales directes avec les particuliers et donc des délais clients plus courts. Ainsi, un quart d'entre elles ont des délais inférieurs à 13 jours de chiffre d'affaires. À l'autre extrémité, un quart des sociétés de moins de 20 personnes subissent des délais supérieurs à 79 jours de chiffre d'affaires.

En revanche, pour les entreprises de plus 20 salariés, quelle que soit leur tranche de taille, les délais clients sont plus longs et représentent pour les trois quarts d'entre elles au moins un mois de chiffre d'affaires. Enfin, pour les entreprises de 20 salariés à 249 salariés et pour celles de 250 salariés à 499 salariés, un quart d'entre elles ont des délais clients supérieurs à 90 jours de chiffre d'affaires.

Délais clients, délais fournisseurs et solde commercial
Entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 million d'euros

(moyenne de ratios)



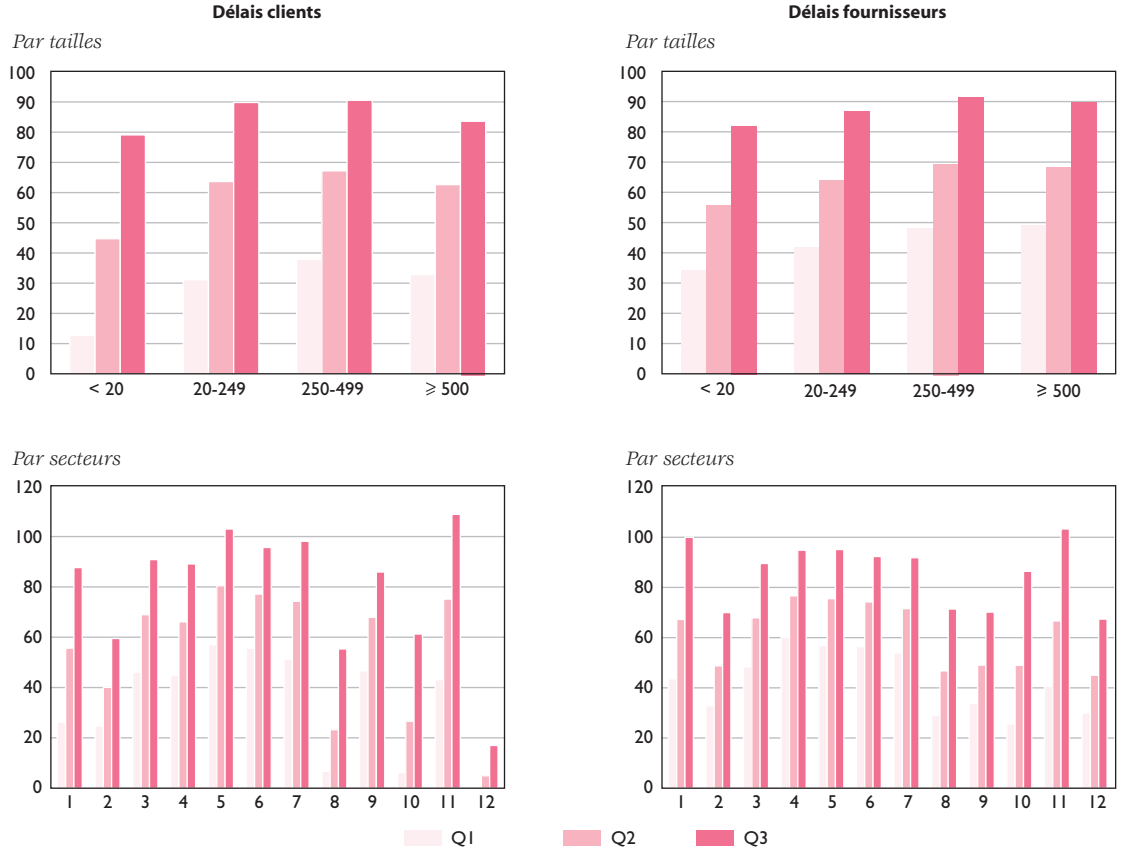
Source : Banque de France – Fiben

3|2 Des délais fournisseurs élevés même pour les entreprises qui payent le plus vite

Les écarts sont moindres en 2005 côté délais fournisseurs que côté délais clients car le niveau du premier quartile est élevé, quelle que soit la tranche de taille, et il augmente avec celle-ci. Pour les très petites entreprises, il s'établit à 35 jours et atteint 49 jours pour les entreprises de 500 salariés et plus.

Les niveaux observés pour le quart des entreprises avec les délais les plus longs sont assez semblables à ceux enregistrés pour les délais clients dont ils sont les reflets. Par exemple, pour un quart des entreprises de 250 salariés à 499 salariés, leurs dettes vis-à-vis de leurs fournisseurs représentent plus de 94 jours de chiffre d'affaires. Ces entreprises sont essentiellement dans les secteurs de l'industrie, mais aussi dans ceux du bâtiment et des services aux entreprises.

Dispersion des délais clients et fournisseurs en 2005
Entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 million d'euros



1 Agriculture, sylviculture, pêche
2 Industries agricoles et alimentaires
3 Industries de biens de consommation
4 Industrie automobile
5 Industries des biens d'équipement
6 Industries des biens intermédiaires
7 Construction
8 Commerce
9 Transports
10 Activités immobilières
11 Services aux entreprises
12 Services aux particuliers

Source : Banque de France – Fiben

3|3 Pour plus du quart des entreprises, la charge née du crédit interentreprises représente plus de 40 jours de chiffre d'affaires

Les distributions du solde du crédit commercial montrent que, dans chaque classe de taille et dans chaque secteur, certaines entreprises bénéficient du crédit commercial et obtiennent ainsi une ressource de financement non négligeable. À l'autre extrême, la charge de trésorerie née du crédit interentreprises représente, pour certaines entreprises, plus de 40 jours de chiffre d'affaires.

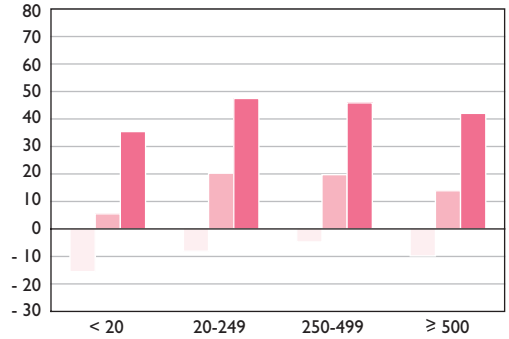
Ainsi, un quart des grandes entreprises de plus de 500 salariés ont une ressource supérieure à 10 jours de chiffre d'affaires. C'est le cas dans les industries agroalimentaires, des biens de consommation, de l'industrie automobile, de la construction, des transports et de plus de la moitié des grandes entreprises du commerce.

Pour les très petites entreprises, la moitié d'entre elles bénéficient d'une ressource ou n'ont qu'un solde très modeste à financer.

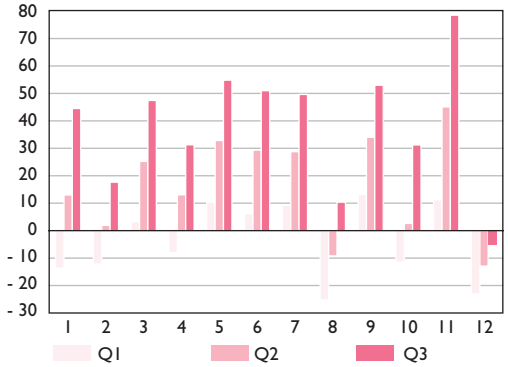
Enfin, pour la moitié des PME, celles de 20 salariés à 249 salariés comme celles de 250 salariés à 500 salariés, le solde commercial représente une charge de trésorerie de plus 20 jours de chiffre d'affaires.

Dispersion du solde commercial en 2005
Entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 million d'euros

Par tailles



Par secteurs



1 Agriculture, sylviculture, pêche
2 Industries agricoles et alimentaires
3 Industries de biens de consommation
4 Industrie automobile
5 Industries des biens d'équipement
6 Industries des biens intermédiaires
7 Construction
8 Commerce
9 Transports
10 Activités immobilières
11 Services aux entreprises
12 Services aux particuliers

Source : Banque de France – Fiben

Bibliographie

Asfour (J. C.) (2006)
« Guide pratique du risque client », Le Moci

Bardes (B.) (2001)
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1989 à 2000 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 96, décembre, p. 59-76

Bardes (B.) (2005)
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2004 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 145, janvier, p. 47-56

Bardes (B.) et Martin (C.) (2006)
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1996 à 2005 en nomenclature NAF », Banque de France, collection *Entreprises*, Observatoire des entreprises, 832-0601, décembre

Boissay (F.) (2004)
« Crédits interentreprises et délais de paiement : une théorie financière », INSEE, *Annales d'économie et de statistique*, n° 73, p. 101-118

Glais (M.) (2005)
Étude sur les délais de paiement pour la Commission d'examen des pratiques commerciales, février

Kremp (E.) (1996)
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1995 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 34, octobre, p. 125-141

Observatoire des délais de paiement (2006)
Rapport du groupe présidé par J.-P. Betbèze, décembre (téléchargeable à l'adresse : *http://banque-france/fr/fr/publications/telechar/catalogue/rapp06_observ_paiement.pdf*)

Annexe

Méthodologie

Définitions

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

Les indicateurs statistiques

Les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial brut, peuvent être appréhendés de plusieurs façons. Les commentaires ici privilégient — sans s'y restreindre — l'approche en moyenne de ratios individuels pour analyser le comportement de l'entreprise type. En effet, l'approche macroéconomique, en termes de ratios moyens, nécessite une information sur toute la population des entreprises ; l'absence d'informations sur certaines catégories, ou la sous-représentation de certaines catégories par rapport à d'autres, peut conduire à une mauvaise interprétation des niveaux.

La moyenne de ratios individuels, ou moyenne non pondérée
Cette approche microéconomique donne à chaque entreprise, quelle que soit sa taille, le même poids. Elle permet de prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles. Calculé sur l'ensemble de la population, cet indicateur retrace essentiellement le comportement des petites entreprises, beaucoup plus nombreuses.

Les ratios moyens
Le ratio moyen rapporte la somme des numérateurs à la somme des dénominateurs. Ce calcul est équivalent à une moyenne pondérée des ratios individuels. Cette approche macroéconomique accorde ainsi à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète donc, plus particulièrement, le comportement des grandes entreprises.

Les quartiles
• La médiane correspond à la valeur qui partage en deux parts égales la population. 50 % des entreprises ont un ratio inférieur et 50 % un ratio supérieur.
• Les premier et troisième quartiles correspondent à la valeur qui partage en deux parts inégales la population. Q1 : [25 %, 75 %] de la population et Q3 : [75 %, 25 %] de la population.
• L'écart interquartiles (EIQ) est égal à la différence entre le troisième et le premier quartile. C'est un indicateur de dispersion.

Champ de l'étude

Le champ des données comptables de la base Fiben couvre les entreprises de plus de 0,75 million d'euros de chiffre d'affaires. En 2005, la base d'études comprend 160 000 bilans, vérifiant certains contrôles de cohérence (durée d'activité de 12 mois, chiffre d'affaires, valeur ajoutée et dettes fournisseurs non nuls). La population de l'étude est ensuite restreinte aux entreprises pour lesquelles le délai client, le délai fournisseur et la productivité du travail sont compris entre [Q1 – 3*EIQ, Q3+ 3 EIQ] de la distribution.

Les grandeurs analysées n'incluent pas les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients. Ces postes sont de faibles montants dans la plupart des secteurs ; cependant, pour les avances clients, ils jouent un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le secteur des biens d'équipement ou du bâtiment.

Les créances et les dettes commerciales des entreprises comprennent comme clients et fournisseurs, non seulement des entreprises, mais également l'État, les collectivités locales, les ménages et les non-résidents.

La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange

Marc ANDRIES
Direction des Systèmes de paiement et des Infrastructures de marché
Service de Surveillance des moyens de paiement scripturaux

Frédéric HERVO
Direction des Systèmes de paiement et des Infrastructures de marché
Service de Surveillance des systèmes de paiement et de titres

Les moyens de paiement et les systèmes d'échange jouent un rôle fondamental dans le bon fonctionnement de l'économie et la confiance des citoyens dans la monnaie. En France, le montant des paiements échangés quotidiennement via *les systèmes interbancaires de montant élevé est, en moyenne, de l'ordre de 500 milliards d'euros, ce qui représente chaque jour 30 % du produit intérieur brut annuel. L'usage des moyens de paiement scripturaux y est, en outre, très développé, avec 228 paiements par habitant en 2005, soit une des moyennes les plus élevées en Europe. Le bon fonctionnement et la sécurité des moyens de paiement et des systèmes d'échange contribuent donc à la stabilité financière et à la prévention du risque systémique.*

La Banque de France, dans le cadre du traité sur l'Union européenne et de la loi française (article L.141-4 du Code monétaire et financier*) est chargée de :*

- *s'assurer de la sécurité des moyens de paiement scripturaux et de la pertinence des normes applicables en la matière ;*
- *veiller au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement ;*
- *veiller à la sécurité des systèmes de compensation, de règlement et de livraison des instruments financiers.*

Cet article reprend les principales observations et conclusions du rapport que la Banque de France vient de publier (disponible sur son site internet – www.banque-france.fr*) , après avoir achevé en 2005 l'évaluation des systèmes d'échange placés dans le champ de sa responsabilité.*

Mots clés : Surveillance, moyen de paiement, instrument de paiement, système d'échange, système de paiement, système de compensation et de règlement d'instruments financiers
Codes JEL : Gn, Rn

1| Champ et objectifs des activités de surveillance

Le champ de compétence de la Banque de France en matière de surveillance couvre l'ensemble des moyens de paiement scripturaux mis à la disposition du public et utilisés en France, ainsi que l'ensemble des systèmes d'échange interbancaires établis sur le territoire national ou qui relèvent du droit français (systèmes de paiement, systèmes de compensation et de règlement d'instruments financiers).

Dans l'exercice de sa fonction de surveillance, la Banque de France vise à promouvoir la confiance des acteurs économiques dans la monnaie, assurer l'efficacité et la stabilité du système financier et contribuer à la bonne exécution de la politique monétaire.

1|1 Champ de la surveillance de la Banque de France

Les moyens de paiement scripturaux

La surveillance exercée par la Banque de France couvre à la fois les moyens de paiement scripturaux et les acteurs qui interviennent dans leur gestion ou leur mise à la disposition du public.

Les moyens de paiement sont définis dans un sens large par le *Code monétaire et financier* comme « tous les instruments qui permettent à toute personne de transférer des fonds, quel que soit le support ou le procédé technique utilisé » (article L. 311-3).

Un moyen de paiement scriptural (chèque, carte, virement, prélèvement...) est, en fait, la combinaison d'un instrument (sur support papier ou informatisé) qui permet de produire un ordre de paiement et d'un dispositif technique et organisationnel qui permet le traitement de cet ordre.

En effet, la remise d'un ordre de paiement ne suffit pas à transférer les fonds tenus en compte — la monnaie scripturale — par un intermédiaire financier. Ce dernier doit effectuer un certain nombre d'opérations préalables constituant la « phase de transaction » : collecte de l'ordre, vérification de sa validité et transmission des informations nécessaires à l'exécution du transfert. Le transfert des fonds proprement dit, qui constitue la « phase de compensation et de règlement », est réalisé au moyen de fonctions d'échange et de règlement entre les établissements de crédit, *via* des systèmes de paiement ou des relations bilatérales (cf. schéma).

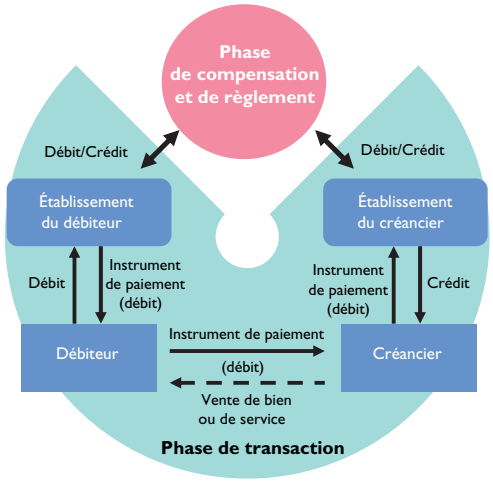
En France, la gestion de moyens de paiement et leur mise à la disposition du public sont des opérations de banque qui ne peuvent être effectuées à titre habituel que par des établissements de crédit. Ceux-ci sont donc les interlocuteurs privilégiés de la Banque de France dans l'exercice de sa mission de surveillance des moyens de paiement. Par extension, celle-ci porte néanmoins également sur les organismes interbancaires en charge de fonctions mutualisées de gestion ou de contrôle de la sécurité (par exemple, le groupement des Cartes bancaires — CB).

Le champ d'intervention de la Banque de France dépasse toutefois le seul secteur bancaire, dès lors que la loi autorise des entités non agréées en qualité d'établissement de crédit à émettre des moyens de paiement (cas du Chèque emploi service universel — CESU).

La Banque peut également s'adresser, au-delà de l'établissement émetteur, à tout prestataire intervenant dans la chaîne de production de l'instrument de paiement ou de traitement de la transaction de paiement.

En 2005, 14,28 milliards de transactions de paiement scripturales ont été réalisées en France par l'ensemble des acteurs non bancaires, pour un montant total de

Schéma Déroulement d'un paiement scriptural



17 280 milliards d'euros, soit 228 transactions par an et par habitant. Le paiement par carte (de type interbancaire ou de type privatif) est le plus utilisé, avec 36,7 % du total des transactions réalisées, suivi par le chèque, qui représente 27,4 % des transactions, le prélèvement (17,6 %), et le virement (16,9 %). En termes de valeur échangée, ces proportions sont clairement différentes. Les virements représentent à eux seuls les trois quarts des transactions en valeur (77,9 %), loin devant les chèques et les prélèvements qui représentent, respectivement, 12,6 % et 5,2 % de la valeur totale des transactions.

Les systèmes d'échange

Un système d'échange est habituellement défini comme étant un système multilatéral, réservé aux seuls intermédiaires financiers et destiné à l'exécution d'ordres de transfert entre participants. Les systèmes d'échange qui répondent à cette définition et qui relèvent du droit français sont donc inclus dans le périmètre de la mission de surveillance dévolue à la Banque de France.

La place de Paris dispose de deux systèmes de montant élevé qui sont TBF (transferts Banque de France), composante du système européen *Target* (*Trans-european automated real-time gross settlement express transfer*) gérée par la Banque de France, et PNS (*Paris net settlement*) géré par la centrale des Règlements interbancaires (CRI).

Concernant les paiements de détail, les échanges de moyens de paiement scripturaux entre les banques sont compensés dans le SIT (Système interbancaire de télécompensation), lequel est opéré par le Groupement pour un système interbancaire de télécompensation (GSIT).

La compensation des instruments financiers est assurée par LCH.Clearnet SA. Le règlement et la livraison des titres sont ensuite effectués par le système de règlement RGV2, géré par Euroclear France. RGV2 comprend deux filières, une filière irrévocable (anciennement RGV) et une filière révocable (anciennement Relit).

Les principales caractéristiques des systèmes d'échange de la place de Paris qui entrent dans le champ de la surveillance de la Banque de France sont rappelées en annexe.

La Banque de France participe également à la surveillance de systèmes (CLS, Euro 1) et d'infrastructures (*Swift*) de dimension transfrontière, dont la surveillance relève de la responsabilité première d'une autre banque centrale, lorsqu'ils présentent une importance particulière pour la place de Paris (notamment en raison de la participation significative de banques françaises). Certains dispositifs ne relèvent pas de la qualification de systèmes, mais présentent certaines caractéristiques comparables, justifiant un suivi particulier. Il s'agit, notamment, des activités de correspondant bancaire.

1|2 Objectifs poursuivis

La Banque de France s'attache à ce que les gestionnaires de moyens de paiement et des systèmes d'échange prennent les mesures nécessaires pour assurer leur sécurité et leur efficacité.

Les éléments de confiance du public qui valent pour la monnaie fiduciaire émise par la banque centrale valent également par extension, et compte tenu de l'importance des montants concernés, pour les moyens de paiement permettant de mobiliser la monnaie tenue en compte par les banques commerciales. La confiance du public dans la sécurité des moyens de paiement contribue ainsi à la stabilité économique et financière. Une crise de confiance majeure des utilisateurs dans un des moyens de paiement mis à leur disposition, par exemple en cas de doute sur sa sécurité, peut avoir des répercussions sur les autres moyens de paiement, soit parce qu'un nombre conséquent de transactions se répercuterait vers ceux-ci, soit parce que ceux-ci subiraient à leur tour la défiance des utilisateurs. Le rôle de la banque centrale en matière de surveillance des moyens de paiement scripturaux mis à la disposition des acteurs économiques est donc en premier lieu de promouvoir des conditions de bon fonctionnement et de sécurité telles que les utilisateurs aient confiance dans leur utilisation.

Compte tenu de l'importance des fonctions assurées par les systèmes d'échange et de l'ampleur des transferts financiers effectués par leur intermédiaire, une organisation ou des règles de fonctionnement inadéquates d'un de ces systèmes pourrait, en cas de défaillance d'un participant par exemple, conduire à une propagation du risque systémique.

L'efficacité et le bon fonctionnement des systèmes d'échange sont également des enjeux pour l'économie dans son ensemble, en particulier pour une allocation optimale de ressources. En effet, les coûts de fonctionnement de ces systèmes se répercutent sur le coût des transactions sur les marchés financiers ou des paiements dans l'économie.

Les systèmes d'échange constituent également un vecteur de transmission de la politique monétaire de l'Eurosystème, car ils permettent une circulation rapide et sûre de la monnaie de banque centrale entre les banques et contribuent ainsi à établir des conditions homogènes de taux d'intérêt à travers l'ensemble de la zone euro.

2| Le cadre opérationnel

Le cadre opérationnel de mise en œuvre de la fonction de surveillance a été, progressivement, harmonisé au sein de la communauté des banques centrales autour de principes généraux d'organisation et d'un mode opératoire, auxquels la Banque de France se réfère.

2|1 Principes généraux d'organisation

La Banque de France s'appuie sur des principes d'organisation élaborés récemment par les banques centrales du G 10. Ces principes [1], au nombre de cinq, guident l'activité des banques centrales en promouvant :

• la transparence de la politique de surveillance ;

• l'utilisation de principes de surveillance internationalement reconnus ;

• l'existence d'une capacité et de pouvoirs effectifs pour la conduite de la surveillance ;

• la cohérence dans la mise en œuvre de la politique de surveillance, qui doit être appliquée dans des conditions comparables à l'ensemble des systèmes de paiement et de règlement, y compris ceux gérés par les banques centrales ;

• la coopération entre banques centrales et avec les autres autorités concernées dans la promotion de la sécurité et de l'efficacité des systèmes de paiement et de règlement.

La Banque de France suit également un certain nombre de principes de coopération internationale pour sa contribution à la surveillance des systèmes à dimension transfrontière ou multidevises (Euroclear, LCH.Clearnet SA, CLS, Swift). Ceux-ci, également au nombre de cinq, s'appuient sur le cadre défini dès 1990 par le rapport Lamfalussy [2], enrichi par l'expérience accumulée par les BCN au cours des quinze dernières années, marquées par la globalisation de l'économie et le développement des interconnexions entre systèmes.

Pour les systèmes de paiement, la surveillance s'exerce dans le cadre dévolu au SEBC par le traité sur l'Union européenne. La Banque de France exerce son action de surveillance dans le respect des principes posés par l'Eurosystème et en coopération avec les autres BCN et la BCE.

En application du principe de subsidiarité, les politiques définies au niveau des BCN s'appliquent dans le cadre des objectifs et des principes fondamentaux définis au niveau de l'Eurosystème, dans les domaines qui ne sont pas spécifiquement couverts par la politique commune de surveillance.

La mise en œuvre des principes directeurs en matière de surveillance est, en règle générale, confiée à la banque centrale nationale du pays dont la loi régit le système de paiement ou de règlement.

Dans le cadre de cette organisation décentralisée, la Banque de France est ainsi chargée de veiller à la mise en œuvre, par les gestionnaires des systèmes TBF, PNS et SIT, des principes directeurs adoptés par l'Eurosystème à l'égard des systèmes de paiement d'importance systémique et des systèmes de masse (ou de détail).

S'agissant des systèmes de titres, l'intérêt de l'Eurosystème pour leur bon fonctionnement s'est essentiellement exprimé en tant qu'utilisateur de ces infrastructures. Outre cette approche d'utilisateur, les

1 *CPSS Report on Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems, BRI, mai 2005*
2 *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten countries, BRI, 1990*

principes de coordination des actions de surveillance des systèmes de compensation et de règlement d'instruments financiers au sein de l'Eurosystème sont en cours d'élaboration.

2|2 Mode opératoire

La surveillance qui est exercée par la Banque de France consiste à évaluer les systèmes d'échange et les moyens de paiement existants ou en projet au regard de principes ou de normes de sécurité auxquels ils doivent se conformer et, le cas échéant, à susciter les changements qui lui paraissent nécessaires. Elle développe en conséquence son action suivant quatre axes :

• la définition de principes de surveillance, portant sur la conception et le fonctionnement des moyens de paiement scripturaux et des systèmes d'échange. Ces principes s'adressent aux gestionnaires de systèmes ou aux établissements de crédit et assimilés et visent à réduire les risques et sources d'inefficacité qui pourraient altérer le bon fonctionnement ou la sécurité de leur activité. Concernant les systèmes d'échange, il s'agit de principes internationalement reconnus, généralement définis dans le cadre du G 10 et, le cas échéant, précisés au niveau de l'Eurosystème : Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique et recommandations CPSS/IOSCO pour les sytèmes de règlement de titres et pour les contreparties centrales. Concernant les moyens de paiement la Banque de France a, depuis fin 2001, élaboré ou participé à l'élaboration de plusieurs corps d'objectifs de sécurité : un *Référentiel de sécurité du chèque* (RSC), un *Profil de protection pour les services bancaires et/ou financiers sur internet*, établi par le comité français d'Organisation et de Normalisation bancaires (CFONB) et, enfin, des objectifs de sécurité pour les systèmes de monnaie électronique, adoptés par l'Eurosystème en 2003. D'autres principes de surveillance des moyens de paiement sont en cours d'élaboration. Ainsi, au sein de l'Eurosystème, la Banque de France participe à l'élaboration d'un cadre de surveillance pour les cartes de paiement.

• la vérification de leur mise en œuvre par le biais d'évaluations. La Banque de France examine les modalités mises en œuvre par les systèmes ou les émetteurs de moyens de paiement pour répondre aux principes précités. Il importe à cet égard de vérifier si les risques pouvant peser sur l'efficacité et la sécurité des activités sont correctement appréhendés et font l'objet de mesures visant à les circonscrire avec l'efficacité requise. Ces évaluations sont adaptées à l'importance des systèmes et acteurs évalués. Concernant les systèmes d'échange, la Banque de France réalise périodiquement une évaluation complète des systèmes (en général tous les trois ans). Pour ce qui est des moyens de paiement, étant donné l'importance de la population d'établissements de crédit ou assimilés offrant des services de paiement (environ 400), la Banque de France s'appuie, en premier lieu, sur une évaluation « sur pièces » et ne réalise d'évaluation « sur place » que par exception.

• la formulation de recommandations. À la suite des évaluations, la Banque de France adresse ses recommandations aux systèmes ou aux émetteurs de moyens de paiement afin que ceux-ci remédient aux dysfonctionnements observés lors de l'évaluation. La Banque de France s'assure des suites données à ses recommandations, notamment par l'élaboration et la mise en œuvre d'un plan d'action. S'agissant des moyens de paiement, au cas où ses recommandations ne seraient pas suivies d'effet, la Banque de France peut, après avoir recueilli les observations de l'intéressé, décider de formuler un avis négatif publié au *Journal officiel*.

• le suivi des conditions effectives de fonctionnement. En parallèle des évaluations, la Banque de France s'assure que le fonctionnement des systèmes placés sous sa surveillance ne s'écarte pas du corps de principes applicable, en suivant plus particulièrement leur fonctionnement au quotidien, ainsi que leur évolution et les changements qui leur sont apportés. Par ailleurs, une action de veille de la sécurité est menée pour les moyens de paiement. Cette activité s'étend également aux évolutions fonctionnelles et réglementaires susceptibles de modifier les conditions de fonctionnement des systèmes et d'émission des moyens de paiement.

3| Résultats des évaluations des systèmes d'échange et des moyens de paiement scripturaux

Au cours des trois dernières années la Banque de France a procédé à l'évaluation de l'ensemble des systèmes d'échange dont elle assure la surveillance. Les principaux résultats de ces évaluations ainsi que, le cas échéant, les actions induites auprès des gestionnaires de systèmes pour améliorer le niveau de conformité des systèmes au regard des normes internationales, sont présentés dans ce chapitre. Ces évaluations font ressortir l'efficacité de ces systèmes et leur degré élevé de conformité aux principes applicables dans ce domaine, mais soulignent la nécessité de renforcer encore la continuité opérationnelle, c'est-à-dire leur capacité à poursuivre leurs opérations en toute circonstance. En outre, les gestionnaires de systèmes de compensation multilatérale qui n'y auraient pas encore procédé ont été invités à les doter d'un dispositif d'autoprotection contre le risque de défaillance de l'un de leurs participants.

Une indication est également donnée pour les moyens de paiement, pour lesquels la Banque commence à disposer de premiers éléments d'évaluation sur pièces. Les informations en la matière restent toutefois générales, compte tenu du fait que, de par la loi, la Banque de France n'est amenée à communiquer publiquement sur les défauts de sécurité d'un moyen de paiement que lorsqu'elle estime que ses recommandations n'ont pas été suivies d'effet.

3|1 Systèmes d'échange

Évaluation de TBF et PNS

L'évaluation de TBF et de PNS par la Banque de France s'est inscrite dans le cadre de l'évaluation de l'ensemble des systèmes de paiement de montant élevé de la zone euro par l'Eurosystème. Reflétant l'état des systèmes en mai 2003, l'ensemble des évaluations a été approuvé par le Conseil des gouverneurs de la BCE en mai 2004.

Il ressort de cette évaluation que TBF observe globalement les principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique. Les *Principes fondamentaux* I (base juridique), III (gestion des risques de crédit et de liquidité), IV (règlement définitif rapide), VI (actifs utilisés pour le règlement), IX (critères de participation) et X (gouvernance du système) sont totalement observés. Le *Principe fondamental* V (protection contre le risque de règlement des systèmes à règlement net multilatéral) ne s'applique pas à TBF, qui n'est pas un système à règlement net. Les *Principes fondamentaux* II (règles et procédures claires), VII (fiabilité, sécurité et continuité opérationnelle) et VIII (efficacité du système) sont globalement observés. Des recommandations ont, en conséquence, été formulées afin que le système assure une pleine conformité à ces principes. La mise à jour de la documentation du système sur certains aspects, a permis d'assurer une pleine conformité au regard du *Principe fondamental* II depuis décembre 2005.

L'évaluation de PNS montre un très bon degré de conformité du système avec les *Principes fondamentaux*. Au moment de l'évaluation, PNS était, en effet, pleinement conforme à neuf des dix principes et, globalement, conforme au principe fondamental restant (II, règles et procédures claires). La recommandation de mettre à jour et de signer avec l'ensemble des participants la convention avec l'agent de règlement a été mise en œuvre par la Banque de France, ce qui permet à PNS d'être désormais pleinement conforme à l'ensemble des *Principes fondamentaux*.

Évaluation du SIT

Le SIT assure aujourd'hui l'échange interbancaire de l'ensemble des moyens de paiement de détail en France. Avec l'achèvement fin juin 2002 de la mise en place de l'échange image chèque (EIC) et de la fermeture des chambres de compensation de chèques, le SIT est devenu l'unique système de paiement de masse français par lequel s'effectue l'échange dématérialisé de l'ensemble des moyens de paiement scripturaux. Il est le premier système de paiement de masse de l'Union européenne.

La Banque de France a procédé, en 2005, à une évaluation du SIT, dans le cadre de l'exercice global d'évaluation des systèmes de paiement de masse conduit par l'Eurosystème. Le SIT étant un système de paiement d'importance systémique, l'examen de conformité a porté sur l'ensemble des *Principes fondamentaux*. Les conclusions des évaluations ont

été approuvées par le Conseil des gouverneurs de la BCE en août 2005 et ont été rendus publiques.

Il ressort de l'évaluation du SIT un bon niveau de conformité du système avec les *Principes fondamentaux*. Le SIT répond pleinement aux exigences de six *Principes fondamentaux*. Il est globalement conforme à deux principes (III — gestion des risques de crédit et de liquidité – et VII — fiabilité, sécurité et continuité opérationnelle) et partiellement conforme à un principe (V — protection contre le risque de règlement des systèmes à règlement net multilatéral). En effet, le SIT, qui est un système de compensation multilatérale, devrait être en mesure d'assurer le règlement des soldes en temps et en heure en cas d'incapacité du participant présentant la position nette débitrice la plus élevée à régler son solde.

Afin d'assurer la conformité du système de détail français avec le *Principe fondamental* V, le GSIT s'est engagé formellement auprès de la Banque de France à mettre en œuvre avant la fin de l'année 2008 un dispositif d'autoprotection dans le cadre du nouveau système qui remplacera le SIT. En outre, sur recommandation de la Banque de France, le GSIT a introduit des critères de solidité financière pour les participants directs sur lesquels reposent l'ensemble des risques inhérents au système, ce qui permet désormais d'assurer une pleine conformité du SIT avec le *Principe fondamental* III.

Évaluation des infrastructures post-marché : LCH.Clearnet SA et Euroclear France

La Banque de France a évalué la chambre de compensation et contrepartie centrale LCH.Clearnet SA en 2005, ainsi que le système de règlement de titres RGV2 géré par Euroclear France en 2003. Ces évaluations, effectuées au regard des recommandations internationales CPSS-IOSCO, ont mis en lumière un bon niveau de conformité aux recommandations internationales.

LCH.Clearnet SA

LCH.Clearnet SA est la chambre de compensation des marchés Euronext d'Europe continentale et de plusieurs plateformes de négociation électronique. Elle offre, à ce titre, des services de contrepartie centrale pour les transactions sur instruments financiers négociés en France, aux Pays-Bas, en Belgique, au Portugal, mais également en Italie en coopération avec la contrepartie centrale italienne Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G). La chambre de compensation LCH.Clearnet SA, qui s'est rapprochée de son homologue britannique la London Clearing House en décembre 2003, fait désormais partie du groupe LCH.Clearnet Group Limited au côté de sa société sœur LCH, devenue LCH.Clearnet Ltd.

Compte tenu du caractère pan-européen de LCH.Clearnet SA, l'exercice d'évaluation a été conduit par la Banque de France en coopération avec les banques centrales et autorités de supervision des pays concernés par les services de LCH.Clearnet SA.

L'évaluation de LCH.Clearnet SA fait ressortir un bon niveau de conformité aux recommandations CPSS-IOSCO pour les contreparties centrales avec treize recommandations pleinement observées. Une recommandation est globalement observée et une partiellement observée.

En tant que contrepartie centrale, LCH.Clearnet SA joue un rôle clé dans le bon déroulement du traitement des opérations *post* marché. Elle intervient dans le processus de règlement-livraison d'instruments financiers en devenant la contrepartie de chaque vendeur et de chaque acheteur, auxquels elle apporte une garantie de bonne fin.

Cependant, en apportant cette garantie, LCH.Clearnet SA est exposée à des risques financiers en cas de défaillance de l'un de ses participants, puisqu'elle pourrait être appelée à prendre à sa charge les obligations financières de l'établissement défaillant.

Les dispositifs de gestion des risques financiers de LCH.Clearnet SA sont apparus robustes et conformes aux recommandations internationales. Seule la recommandation (n° 3) relative aux calculs et gestion des risques de crédit n'a été jugée que globalement observée. La Banque de France a en effet recommandé à LCH.Clearnet SA de mettre en œuvre des appels de marges intra-journaliers pour les marchés de dérivés.

Les dispositifs techniques et informatiques de LCH.Clearnet SA jouent un rôle déterminant pour le bon fonctionnement des systèmes de place et leur robustesse est par conséquent essentielle. Dans la période récente, LCH.Clearnet SA a, significativement, renforcé son organisation en matière de continuité opérationnelle et la résolution

des incidents. Dans le cadre de l'évaluation, la Banque de France a recommandé à LCH.Clearnet SA de poursuivre les mesures engagées pour améliorer la robustesse opérationnelle de ses dispositifs informatiques qui, à la fin de l'année 2005, ne répondaient que partiellement aux recommandations internationales. Les mesures mises en œuvre par LCH.Clearnet SA ont eu un impact très positif sur sa robustesse opérationnelle et devraient se traduire par une amélioration de sa conformité au regard de la recommandation relative au risque opérationnel (recommandation 8).

Le système RGV2 d'Euroclear France

L'évaluation du système de règlement de titres RGV2 exploité par Euroclear France a été effectuée au regard des recommandations et de la méthodologie d'évaluation CPSS-IOSCO pour les systèmes de règlement de titres.

Le système RGV2 assure le règlement des transactions sur instruments financiers issues des marchés réglementés et de gré à gré. Il comprend deux filières : une filière révocable et une filière irrévocable. Toutes deux assurent une livraison contre paiement des instruments financiers, en monnaie de banque centrale.

La filière révocable, qui traite l'ensemble des transactions négociées sur les marchés réglementés d'Euronext Paris, ainsi que certaines opérations de gré à gré, assure un règlement brut de la partie titres, mais un règlement net de la partie espèces.

La filière irrévocable (qui traite essentiellement des opérations de gré à gré) assure un règlement brut et simultané des parties titres et espèces. Elle fonctionne selon un modèle de règlement en monnaie de banque centrale, que l'on qualifie d'intégré, dans la mesure où sur le plan technique, la livraison des titres et le paiement de leur prix s'effectuent sur une même plate-forme. Celle-ci, gérée par Euroclear France, opère les transferts de titres et, sur mandat de la Banque de France, les mouvements sur les comptes ouverts par les participants avec l'agent de règlement. Une caractéristique importante de la filière irrévocable est d'offrir à ses participants des facilités avancées permettant d'optimiser le montant de liquidité intrajournalière. Ces facilités comportent un dispositif de crédit intra-journalier en monnaie de banque centrale particulièrement sophistiqué et efficace.

L'évaluation de RGV2 fait ressortir un bon niveau global de conformité aux recommandations CPSS-IOSCO pour les systèmes de règlement de titres. Douze recommandations sur dix-neuf sont pleinement observées et cinq sont globalement observées. La recommandation relative au contrôle des risques de défaut de règlement était pleinement observée pour la filière irrévocable, mais non observée pour la filière révocable. Enfin, la recommandation relative aux risques associés aux liens transfrontières entre dépositaires centraux, qui est pleinement observée pour les liens utilisés pour la mise en place des opérations de crédit de l'Eurosystème, n'est en revanche pas observée pour les autres types de liens.

La filière révocable de RGV2 doit être en mesure d'assurer le règlement des soldes en temps et en heure, au minimum en cas d'incapacité du participant présentant la position nette débitrice la plus élevée à régler son solde (recommandation CPSS-IOSCO n° 9). Au moment de l'évaluation de RGV2, Euroclear France et ses participants étaient en cours d'élaboration du dispositif nécessaire pour mettre en conformité la filière révocable de RGV2 avec la recommandation CPSS-IOSCO n° 9.

Ce dispositif a été effectivement mis en place depuis février 2005. Il comporte des limites applicables aux positions nettes acheteuses des participants, garanties par un fonds commun permanent de plus de 400 millions d'euros, complété en tant que de besoin par des garanties individuelles (c'est-à-dire affectées strictement à la couverture de la position nette acheteuse du participant constituant). La filière révocable de RGV2 est donc conforme depuis février 2005 à la recommandation CPSS-IOSCO n°9, en cohérence avec les préconisations de la Banque de France.

3|2 Moyens de paiement scripturaux

Vue d'ensemble de la maîtrise des risques concernant la sécurité des moyens de paiement

La Banque de France est destinataire des annexes au rapport sur la maîtrise des risques en matière de sécurité des moyens de paiement.

Des collectes effectuées au titre de l'année 2004 et au titre de l'année 2005, la Banque de France a déduit les

observations suivantes et formulé un certain nombre de recommandations à la profession bancaire.

Normes internes de sécurité

Une majorité d'établissements déclare disposer de normes internes en matière de sécurité des moyens de paiement.

Toutefois, cette situation révèle plusieurs insuffisances :

• ainsi, les déclarations d'un certain nombre de grands établissements montrent l'existence de normes internes faiblement étayées, celles-ci se limitant souvent à des points de contrôle des opérations gérées par leur réseau d'agences ;

• pour les établissements appartenant à un groupe, il est souvent fait référence à des normes produites par l'entité mère sans qu'il soit possible de vérifier que l'établissement complète celles-ci par l'analyse des risques auxquels sont soumis ses propres activités ;

• enfin, il est observé de la part d'un grand nombre d'établissements d'origine étrangère une certaine incompréhension de la nature des informations demandées, ceux-ci faisant souvent une confusion avec les règles de lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

Plusieurs établissements renvoient, par ailleurs, aux mesures adoptées par leurs sous-traitants, ce qui tend à montrer qu'ils s'en remettent pour beaucoup à ces derniers et maîtrisent mal leur sécurité.

On note également une disparité selon les différents moyens de paiement : les procédures et normes internes applicables aux opérations sur les cartes de paiement sont davantage développées que celles portant sur les autres moyens de paiement.

La Banque de France considère, en conséquence, que l'ensemble des établissements émetteurs ou gestionnaires de moyens de paiement devrait se doter de politiques internes de sécurité, conduites sur la base de l'analyse de leurs risques.

Contrôle de la mise en œuvre des normes internes et externes de sécurité

Une majorité d'établissements déclare vérifier dans le cadre de leur contrôle interne le respect des normes internes sur la sécurité des moyens de paiement et des normes de des banques centrales. Le manque de précision d'un nombre important de déclarations empêche toutefois de mesurer la portée, la qualité et la récurrence des contrôles effectués. On constate même parfois une confusion avec les démarches d'audit qualité, ce qui peut trahir l'absence d'un véritable dispositif de contrôle interne pour la sécurité des moyens de paiement. Peu d'établissements indiquent procéder à un contrôle des opérations effectuées par leurs prestataires.

Dans un petit nombre de cas seulement, les établissements mentionnent qu'ils produisent des recommandations à l'issue de leurs contrôles et assurent le suivi de celles-ci.

La Banque de France rappelle l'importance de dispositifs de contrôle interne effectifs, prenant en compte tant les opérations effectuées par l'établissement lui-même que celles confiées à ses prestataires.

Indicateurs de suivi de la fraude

Un nombre important d'établissements ne déclare pas d'indicateurs de fraude. Pour ceux qui en déclarent, il s'agit le plus souvent d'un simple suivi du préjudice subi. Les informations déclarées sont généralement peu détaillées et révèlent une grande hétérogénéité, à l'exception des données relatives aux cartes bancaires « CB », pour lesquelles il existe une typologie commune aux 150 établissements membres du Groupement. Cette situation est donc clairement insatisfaisante, puisqu'elle peut trahir une méconnaissance du phénomène ainsi qu'une absence de suivi par la direction de l'établissement.

La Banque de France considère qu'il est important de disposer d'une vision précise et exhaustive de la fraude sur les moyens de paiement scripturaux. Elle promeut l'élaboration d'une définition et d'une typologie harmonisées de la fraude sur la base desquelles elle procèdera à la collecte des déclarations des établissements de crédit.

La sécurité du chèque

La réponse au questionnaire de sécurité du chèque pour l'année 2005 a concerné quelques 370 établissements.

L'évaluation globale déclarée par les établissements apparaît satisfaisante, avec une cotation à 3,06/4.

On constate toutefois des disparités significatives selon les différents domaines couverts par les objectifs de sécurité. Le niveau de satisfaction des objectifs de sécurité apparaît en moyenne supérieur à cette note globale pour ce qui concerne :

• le niveau d'information communiqué aux clients, afin, notamment, qu'ils connaissent leurs droits et obligations et puissent suivre les mouvements inscrits à leur compte ;

• la formalisation juridique des relations entre établissements participants au système d'échange d'images-chèques et les établissements qu'ils représentent ;

• le respect des règles et des politiques communes de sécurité définies par la communauté bancaire.

En revanche, le niveau de satisfaction des objectifs de sécurité apparaît globalement moins bon que la note globale pour l'ensemble des établissements sur :

• les mesures mises en place pour assurer le bon fonctionnement et la continuité de service, en raison par exemple d'une organisation interne insuffisante en matière de sécurité des traitements du chèque, voire la faiblesse des dispositifs de secours ;

• les mesures destinées à protéger les données de traitement contre leur détournement par des fraudeurs ;

• le suivi des processus de traitement du chèque par le contrôle interne des établissements.

Sécurité des paiements en ligne

La Banque de France a recommandé fin 2004 à la profession bancaire de généraliser la mise en œuvre de méthodes d'authentification forte, mutuelle et non rejouable, pour mieux protéger et contrôler l'identité de l'ensemble des parties impliquées à une transaction de paiement en ligne ou à des services de banque en ligne.

Dans le cadre de sa mission de surveillance, la Banque entend vérifier l'application de cette recommandation. À ce titre, elle considère que le niveau de sécurité des dispositifs d'authentification actuellement utilisés par les établissements de crédit reste, en dépit des améliorations qui ont pu y être apportées récemment, encore insuffisant, notamment pour faire face aux nouveaux types d'attaques tels que le *phishing* [3].

En conséquence, la Banque de France estime que la profession bancaire française devrait désormais, comme c'est déjà le cas dans un certain nombre d'autres pays européens, généraliser la mise en œuvre de méthodes d'authentification forte. Outre l'amélioration attendue de la sécurité des transactions, une telle évolution permettra aux établissements d'enrichir leur offre de services en ligne.

Autres recommandations

Sur la base d'analyses de risques, la Banque de France a formulé à la communauté bancaire française ses attentes concernant certains moyens de paiement, de façon à promouvoir des conditions de sécurité optimales face à de nouveaux types de fraude. Concernant les cartes de paiement à puce, elle a invité au déploiement de techniques d'authentification dynamique, de façon à améliorer les possibilités de réaction face à des fraudes par contrefaçon. Concernant les prélèvements, elle a rappelé à la communauté bancaire l'importance à la fois des mesures de vérification des habilitations des créanciers émetteurs et de contrôle des opérations de débit.

Évaluations sur place de la sécurité des moyens de paiement

Dans le cadre de ses missions sur place, la Banque de France a effectué des vérifications auprès de plusieurs établissements émetteurs de carte, d'un établissement mettant à disposition et gérant des chèques, de plusieurs établissements gestionnaires de solutions de paiement en ligne ou encore auprès d'un sous-traitant agissant pour le compte d'établissements émetteurs ou gestionnaires de moyens de paiement.

Elle a produit chaque fois des recommandations à l'entité évaluée afin de renforcer la sécurité des moyens de paiement. Ces recommandations ont, principalement, porté sur le renforcement de l'organisation interne destinée à assurer le bon fonctionnement et la sécurité des dispositifs mis en œuvre pour le traitement des moyens de paiement, ainsi que sur l'amélioration des protections des données de transaction les plus sensibles.

3 *Le « phishing » est une attaque informatique consistant à voler des éléments d'identification (mots de passe, numéros de carte...), généralement par l'envoi massif de messages non sollicités et/ou l'installation de programmes malveillants tels que des logiciels espions.*

La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange est un processus dynamique qui influence l'évolution des moyens et systèmes d'échange dans le but de promouvoir leur efficacité et leur sécurité, mais qui doit aussi s'adapter aux évolutions dont ceux-ci font l'objet.

Des changements très structurants sont aujourd'hui à l'œuvre, en relation avec l'intégration financière de l'Union européenne. Ces changements concernent la création de moyens de paiement et de systèmes d'échange paneuropéens, la construction d'un vaste marché intérieur des services de paiement, le rôle croissant des fournisseurs de services critiques et l'intégration des infrastructures, qu'il s'agisse des systèmes de paiement ou des infrastructures post-marché.

La concentration et l'extension du champ géographique des infrastructures a des conséquences importantes pour les activités de surveillance des banques centrales. Elle les conduit à prendre en compte les risques spécifiques associés à ce mouvement de consolidation : concentration du risque opérationnel, croissance des interdépendances et développement de liens entre les systèmes. Les différentes banques centrales et les autres autorités compétentes sont amenées, dans ce contexte, à renforcer la coordination de leurs activités de surveillance.

Annexe

Principales caractéristiques des systèmes d'échange de la place de Paris surveillés par la Banque de France

(transactions journalières en milliers d'opérations ; valeurs journalières en milliards d'euros)

Systèmes	Transactions journalières	Valeur journalière	Principales caractéristiques
TBF	17	474	Système de paiement de montant élevé géré par la Banque de France, composante française de *Target*
PNS	27	61	Système de paiement de montant élevé géré par la CRI
SIT	46 180	19	Système de paiement de détail géré par le GSIT
LCH.CLEARNET SA	215	5	Chambre de compensation d'instruments financiers (notamment pour les marchés Euronext)
RGV2	120	283	Système de règlement-livraison de titres géré par Euroclear France

La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties

Dominique KANTOR, Yann MARIN
Direction des Opérations de marché
Service de Mise en oeuvre de la politique monétaire

Depuis le 1er janvier 2007, la Liste unique *des garanties est applicable aux opérations de crédit de l'Eurosystème : au lieu des deux niveaux mis en place au début de l'Union économique et monétaire, qui prenaient en compte les spécificités des structures nationales, une seule liste d'actifs éligibles, commune à l'ensemble des banques centrales de la zone euro, est désormais en vigueur. Cette réforme comporte d'importantes conséquences sur le fonctionnement du dispositif de garanties de l'Eurosystème. En particulier, plusieurs méthodes d'évaluation de la qualité des créances privées remises en garantie sont désormais acceptées.*

Après une remise en perspective du processus ayant conduit à la liste unique, l'article présente le nouveau système d'évaluation de la qualité des actifs, les réformes introduites dans les établissements de crédit et à la Banque de France ainsi que les mesures de contrôle du dispositif.

Mots clés : Eurosystème, *Liste unique*, garanties, collatéral, refinancement, qualité de signature, créances privées, actifs négociables
Code JEL : E58

Les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) imposent que les opérations de politique monétaire d'apport de liquidité et les crédits intra-journaliers donnent lieu à la constitution de garanties « appropriées ».

À cet effet, un dispositif de garanties à deux niveaux a été mis en place au début de l'Union économique et monétaire. Les actifs de niveau 1 (*Tier 1*) devaient satisfaire à des critères d'éligibilité communs à l'ensemble de la zone euro, tandis que les actifs de niveau 2 (*Tier 2*) pouvaient remplir des critères nationaux d'éligibilité.

Ce système a permis aux banques de disposer des actifs nécessaires pour participer au refinancement de l'Eurosystème, tout en tenant compte des spécificités propres aux structures financières des différents États-membres. Toutefois, la différenciation en deux niveaux donnait un avantage comparatif aux banques implantées dans les pays dont les banques centrales acceptaient certaines catégories d'actifs, comme les créances dites « privées » (*bank loans* ou *credit claims*).

En juin 2003, une consultation publique de l'ensemble des établissements de la zone euro a confirmé le souhait des banques de disposer d'une large palette d'actifs éligibles aux opérations de l'Eurosystème.

Dans un souci d'égalité de traitement entre les établissements de la zone euro, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a approuvé, en juin 2004, le principe de l'introduction progressive d'une liste unique d'actifs éligibles en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, en remplacement des deux niveaux actuels. Les caractéristiques de cette liste devaient être harmonisées dans toute la zone afin de « renforcer l'égalité des conditions de concurrence » et de « promouvoir davantage le traitement équitable des contreparties ».

La première étape de cette réforme, achevée mi 2005, a consisté, en particulier :

• à admettre dans la liste des actifs éligibles de niveau 1 les titres de créances émis en euros dans les pays du G 10 n'appartenant pas à l'espace économique européen (Japon, États-Unis, Canada, Suisse), dès lors qu'ils répondaient aux critères généraux d'éligibilité et

• à retirer les actions de la liste des actifs éligibles de niveau 2 dans les pays qui les acceptaient.

La deuxième étape, applicable au 1er janvier 2007, concerne :

• la fusion des deux anciens niveaux 1 et 2 en une liste unique d'actifs éligibles en garantie des opérations de politique monétaire et des opérations de crédit intra-journalier des banques centrales nationales (BCN) de toute la zone euro et

• l'inclusion dans cette liste des créances privées : aux créances négociables sur un marché (titres d'État, obligations) s'ajoutent des créances non négociables sur un marché, représentatives de crédits consentis par les banques commerciales de la zone euro.

Cette seconde phase, communément appelée *Liste unique*, a la conséquence la plus importante pour le fonctionnement du dispositif de garantie de l'Eurosystème : la nécessité d'un élargissement du nombre de sources d'évaluation du risque de crédit présenté par les actifs remis en garantie, pour que ces créances puissent être mobilisées dans les pays où les BCN n'ont pas développé de système de notation des entreprises comparable à la cotation Banque de France.

On examinera successivement les caractéristiques du système d'évaluation de la qualité du crédit, les modalités d'application par les banques et à la Banque de France et les modalités de contrôle du système.

1| Le dispositif d'évaluation de la qualité du crédit : l'élargissement à plusieurs sources

Quatre types de sources pourront être utilisées, au choix de chaque établissement, pour évaluer la qualité des actifs, afin de déterminer s'ils sont mobilisables (c'est-à-dire s'ils peuvent être apportés en garantie des opérations de l'Eurosystème) : les deux premières, déjà utilisées avant la réforme, sont les agences internationales de notation et les systèmes de cotation des banques centrales, comme la cotation Banque de France ; les deux autres, ajoutées afin d'offrir aux banques un éventail plus large de possibilités de notation, sont les modèles internes de notation des banques (dits *Internal Rating Based* – IRB) et les outils d'évaluation gérés par des sociétés spécialisées

(*rating tools*). Les modèles IRB ont été retenus, compte tenu des aménagements rendus obligatoires dans le cadre du nouvel accord de Bâle (Bâle II) et de la directive relative aux exigences de fonds propres.

1|1 La qualité de signature

L'Eurosystème a défini et rendu public le niveau de risque maximum considéré comme acceptable : il correspond à la notation de long terme *simple A* des trois agences internationales de notation (*A-* pour Fitch et Standard and Poor's et *A3* pour Moody's). Pour assurer la cohérence des systèmes d'évaluation du crédit, l'Eurosystème a conduit une analyse sur la base des données historiques fournies par les agences de notation et a constaté que la notation de long terme *simple A* correspondait à une probabilité de défaut maximum de 0,10 %. En d'autres termes, de 1981 à 2005, parmi les débiteurs notés *simple A*, moins de 0,10 % ont connu un événement de crédit assimilé à un défaut, en moyenne annuelle [1].

Dès lors, les notes de court terme fournies par les agences de notation ont été analysées pour déterminer les notes équivalentes, correspondant à une probabilité de défaut des débiteurs inférieure ou égale à 0,10 %. Respectent ainsi le seuil de qualité de signature tous les débiteurs bénéficiant de la notation de court terme *F1 +* ou *F1* pour Fitch, *P-1* pour Moody's et *A-1 +* ou *A-1* pour Standard and Poor's.

La BCE publie un tableau de correspondance entre ces différentes notations sur son site internet. Ce tableau est mis à jour annuellement.

1|2 Quatre sources d'évaluation

À partir du niveau minimum de qualité correspondant à la notation *simple A*, l'Eurosystème a défini les quatre sources suivantes, sans établir de hiérarchie entre elles :

• les organismes externes d'évaluation du crédit – OEEC (*external credit assessment institutions* – ECAI) comprennent les trois agences internationales de notation mentionnées ci-dessus et, potentiellement, tout organisme agréé par le superviseur national dont les évaluations du risque de crédit peuvent être utilisées pour déterminer les exigences en fonds propres, conformément aux directives 2006/48/CE et 2006/49/CE. Les notations de ces trois ECAI sont publiques, payantes et servent de références pour les marchés financiers. La couverture des débiteurs par les ECAI s'étend à environ 400 grandes entreprises en Europe ;

• les systèmes internes de notation développés par les BCN (*in-house credit assessment system* — ICAS) : cinq d'entre eux sont éligibles dès le 1er janvier 2007 : ceux de la Banque de France et des banques centrales d'Allemagne, d'Autriche et d'Espagne, auxquels s'ajoute le système spécifique de la banque centrale d'Irlande pour l'évaluation des titres de créances non négociables adossés à des créances hypothécaires sur des particuliers (*retail mortgage-backed debt instrument* — RMBD) [2]. Les systèmes de notation des BCN couvrent, essentiellement, les entreprises privées non financières domestiques ;

• les approches internes d'évaluation des risques (*internal rating based* — IRB), systèmes développés par les établissements de crédit pour la détermination des exigences en fonds propres dans le cadre de l'accord de Bâle II et validés par l'un des superviseurs bancaires de l'Union européenne. Pour les succursales, le modèle IRB devra être validé par le superviseur du pays de la maison mère. Les évaluations des débiteurs par les systèmes IRB sont par nature spécifiques à chaque établissement de crédit : un même débiteur peut être considéré comme éligible par un établissement de crédit et non par un autre ;

• les « *rating tools* » (RT), outils de notation mis au point le plus souvent par des agences de notation, sont gérés par des opérateurs tiers agréés qui évalueront les débiteurs sur la base de comptes audités. Les évaluations des débiteurs par les RT sont réservées aux établissements ayant rémunéré cette prestation. Comme dans le cas des IRB, le statut éligible ou non d'un débiteur n'est valable que pour l'établissement de crédit qui en présente une créance : il ne s'agit pas d'une caractéristique propre du débiteur mais du couple débiteur-établissement de crédit.

La réforme de la *Liste unique* a fait l'objet d'une large concertation de place en France, tant au cours de son élaboration dans les groupes de travail de l'Eurosystème que lors de sa traduction opérationnelle.

1 *Pour les besoins de son analyse, l'Eurosystème a adopté une définition du défaut conforme à celle de la directive relative aux exigences de fonds propres qui indique, notamment, le critère d'un retard de paiement supérieur à 90 jours.*

2 *À ce jour, seuls les titres de ce type émis en Irlande appartiennent à la* Liste unique.

Quelle que soit la méthode utilisée pour sélectionner les actifs, ceux-ci doivent respecter le seuil de qualité minimum défini par l'Eurosystème, qu'il s'agisse d'actifs négociables sur un marché ou d'actifs non négociables.

Le cadre harmonisé d'évaluation du crédit ainsi défini est appelé "*european credit assessment framework*" (ECAF) par la BCE.

Pour garantir la pérennité des principes de qualité et de cohérence, l'Eurosystème a mis en place deux types de mesures. En premier lieu, les sources d'évaluation sont, elles-mêmes, soumises à des critères d'éligibilité définis par l'Eurosystème : seules celles qui respectent ces critères peuvent être utilisées par les établissements de crédit pour l'évaluation de la qualité du crédit. En deuxième lieu, la performance des systèmes d'évaluation sera vérifiée annuellement selon les modalités décrites dans la partie 4|2.

2| Les modalités de mise en œuvre dans les banques

2|1 Le choix des sources d'évaluation

Les quatre sources proposées par l'Eurosystème pour l'évaluation de la qualité de crédit sont considérées comme équivalentes. Les établissements de crédit peuvent librement faire leur choix parmi ces sources, notamment en fonction du type de débiteurs à évaluer. Leur choix doit cependant respecter les principes suivants :

• si les établissements de crédit choisissent comme source ICAS, IRB (modèles internes des banques commerciales) ou RT (outils de notation), ils doivent également spécifier quel système ils souhaitent utiliser au sein de chacune de ces sources (par exemple, la cotation Banque de France si l'établissement de crédit utilise la source ICAS). Le choix d'une appréciation fournie par une agence OEEC permet, en revanche, d'utiliser des notations provenant indifféremment d'une agence de notation ou d'une autre. En présence d'un conflit de notation entre les différentes agences évaluant un même débiteur, la meilleure note est retenue ;

• changer constamment de source ou de système d'évaluation pour bénéficier d'une notation plus avantageuse sur tel ou tel débiteur n'est pas autorisé. En conséquence la source sélectionnée sera valable pour une durée minimale d'un an, reconductible tacitement. Sauf dérogation exceptionnelle (par exemple, en cas d'homologation en cours d'année d'un système IRB), aucun changement de source ou de système n'est possible en cours d'année. En toute circonstance, une demande motivée de changement de source doit être communiquée pour examen par la Banque de France ;

• en cas de besoin, un établissement de crédit a la possibilité de sélectionner plusieurs sources ou systèmes d'évaluation. Il choisit alors une source « principale », couvrant la plus large proportion des débiteurs à évaluer, et un ou plusieurs systèmes dits « complémentaires ». Ce choix de sources ou systèmes multiples doit prendre la forme d'une demande motivée à la Banque de France qui évalue la pertinence de la demande. Si la demande est acceptée, l'établissement de crédit doit préciser quelle source ou quel système s'applique à quel type de débiteurs et il ne peut en changer conformément au deuxième principe énoncé ci-dessus.

La validation des IRB s'effectuera au cours de l'année 2007. Concernant les outils de notation, la procédure d'agrément, mise en œuvre dès qu'un établissement en fait la demande, prévoit un délai d'instruction maximum de quatre mois. En présentant cette demande, l'établissement s'engage à choisir l'outil concerné s'il est accepté par l'Eurosystème.

La liste des sources et systèmes d'évaluation acceptés par l'Eurosystème (à l'exception des IRB) est publiée sur le site internet de la BCE.

2|2 Les conséquences opérationnelles du choix d'un IRB ou d'un outil de notation

Le choix d'un système d'évaluation IRB comporte pour les établissements de crédit concernés l'engagement de communiquer les données statistiques et réglementaires suivantes à la Banque de France :

• dès l'utilisation d'un système IRB : le nombre de débiteurs éligibles (*static pool*) ;

• après chaque période de douze mois, le taux de défaut réalisé sur ce *static pool* et une mise à jour du nombre de débiteurs éligibles ;

• au moins une fois par an :
– une copie de la plus récente évaluation de son IRB par le superviseur bancaire ;
– la liste des modifications demandées ou recommandées par le superviseur, avec l'éventuelle date limite de mise en œuvre et
– une mise à jour des informations dont la méthode dite « Bâle II » de mesure de la solvabilité des établissements de crédit et la directive relative aux exigences de fonds propres imposent la publication.

De même, dans le cas du choix d'un outil de notation, l'établissement s'engage à communiquer annuellement le nombre de défauts observés sur les débiteurs donnés comme éligibles par l'outil.

Les informations demandées ci-dessus sont utilisées pour procéder aux contrôles de performance des systèmes dévaluation, tels que décrits dans la partie qui leur est consacrée (cf. 4|2).

2|3 La détermination de l'éligibilité : distinction entre actifs négociables et actifs non négociables

Une distinction est opérée dans le dispositif de la *Liste unique* entre deux types d'actifs, les actifs négociables et les actifs non négociables.

La qualité de la signature des deux types d'actifs est appréciée selon les mêmes critères, mais non selon les mêmes modalités, compte tenu de leurs différences de nature juridique et pour des raisons d'efficacité opérationnelle.

Pour les actifs négociables, l'éligibilité est établie sur base de la notation de l'émission ou, à défaut, de l'émetteur (ou si aucune de ces deux notes n'est disponible, sur celle d'un éventuel garant) attribuée par une agence de notation internationale. Si plusieurs notes contradictoires en provenance de différentes agences existent, la meilleure prévaut. En l'absence de toute notation, le système ECAF à quatre sources s'applique et un actif non noté par une agence OEEC peut ainsi être considéré comme éligible, en raison de l'évaluation donnée par un IRB, un outil de notation ou le système interne d'une banque centrale. Les émetteurs ou garants appartenant à la catégorie des organismes publics de la zone euro se voient appliquer une méthode spécifique d'évaluation de la qualité de signature détaillée ci-après.

Dans la catégorie des actifs non négociables, le système ECAF à quatre sources s'applique directement pour les créances privées. L'éligibilité est donc fonction de l'évaluation fournie par le (ou les) système(s) sélectionné(s) sur le débiteur ou l'éventuel garant. En l'absence de notation par ce (ou ces) système(s), une créance privée sur un débiteur ou un garant public verra son éligibilité établie sur la base de la notation d'une agence internationale ou, en son absence, par la même méthode spécifique mentionnée plus haut pour le cas des actifs négociables.

Toujours dans la catégorie des actifs non négociables, la qualité des titres de créance non négociables adossés à des créances hypothécaires sur des particuliers (*retail mortgage-backed debt instrument* — RMBD) sera évaluée par un dispositif spécifique mis en place par la Central Bank and Financial Service Authority of Ireland.

2|4 Le cas spécifique des entreprises ou des administrations du secteur public

En l'absence de notation d'une entreprise ou d'une administration du secteur public, une méthode particulière d'évaluation de la qualité de signature peut être utilisée.

Pour les besoins de cette méthode particulière, les entités du secteur public sont réparties en trois catégories :

• catégorie 1 : les entreprises publiques, les administrations régionales ou les collectivités locales, qui peuvent être traités comme l'État pour la détermination des exigences en fonds propres (engagements pondérés à 0 %), sont réputées avoir la même notation que celle attribuée à l'administration centrale par les agences internationales ;

• catégorie 2 : les entreprises publiques, les administrations régionales ou les collectivités locales qui peuvent être traitées comme les établissements

de crédit pour la détermination des exigences en fonds propres (engagements pondérés à 20 % ou 50 %) sont réputées avoir une notation inférieure d'un cran à celle attribuée à l'administration centrale par les agences internationales ;

• catégorie 3 : les autres entités publiques, comme les établissements publics à caractère industriel ou commercial (EPIC), sont traitées comme des débiteurs privés (engagements pondérés à 100 %).

Ainsi, dans le cas où ils ne disposent pas d'une évaluation propre par une agence internationale, les débiteurs publics des catégories 1 et 2 bénéficient d'une évaluation implicite liée à la notation attribuée à l'État par les agences de notation. Dès lors que cette évaluation implicite respecte l'exigence de qualité de crédit définie par l'Eurosystème, les actifs émis ou garantis par ces débiteurs publics sont éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème.

A contrario, les débiteurs publics de la catégorie 3 sont soumis au régime général de l'ECAF.

2|5 La mobilisation transfrontière des actifs non négociables

Tous les actifs mobilisables doivent pouvoir faire l'objet d'une utilisation transfrontière, y compris les actifs non négociables. Néanmoins, des procédures particulières ont été mises en œuvre pour ces derniers car le cadre juridique des transferts de créances privées n'est pas harmonisé dans l'Eurosystème. Le risque de conflit de lois, en cas de faillite notamment, a donc nécessité une adaptation des structures existantes. Deux solutions sont proposées.

La première consiste à ajouter, pour réduire les risques juridiques, une contrainte supplémentaire à la mobilisation des titres *via* le CCBM (*correspondant central banking model* — modèle de banque centrale correspondante) : la limitation à deux du nombre de législations nationales impliquées dans la mobilisation. Les établissements de crédit doivent ainsi déposer les créances privées concernées auprès d'une banque centrale correspondante qui attribuera à la créance un numéro d'identification normalisé, utilisable dans la banque centrale du pays d'origine.

En ce qui concerne la seconde solution, l'Eurosystème a ouvert la possibilité de mobiliser des créances privées étrangères *via* la loi domestique. Ainsi, il serait possible de mobiliser en loi Dailly auprès de la Banque de France des créances détenues par exemple sur des débiteurs allemands. Cette solution est cependant limitée dans son champ d'application et ne sera pas proposée, notamment pour les créances privées d'un pays dont la loi exige des formalités particulières pour que la créance soit valablement cédée.

3| Les modalités de mise en oeuvre à la Banque de France

En France, les conséquences opérationnelles de l'introduction de la *Liste unique* sont plus limitées que dans les pays pour lesquels aucune structure n'existait pour mobiliser les créances privées. Néanmoins le système TriCP, qui sert à la mobilisation des créances privées, a intégré les réformes, en concertation avec la place. Des tests ont été effectués à partir du mois d'octobre 2006 pour vérifier le bon fonctionnement des processus informatiques et former les personnes concernées aux nouveautés introduites dans les applications. Ces travaux importants ont dû être réalisés dans des délais très brefs et ont nécessité une active collaboration des acteurs impliqués.

À compter du 3 janvier 2007 (date de la première phase de remise des créances privées dans le nouveau système), la Banque de France accepte en garantie de ses refinancements non plus seulement des créances sur des entreprises cotées 3 par la Banque de France, mais aussi des créances dont les débiteurs ont été évalués par d'autres sources. De même, à compter du 31 janvier 2007 pour les actifs négociables, un émetteur de titres (ou l'émission elle-même), ne sera plus éligible uniquement en fonction de sa notation par une agence internationale, mais pourra l'être grâce à la notation obtenue auprès d'une autre source d'évaluation de la qualité de crédit.

Deux autres modifications ont été mises en place :

• la durée résiduelle des créances privées était jusqu'à présent limitée à deux ans maximum. Cette limite est supprimée, les créances devant seulement désormais avoir une maturité minimum de 24 heures ;

• alors que les débiteurs devaient être des entreprises non financières, les entités du secteur public peuvent maintenant également être éligibles.

Par ailleurs, les parts de fonds commun de créances (FCC) auparavant éligibles ne font plus partie de la liste unique. À titre transitoire, ils peuvent néanmoins être utilisés en garantie des opérations de la Banque de France jusqu'au 31 décembre 2008. À compter de cette date, seuls les titres de créance émis par les FCC pourront être éligibles s'ils respectent les critères usuels.

Les textes réglementaires et contractuels ont été actualisés : la décision du Conseil de la Politique monétaire 2006-02 du 19 décembre 2006 complétée et précisée par un avis aux établissements de crédit, les conventions de politique monétaire et les cahiers des charges régissant les procédures d'acceptation des actifs.

4| Les contrôles

4|1 La vérification de l'existence des créances privées

Les banques s'engagent, par la signature des conventions de mobilisation avec la Banque de France, à mobiliser des créances qui existent et sont identifiables. Cette « auto-certification » peut donner lieu à des contrôles. De plus, la Banque de France vérifie, par des inspections sur place et un questionnaire déclaratif renseigné par toutes les banques mobilisant des créances privées, les procédures mises en place dans les établissements pour lui fournir les informations sur les créances privées. Ces contrôles correspondent aux exigences de l'Eurosystème, dans le contexte particulier d'acceptation des créances privées dans la liste unique : pour l'Eurosystème, ces actifs non négociables sur un marché, qui ne figurent sur aucun registre public, doivent faire l'objet d'une vigilance particulière.

Des contrôles plus approfondis de l'éligibilité des créances remises en garantie seront effectués à partir de 2007 dans les établissements.

4|2 Les contrôles de performance de l'évaluation de la qualité du crédit

La procédure de suivi des performances a pour but de garantir que les résultats des évaluations du crédit sont comparables entre les différents systèmes choisis par les établissements de crédit pour évaluer leurs débiteurs.

Les contrôles consistent à comparer, pour chaque source ou système, les probabilités de défaut *ex ante* (maximum 0,10 %) de la population des débiteurs potentiellement éligibles (*static pool*) en début d'année, au taux de défaut effectif *ex post* de cette même population un an après. Les taux de défaut des débiteurs éligibles, constatés et transmis par chaque source, seront communiqués annuellement à la Banque de France et à la BCE selon la source ou le système considéré.

La probabilité de défaut peut être calculée soit individuellement pour chaque débiteur, soit sous forme d'une moyenne de la classe de risque à laquelle le débiteur appartient, à condition que les classes de risque définies soient suffisamment granulaires.

Le contrôle de performance repose sur l'analyse annuelle et pluriannuelle de l'écart entre le taux de défaut réalisé des débiteurs éligibles et le seuil de qualité du crédit de l'Eurosystème. Les systèmes d'évaluation qui ne respecteraient pas ce seuil de qualité pourraient se voir appliquer des sanctions, sous la forme de mesures correctives (par exemple, durcissement provisoire de l'évaluation requise pour l'éligibilité). À cette fin, ont été définis un seuil de surveillance et un seuil de déclenchement, dont le niveau est fonction de la taille du *static pool*. Si un système dépasse une année le seuil de déclenchement ou deux années sur cinq le seuil de surveillance, alors des mesures correctives peuvent être imposées par le Conseil des gouverneurs de la BCE.

En cas d'infractions répétées aux exigences de l'Eurosystème sur l'évaluation de la qualité de signature des débiteurs, les sanctions peuvent aller jusqu'à la suspension, voire l'exclusion, du système d'évaluation considéré.

5| Les seuils de mobilisation

Le dispositif d'évaluation élaboré par l'Eurosystème permet la sélection des créances éligibles de façon harmonisée dans l'ensemble de la zone euro. Pour les BCN dans lesquelles la mobilisation des créances privées n'existait pas avant la *Liste unique*, se posent des difficultés opérationnelles, liées à la création d'un système de mobilisation des créances. Dans ces pays, un seuil minimum élevé était souhaité pour l'éligibilité des créances privées. À l'inverse, aucun montant minimum n'est exigé pour la mobilisation des actifs auprès de la Banque de France. Un compromis a donc été trouvé : à partir du 1er janvier 2012, le seuil minimum sera de 500 000 euros par créance dans l'ensemble de la zone euro. Jusqu'à cette date, les BCN fixeront librement le montant minimum des créances mobilisables. Au 1er janvier 2007, la Banque de France n'a pas fixé de seuil minimum, conformément à la politique établie depuis la création de la zone euro. Certaines autres BCN ont choisi d'imposer un seuil minimum de 1 ou 2 millions d'euros pendant la période transitoire.

En acceptant les créances privées en garantie, dans des conditions harmonisées, et en donnant la faculté aux banques de tenir compte de leur propre évaluation de la qualité de leurs actifs, à l'aide de systèmes validés par leur superviseur bancaire, l'Eurosystème met en oeuvre un dispositif favorable au développement du financement de l'économie de la zone euro et adapté aux normes internationales et européennes qui régissent désormais l'activité bancaire.

Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ?

Jean-Charles BRICONGNE
Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Jean-Guillaume POULAIN
Direction de la Balance des paiements
Service des Mouvements de capitaux extérieurs

Cet article procède à un examen critique des statistiques qui peuvent témoigner des principales manifestations de la globalisation financière. Il est, en effet, primordial de disposer d'une bonne représentation du phénomène tant à des fins d'analyse macroéconomique que pour prévenir d'éventuelles atteintes à la stabilité financière. Pour autant, bien en appréhender les implications à l'aide de statistiques de financement, d'investissement et de transactions reste une tâche délicate.

Connaître les opérations, aussi diverses que complexes, dans lesquelles s'engagent les principaux acteurs de la globalisation (notamment les sociétés multinationales et les intermédiaires financiers) est en effet malaisé, du fait de leur nature transfrontières et des innovations financières incessantes dont elles font l'objet. Ce repérage est pourtant indispensable pour évaluer à leur juste mesure les déséquilibres macroéconomiques et financiers et les risques qui s'y rapportent, avant de juger des éventuelles actions à mener pour préserver la stabilité du système financier. Résoudre les problèmes de mesure statistique liés à la mondialisation suppose non seulement de s'accorder sur la nature et la localisation des intermédiaires et des contreparties à observer, mais aussi de disposer d'informations fiables et pertinentes sur la valorisation des transactions et des positions. Ces préalables sont, en particulier, nécessaires à la constitution de séries temporelles cohérentes permettant de mettre les évolutions en perspective et de déceler aussi bien les tendances de longue période que d'éventuels changements de régime.

Cet article s'emploie également à explorer de possibles voies d'amélioration du dispositif statistique, mettant en particulier l'accent sur le degré d'implication souhaitable des différentes parties prenantes, qu'elles appartiennent à la sphère publique ou au secteur privé, sur les limites à ne pas dépasser en matière de charge de déclaration et sur l'équilibre à maintenir en matière de diffusion de l'information statistique et de partage des coûts de production des données.

Mots clés : Mondialisation, statistiques financières, sociétés multinationales, écrans statistiques, *hedge funds*, marchés de gré à gré, contreparties, réglementation, centres *offshore*, obligations déclaratives (*reporting requirements*), balance des paiements, comptes nationaux financiers
Code JEL : F36

NB : Article développant certaines idées exprimées à l'occasion de la troisième conférence de la Banque centrale européenne sur le thème Des statistiques financières pour une économie globalisée *(M.-O. Strauss-Kahn, 4-5 mai 2006 – Francfort)*

1| Les statistiques relatives à la globalisation financière et leurs limites

Compte tenu du caractère protéiforme et complexe du phénomène, toute définition de la mondialisation ne peut être qu'imparfaite. Celle-ci peut toutefois être décrite, en première analyse, comme la tendance au renforcement de l'interdépendance et de l'intégration des différentes zones économiques, des marchés et des institutions, quelle que soit leur implantation géographique. Au cours des dernières décennies, cette tendance a d'abord reflété la stratégie d'expansion des firmes multinationales qui ont multiplié les implantations ou les acquisitions de filiales à l'étranger plutôt que de se borner à développer leurs exportations. Mais les marchés de capitaux ont été le théâtre de manifestations encore plus spectaculaires de ce phénomène. Les statistiques financières, qui s'attachent à décrire notamment les mouvements internationaux de capitaux et les positions transfrontières ainsi que les flux de revenus s'y rapportant, ont vocation à prendre la mesure des principales évolutions en la matière, mais la tâche est devenue fort délicate.

1|1 « Écrans » et difficultés statistiques

Deux types de problèmes entachent les statistiques relatives à la globalisation financière :

• le détail des opérations transfrontières, pour beaucoup conclues par des multinationales, est complexe à saisir à partir d'un point d'observation national ;

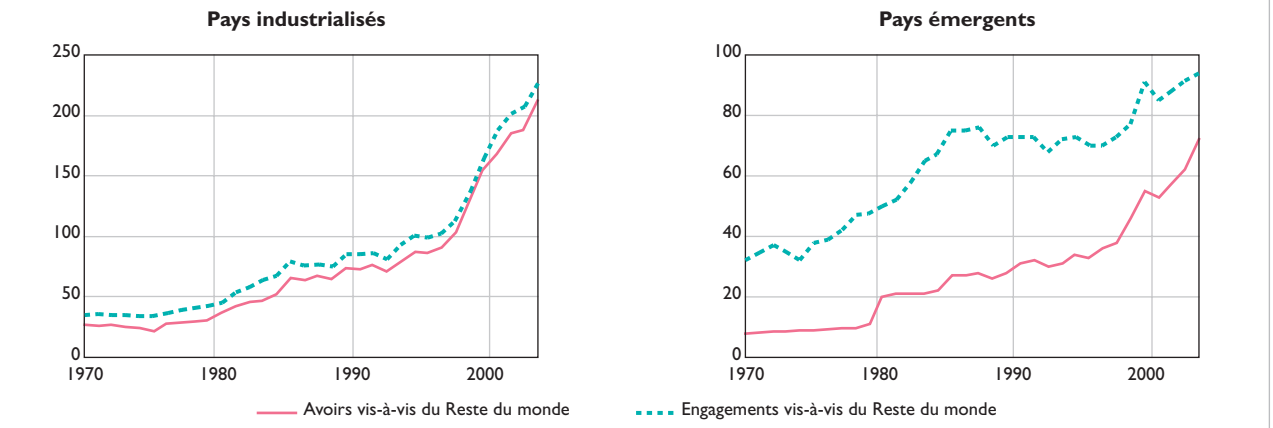
• de nouveaux intervenants et de nouveaux produits apparaissent, rendant difficile la continuité du suivi des acteurs et des opérations.

Opérations transfrontières : le rôle clé des sociétés multinationales

Avec la réduction des barrières nationales aux entrées et sorties de capitaux, la globalisation est synonyme de diversification des placements et des financements pour tous et d'occasions d'expansion mondiale pour les grandes entreprises et les banques. Les flux financiers transfrontières – et les encours d'opérations correspondants – ont très fortement augmenté au cours des dernières décennies (cf. graphique 1), qu'il s'agisse d'investissements

Graphique 1 Actifs et passifs transfrontières

(en moyenne, en % du PIB mondial)



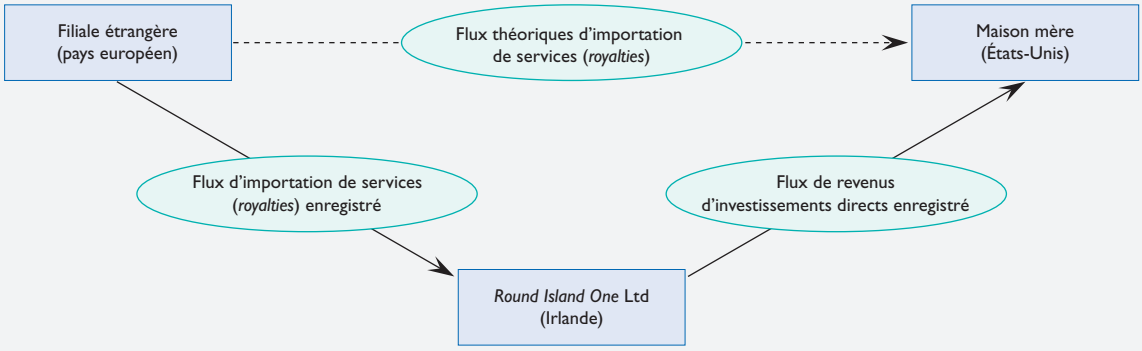
Sources : FMI, Statistiques financières internationales et statistiques de la balance des paiements ; Lane et Milesi-Ferretti (2005) et calculs du FMI

ENCADRÉ 1

L'exemple de Round Island

Round Island est une entreprise irlandaise dont l'activité consiste à collecter les revenus liés à l'utilisation des licences des logiciels Microsoft en Europe. De tels revenus devraient, théoriquement, être enregistrés comme des flux d'importation de services (dans le poste « Royalties et licences ») des pays européens concernés vers les États-Unis. En pratique, toutefois, ces flux sont composés de la succession :

- *d'un flux d'importation de services d'un pays européen vers l'Irlande,*
- *d'un flux de revenus d'investissements directs entre l'Irlande et les États-Unis, même lorsqu'il n'y a aucun flux réel de dividendes versés à la maison mère.*



directs, d'investissements de portefeuille ou d'autres investissements (essentiellement constitués des prêts et dépôts transfrontières des institutions financières monétaires).

Les statistiques d'investissements directs constituent l'un des indicateurs les plus utiles pour suivre le développement des liens économiques et financiers entre les différents pays et zones économiques. Néanmoins, la complexification des transactions a accru les problèmes méthodologiques qui viennent perturber l'élaboration aussi bien que l'interprétation de ces statistiques. On citera, en particulier, la difficulté d'identifier l'investisseur ultime au sein des groupes multinationaux [1] ou encore d'enregistrer de manière adéquate les transactions effectuées par les véhicules spécialisés (*special purpose entities* – SPE). Les SPE représentent un bon exemple de ce que l'on pourrait appeler, en termes statistiques, des « écrans ». La globalisation a favorisé la prolifération de ces véhicules intermédiaires créés pour répondre à des besoins divers (cf. encadré 1) : organisation et management, financement, optimisation et évasion fiscales...

Les incitations fiscales sont un des critères de choix de la destination des investissements directs : des décisions nationales créent ainsi des distorsions à l'origine de réallocations de flux. Au sein de la zone euro, certains pays hébergent ainsi un grand nombre de filiales européennes de groupes non résidents à partir desquels l'activité européenne est coordonnée ; l'activité de ces filiales va, en général, de pair avec l'existence de flux d'investissements directs entre ces pays et les autres pays de la zone euro [2]. Dans ces conditions, si les statistiques relatives aux flux financiers internationaux (balance des paiements, statistiques bancaires internationales de la BRI...) fournissent une image aussi fidèle que possible d'une certaine réalité, elles n'en facilitent pas pour autant l'interprétation.

Enfin, les statistiques d'investissements directs ne font pas la distinction entre investissements "*green field*" (investissements réalisés dans le but de construire

1 *Le prochain programme statistique de l'Union européenne prévoit d'étudier la question d'un registre européen des groupes multinationaux (*Eurogroups*).*

2 *Lorsque l'on s'intéresse aux investissements de portefeuille de la zone euro, on constate aussi que certains petits pays européens, également pour des raisons fiscales, jouent le rôle d'intermédiaires pour les achats de titres étrangers : en effet, ces pays concentrent un grand nombre d'entités qui investissent dans des titres émis hors de la zone euro et sont financées, notamment, par des investissements de portefeuille français, allemands et italiens.*

ENCADRÉ 2

Le rôle croissant des non-résidents dans l'intermédiation

L'analyse des financements apportés aux agents non financiers résidents par les intermédiaires financiers résidents que sont les établissements de crédit, les OPCVM et les sociétés d'assurance, que ce soit sous forme de crédits (intermédiation au sens strict) ou sous forme de crédits et de titres (intermédiation au sens large) montre que leur part subit une érosion régulière en France depuis 1978 [1]. Ce phénomène s'explique surtout par la part croissante que prennent les non-résidents dans les financements apportés aux agents non financiers résidents. Ces investisseurs détiennent ainsi environ 50 % des obligations assimilables du Trésor à la fin 2005 et 46,4 % de la capitalisation du CAC 40 [2]. Il ne faut toutefois pas en conclure à une désintermédiation à sens unique au profit exclusif des non-résidents, dans la mesure où les financements apportés au Reste du monde par les intermédiaires financiers résidents représentent, au cours des dernières années, des flux équivalents à ceux des financements apportés par le Reste du monde. Il faut plutôt voir dans ce développement de flux croisés la manifestation d'un mouvement général de diversification géographique des portefeuilles d'actifs financiers.

1 Cf. Boutillier et Bricongne (2006)
2 Cf. Poulain (2006)

des capacités de production *ex nihilo*) et "*brown field*" (acquisition d'installations existantes). L'impact de ces investissements directs sur les économies nationales fait l'objet de divers efforts de mesure, encore au stade initial. Les *Foreign Affiliates Statistics* (FATS), en relevant des indicateurs tels que le nombre d'emplois créés et la valeur ajoutée, constituent, de ce point de vue, un outil utile, tout en permettant d'évaluer l'importance du processus de délocalisation des facteurs de production (Drumetz, 2005).

Nouvelles opérations et nouveaux intervenants

Dans un contexte de concurrence croissante entre marchés réglementés et marchés de gré à gré (*over the counter* – OTC), il est devenu difficile de collecter de façon systématique et régulière des données sur des instruments aux caractéristiques fluctuantes et traités pour des motivations diverses (*trading*, couverture, arbitrage). L'innovation financière (produits dérivés, produits structurés…) permet de répartir les risques entre de nombreux agents économiques et rend les marchés plus « complets » : le suivi des flux et des encours n'en devient que plus nécessaire pour évaluer la concentration des risques et détecter les vulnérabilités qui en découlent.

En outre, l'innovation financière est allée de pair avec l'émergence de nouveaux acteurs sur les marchés, dont l'activité s'est développée tant au plan national qu'au niveau international. À titre d'exemple, le recul apparent de l'intermédiation par les institutions financières résidentes s'explique par le rôle croissant des non-résidents dans le financement des résidents, ainsi que par l'internationalisation de l'activité et des portefeuilles des institutions financières résidentes (cf. encadré 2). Il serait donc judicieux de ventiler le secteur non résident en différents sous-secteurs pour évaluer, notamment, le rôle d'acteurs spécifiques tels que les fonds de pension et les fonds spéculatifs (*hedge funds*) dont les stratégies d'investissement et la vitesse d'ajustement des portefeuilles peuvent être très différentes de celles des banques ou des compagnies d'assurance.

Enfin, en l'absence de risque de change au sein d'une union monétaire telle que la zone euro, les titres émis par les différents États se diffusent de plus en plus au dehors du pays émetteur. En conséquence, les balances des paiements nationales enregistrent une activité transfrontière croissante liée aussi bien aux acquisitions de titres étrangers par les résidents que de titres nationaux par les non-résidents. Cependant, les arbitrages de portefeuille peuvent conduire à une rapide inversion de ces flux au cours d'une même année, de sorte que la position extérieure nette des résidents en matière d'investissements de portefeuille peut, en définitive, rester inchangée d'un exercice à l'autre.

1|2 Des statistiques pour comprendre

La constitution de statistiques de qualité est un élément indispensable de l'effort de compréhension des évolutions observées, d'évaluation des risques encourus et de définition des actions de politique économique et financière appropriées.

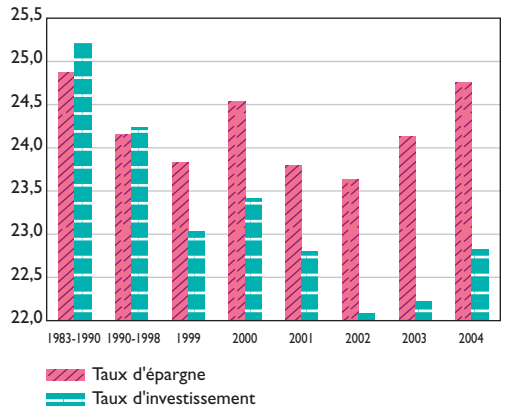
Bien comprendre les évolutions globales

Le cas des déséquilibres globaux entre les États-Unis et le Reste du monde fournit sur ce plan un bon exemple. Il soulève, en effet, la question de savoir si les fortes capacités de financement excédentaires du Reste du monde proviennent d'un phénomène d'excès d'épargne (*savings glut*) ou de faiblesse de l'investissement (*investment strike*) dans les pays autres que les États-Unis. À cet égard, il est important de bien cerner les origines de tels déséquilibres et de mesurer leur ampleur avant de juger de l'opportunité de prendre des mesures de politique économique et, le cas échéant, d'en décider la nature.

Jusqu'à une époque récente, les données étaient présentées en termes de parité des pouvoirs d'achat (PPA) et mettaient en évidence un excès d'épargne dans le monde (hors États-Unis). Toutefois, il convient de garder à l'esprit que la PPA tend à gonfler la mesure des agrégats macroéconomiques et financiers des pays émergents où le coût de la vie est peu élevé par rapport à leur niveau en monnaie courante. Elle a ainsi tendance à grossir la part des pays émergents dans le PIB mondial, mais aussi à exagérer le poids de l'excès d'épargne de certains d'entre eux. Dès lors qu'on se préoccupe du montant global des capitaux disponibles susceptibles de s'investir n'importe où dans le monde, il vaut donc mieux s'intéresser aux données en dollars courants. Ce faisant, la perspective devient quelque peu différente (cf. graphique 2).

Graphique 2 Taux d'épargne et d'investissement mondial comptabilisés en dollars courants
Hors États-Unis

(en % du PIB mondial)



Sources : World Economic Outlook, *FMI*
Calculs : Banque de France

La faiblesse de l'investissement semble alors davantage déterminante que l'excès d'épargne au Japon, dans la zone euro et dans l'Asie émergente hors Chine, à l'inverse de la situation observée pour les pays producteurs de pétrole et la Chine (cf. graphique 3) (Moëc et Frey, 2006). Cet exemple illustre la nécessité d'utiliser les statistiques avec précaution et discernement pour bien appréhender les évolutions liées à la globalisation.

Mieux évaluer les risques

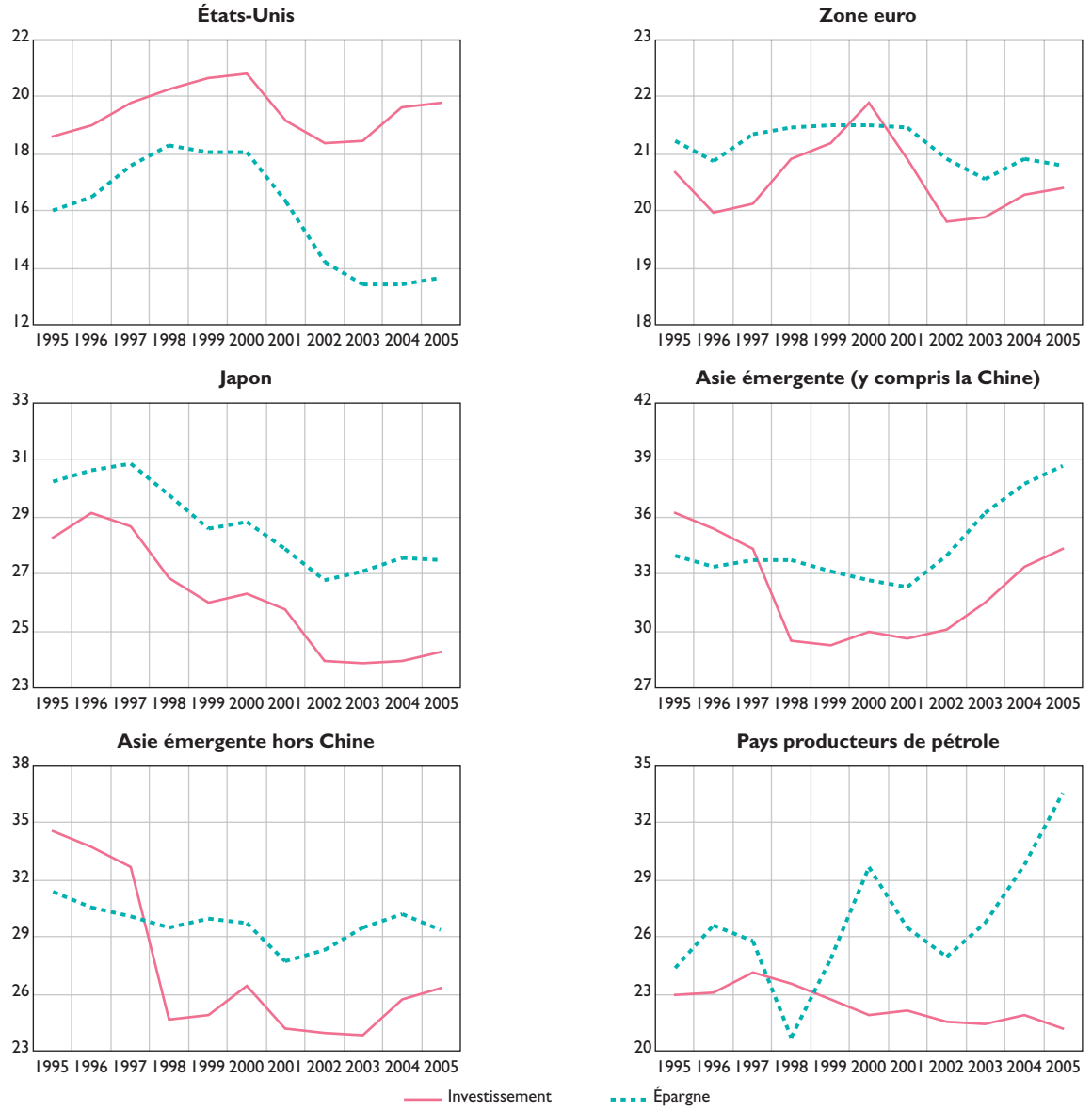
Le développement des mouvements internationaux de capitaux n'est pas seulement le fait des entreprises multinationales. Il découle également, dans une large mesure, de l'activité des institutions financières. D'où l'intérêt, par exemple, que présentent les statistiques de dépôts bancaires transfrontières établies par la Banque des règlements internationaux (BRI) selon le critère de résidence (*locational banking statistics*). Ces statistiques peuvent se révéler éminemment utiles, dans la mesure où les opérations interbancaires transfrontières sont susceptibles d'alimenter des bulles spéculatives et des flambées de prix d'actifs, de jouer un rôle dans la transmission internationale des turbulences financières et donc de représenter une source d'instabilité financière. Cela étant, de nombreux autres segments de marché requièrent également de réaliser d'amples progrès en termes de couverture statistique. Tel est le cas, notamment, du marché des instruments de transferts de risque de crédit (*credit default swaps* échangés de gré à gré et produits structurés tels que les *collateralised debt obligations* (CDO), *cash* ou synthétiques). Dans le cas des CDO, l'importance des encours émis et l'élargissement de l'éventail des souscripteurs justifient aujourd'hui d'améliorer leur suivi statistique, ne serait-ce qu'en raison des risques que ces produits complexes et à fort effet de levier peuvent faire peser sur la stabilité financière (Cousseran et Rahmouni, 2005).

S'accorder sur le degré d'intervention

L'existence de risques élevés peut appeler des actions préventives de la part des autorités compétentes telles que les banques centrales, les organes de supervision ou les régulateurs de marché. Identifier le problème est une étape indispensable, bien qu'insuffisante, du processus de réflexion sur la façon de le traiter. Certains considèrent qu'il suffit de s'en remettre aux forces du

Graphique 3 Taux d'épargne et d'investissement

(en % du PIB de la zone considérée)



Sources : World Economic Outlook, *FMI*
Calculs : Banque de France

marché. Malheureusement, l'expérience montre que la discipline de marché ne suffit pas. Différents cas exemplaires de défauts de dettes souveraines et de banqueroutes d'entreprises privées au cours de la dernière décennie en témoignent. Dans chacun de ces cas, le manque de transparence et des défaillances avérées en matière de communication financière ont largement contribué aux problèmes rencontrés.

En outre, les autorités ne peuvent se borner à procéder à l'étiologie des crises passées. Elles se doivent de prévenir les crises futures dont il n'est jamais certain que les ressorts et les conséquences seront semblables aux précédentes. À cet effet, elles doivent pouvoir compter sur des statistiques suffisamment complètes et pertinentes pour tirer les leçons des événements passés, mais elles doivent, également, adopter une

approche dynamique d'anticipation et soutenir les efforts de mesure des phénomènes émergents.

2| Les priorités

Avant de réfléchir aux moyens de régler les difficultés dont souffrent les statistiques financières, il convient de cerner les aspects sur lesquels l'effort doit porter de façon prioritaire.

2|1 L'identification des acteurs

L'identification des acteurs doit permettre de répondre à deux types de questions : quelles sont les contreparties ultimes dans les transactions financières ? Compte tenu du rôle important des intermédiaires, où sont concentrés les risques au sein du système financier international ?

Quelles sont les contreparties ultimes ?

Indispensables pour tout exercice de consolidation des chiffres par secteur, les données détaillées sur les contreparties (données dites de « qui-à-qui ») établies à partir de données comptables ou de données « titre par titre » ou « prêt par prêt » fournissent des informations précieuses sur les relations entre investisseurs-prêteurs et émetteurs-emprunteurs. Cette approche s'est, par exemple, imposée pour la confection des comptes financiers de la zone euro.

Cependant, il est souvent difficile d'identifier l'investisseur ou l'emprunteur ultime. Par exemple, il est impossible de connaître précisément la part des titres américains détenus par des investisseurs étrangers ou résidents, publics ou privés. L'enquête mensuelle *Treasury International Capital* (TIC) ne fournit pas d'information sur les détenteurs ultimes situés hors des États-Unis, puisque les déclarants sont les négociateurs-courtiers installés outre-Atlantique. Ainsi, les achats de bons du Trésor américain par une banque centrale asiatique effectués *via* une banque privée sise à Londres seront comptabilisés comme une acquisition britannique dans ces statistiques. Par ailleurs, les statistiques d'achats de titres de créance étrangers par les résidents américains ne couvrent pas tous les types de transactions, notamment celles liées aux acquisitions de compagnies américaines par des non-résidents financées par échange de titres, d'où, au demeurant, des écarts importants entre les TIC et la balance des paiements des États-Unis [3].

En outre, le fait que certains pays n'utilisent pas pour leurs collectes les concepts harmonisés définis au plan international contribue à perpétuer les lacunes en matière de couverture statistique pour ce qui a trait à la détention de titres s'agissant, notamment, d'instruments détenus auprès de conservateurs étrangers. Heureusement, le Fonds monétaire international (FMI), grâce à l'enquête CPIS [4], contribue à améliorer la qualité des statistiques relatives aux stocks de titres transfrontières en permettant de connaître la nationalité des porteurs ultimes des titres (actions, titres de créance…) détenus dans le cadre d'investissements de portefeuille [5]. Néanmoins, les données du CPIS souffrent de ce que certains pays émergents, dont la Chine et des pays exportateurs de pétrole, ne déclarent pas leurs avoirs au FMI. Cette question, déjà rendue criante par les excédents extérieurs chinois, est, à l'heure actuelle, encore plus aiguë du fait de la hausse du prix du pétrole depuis 2003 et de l'accroissement des excédents courants des pays exportateurs nets de pétrole (environ 0,6 % du PIB mondial, soit deux fois plus qu'au début des années quatre-vingt).

En ce qui concerne les emprunteurs, il est également essentiel de cerner les risques de défaut sur une base agrégée, par secteur (émissions souveraines, émissions du secteur financier, du secteur privé non bancaire…) ou par pays. Dans le cas des entités privées, il est utile de rappeler que les règles comptables ou de communication financière doivent répondre, non seulement aux besoins des acteurs de marché, mais aussi à ceux de la statistique publique. Plusieurs cas de faillites de grands groupes ces dernières années ont montré que cet enjeu concerne tous les pays, même ceux qui se prévalent d'une grande transparence des opérations privées, indépendamment des normes et principes comptables en vigueur.

3 *Depuis le 16 novembre 2006, la couverture des TIC a néanmoins été étendue afin de réduire l'écart avec les données de balance des paiements. À compter de cette date, une nouvelle rubrique, intitulée « Total net TIC flows », intègre également les données de flux relatives aux remboursements de titres hypothécaires (asset-backed securities), aux échanges d'actions liés aux fusions-acquisitions transfrontières, aux titres de créance à moins d'un an ainsi qu'aux variations nettes des dépôts et crédits en dollars des banques américaines vis-à-vis des non-résidents.*

4 Coordinated Portfolio Investment Survey *: enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille*

5 *Les avoirs au titre des investissements de portefeuille sont ventilés par pays d'émission. Le FMI agrège les données déclarées par les différents pays afin de reconstruire les engagements de chaque pays, ventilés géographiquement : il est ainsi possible pour chaque pays déclarant de connaître la nationalité des détenteurs ultimes des titres qu'il a émis.*

Où les risques sont-ils localisés?

L'identification des grands risques, y compris lorsqu'ils portent sur des signatures réputées trop importantes pour faire faillite (« *too big to fail* »), est un élément clé du suivi des vulnérabilités du système financier international. Par exemple, les *Government Sponsored Enterprises* (GSE) comme Freddie Mac et Fannie Mae ont un bilan d'une taille massive et des positions très importantes en tant qu'émetteurs ou intervenants sur le marché des *mortgage backed-securities* (MBS) et en tant qu'utilisateurs de produits dérivés de taux d'intérêt. Pourtant, la transparence des comptes de ces « institutions systémiques » est loin d'être parfaite, notamment en raison des difficultés d'interprétation soulevées par les modalités d'application des normes comptables américaines en ce qui concerne leur activité de portefeuille et de couverture du risque de taux.

Un autre exemple concerne la concentration des expositions au risque sur le marché des dérivés de crédit qui est animé par un nombre restreint de grandes banques d'investissement, tout en intéressant un large éventail de contreparties aux statuts les plus divers et plus ou moins régulées. La complexité de ces instruments nécessite de veiller non seulement à la qualité des méthodes de valorisation et des outils de surveillance des positions chez chaque intervenant, mais également à leur bonne mesure au plan statistique et au suivi des risques correspondants au sein du système financier.

Le cas des fonds spéculatifs est encore plus frappant : en règle générale, leurs obligations déclaratives sont plutôt limitées alors que l'expérience montre qu'ils peuvent prendre des positions spéculatives longues ou courtes pour des montants extrêmement importants et ce sur de multiples segments de marché. Dès lors, un nombre croissant d'opérations à fort effet de levier, sur les marchés de produits dérivés et de produits structurés, ainsi que sur les marchés d'instruments sous-jacents, échappent pratiquement à tout recensement [6].

Enfin, les centres *offshore* (comme les îles Caïman ou, plus près de l'Europe continentale, les îles de Jersey et Guernesey) hébergent bon nombre d'activités financières (émission de dette, dépôts bancaires, titrisation, gestion d'actifs, accueil de filiales de grandes banques). Ils méritent à ce titre qu'une attention particulière soit accordée à la localisation effective des engagements ultimes et des expositions aux risques.

2|2 L'évaluation des montants en jeu

L'enjeu est non seulement de pouvoir retracer les différents types d'opérations financières de manière aussi précise que possible, mais aussi de pondérer et d'agréger les données s'y rapportant au niveau national ou international et de suivre leur évolution dans le temps. Cela implique de disposer de séries temporelles à la fois suffisamment détaillées, homogènes sur longue période et cohérentes à différents niveaux d'agrégation.

Problèmes de valorisation

Les problèmes de valorisation sont de natures diverses. L'une des principales difficultés concerne l'évaluation des investissements directs en valeur de marché, en particulier lorsqu'il s'agit de participations dans des entreprises non cotées (de nombreux pays ne diffusent ces statistiques qu'en valeur comptable ou au coût historique). Si les normes *International Financing Reporting Standards* (IFRS) représentent une avancée à cet égard, elles peuvent cependant induire un surcroît de volatilité du capital et des résultats. En outre, en privilégiant la référence à la juste valeur (*fair value*), elles peuvent conduire à une comptabilisation inappropriée des actifs non cotés ou des actifs financiers échangés sur des marchés insuffisamment profonds ou peu liquides.

L'écart entre valeur de marché et valeur comptable pouvant être considérable, cet aspect méthodologique doit être dûment pris en compte dans toute analyse des statistiques de flux ou de stocks d'investissements directs. Certains pays présentent ainsi une position nette débitrice lorsque les investissements directs sont valorisés au coût historique, alors qu'ils affichent une position nette créditrice lorsque les investissements directs sont mesurés en valeur de marché [7].

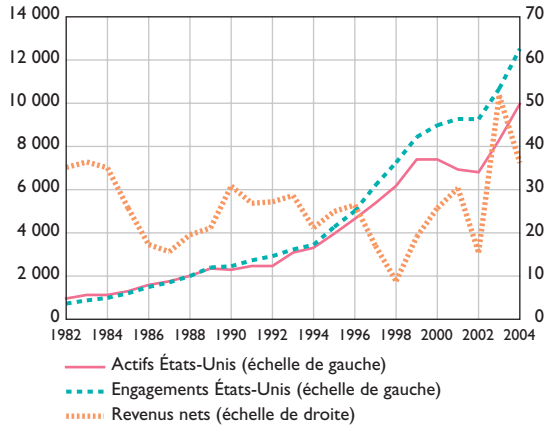
Un autre exemple d'actualité est celui du paradoxe de la balance des revenus des États-Unis : bien qu'étant le plus gros débiteur mondial, ce pays continue

6 *Sur cette problématique comme sur celle de la transparence du marché des dérivés de crédit, cf. notamment les développements figurant dans la chronique du n° 9 de la* Revue de la stabilité financière *de la Banque de France (décembre 2006), «* Les mécanismes de transfert contribuent à une certaine opacité dans la distribution des risques *»*

7 *Certains changements méthodologiques peuvent même être source d'incohérence ; par exemple, dans le cas d'un investissement direct dans un SPE non coté détenant une entreprise cotée, cette dernière sera enregistrée en valeur de marché, tandis que le SPE restera en valeur comptable.*

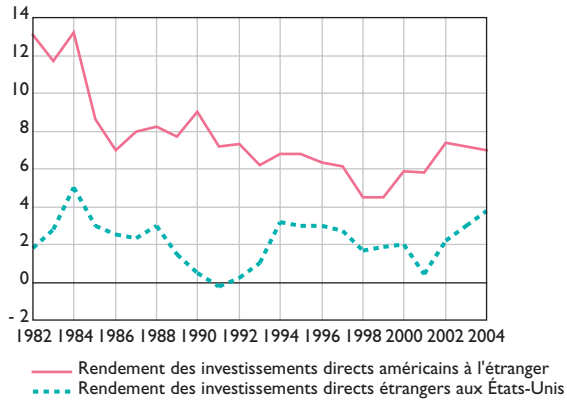
Graphique 4 Avoirs, engagements et revenus d'investissement nets des États-Unis

(données annuelles, en milliards de dollars)



Graphique 6 Taux de rendement des investissements directs

(données annuelles, en %)



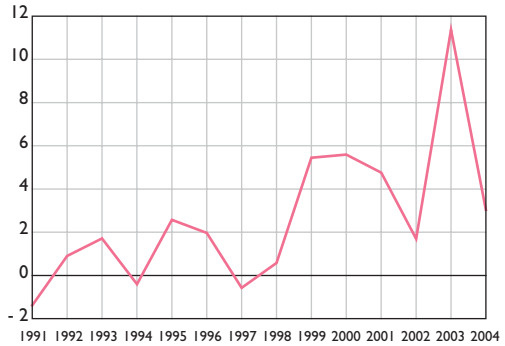
Sources : Congressional Budget Office *(2005)*

néanmoins à enregistrer des excédents nets au titre des revenus d'investissement (cf. graphique 4).

Face à ce paradoxe, certains économistes ont, récemment, mis en avant l'hypothèse selon laquelle les statistiques américaines de revenus d'investissement seraient plus fiables et précises que les statistiques de stocks d'avoirs et d'engagements financiers. Dès lors, en supposant que les revenus d'investissement nets sont générés selon un taux de rentabilité constant, ils en ont conclu que l'économie américaine détiendrait plus de patrimoine à l'étranger que ne l'indique sa position extérieure, qui devrait donc être créditrice. Cette richesse « invisible », appelée *dark matter* par analogie avec le terme désignant la masse manquante de l'univers en astrophysique (Hausmann et Sturzenegger, 2005), est supposée être constituée essentiellement d'actifs incorporels (tels que la connaissance, la valeur des marques…).

Graphique 5 Exportations des États-Unis de *dark matter*

(données annuelles, en % du PIB)



Sources : Données de balance des paiements du FMI
Calculs : Banque de France

Cette théorie semble toutefois sujette à caution pour au moins deux raisons (Moëc et Frey, 2006) :

• le solde des revenus est, en partie, expliqué par les différences dans les structures d'actifs : les résidents américains détiennent principalement des actions émises à l'étranger, notamment au titre d'investissements directs, tandis que les non-résidents détiennent majoritairement des titres de créance « sans risque » assortis d'un taux de rendement inférieur ;

• si la *dark matter* existait, la valeur de ce patrimoine délocalisé devrait être relativement stable puisqu'elle est censée résulter des caractéristiques structurelles de l'économie américaine, tel que le savoir-faire managérial ; or, les exportations de *dark matter* [8] se révèlent très volatiles, comme l'illustre le graphique 5.

Pour séduisante qu'elle puisse paraître, la théorie de la *dark matter* fait, au demeurant, apparaître une autre énigme : si la productivité est plus élevée aux États-unis qu'ailleurs, on peut s'interroger sur le fait que le taux de rendement des investissements directs y soit si faible (cf. graphique 6). Les investisseurs étrangers seraient-ils moins avisés que les investisseurs

8 *Les exportations de* dark matter *sont calculées comme la différence entre, d'une part, la variation de la position extérieure nette et, d'autre part, les flux financiers nets sur l'année n (c'est-à-dire les flux d'avoirs moins les flux d'engagements enregistrés dans le compte financier de la balance des paiements des États-Unis).*

américains ou bien n'y a-t-il pas, tout simplement, un problème de mesure justifiant des investigations plus approfondies ?

Un manque de séries temporelles cohérentes

Les séries temporelles longues, qui devraient idéalement être cohérentes à chaque niveau d'agrégation et établies à partir de concepts harmonisés, sont encore rares. Par exemple, elles manquent dans beaucoup de pays développés pour retracer les opérations et positions sur bien des produits financiers (sans même évoquer le difficile suivi des dérivés de crédit OTC, des produits structurés *cash* ou synthétiques…).

En outre, l'articulation entre données de flux et données de stocks soulève de nouveau la question de la valorisation des actifs. La variation des encours au cours d'une période s'explique, non seulement par les flux enregistrés sur cette période, mais également par les variations des prix d'actifs et des taux de change. Cela est particulièrement vrai des investissements directs, pour la mesure desquels on utilise généralement des indices de marchés d'actions afin de calculer l'effet des variations de cours sur le stock initial avant d'en déduire les flux d'opérations. Pour pouvoir procéder à des comparaisons internationales pertinentes, il est donc nécessaire d'utiliser des données de prix d'actifs et de taux de change sur longue période établies, selon des méthodes similaires et appliquées de manière transparente dans tous les pays.

3| Les voies d'amélioration envisageables

Dans le contexte décrit précédemment, on peut se demander quels acteurs sont susceptibles d'apporter des solutions aux problèmes soulevés et de quelle façon. Par ailleurs, le coût de l'élaboration de statistiques de qualité doit conduire à rechercher le meilleur arbitrage entre niveau de détail et cohérence des données globales.

3|1 Le rôle des différents acteurs

Le rôle du secteur public

La globalisation ne doit pas occulter le fait que les données portant sur les flux financiers restent collectées au niveau national. Cela plaide pour une meilleure coopération entre les pays dans ce domaine. Le renforcement de cette coopération est activement encouragé par des organisations internationales (par exemple : Banque centrale européenne – BCE, Eurostat, FMI, Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE, BRI) ou des forums internationaux (G 20, Forum de stabilité financière), mais aussi par des instances de régulation (par exemple les comités Lamfallussy au niveau de l'Union européenne). Il doit s'appuyer sur les principes de subsidiarité et de décentralisation qui font partie intégrante du système juridique de l'Union européenne. Compte tenu de sa proximité avec les déclarants, le niveau national doit être privilégié dans un souci d'efficacité. En particulier, les banques centrales nationales et les superviseurs ont, sans aucun doute, la meilleure connaissance des systèmes financiers et des intervenants de marché.

Deux approches permettent, généralement, de réconcilier les niveaux local et global. Elles consistent à :

• favoriser l'échange d'informations entre organes nationaux, sans niveau supranational additionnel : c'est le cas pour la supervision financière à travers différents protocoles d'accord ;

• produire des statistiques nationales au sein d'un système international qui assure sinon l'harmonisation des données, à tout le moins, la promotion de normes et de « bonnes pratiques » et le partage des informations.

L'harmonisation des données est sans doute le moyen le plus efficace pour produire de l'information agrégée. Elle doit être poursuivie de manière constante, de façon à ce que les statistiques restent en phase avec les développements du système financier globalisé. Par exemple, il est prévu que le FMI publie la sixième édition de son *Manuel de balance des paiements* vers 2008. Cette nouvelle édition devrait permettre d'harmoniser davantage les données produites dans les différents pays afin d'améliorer leur cohérence et leur comparabilité. De plus, elle devrait favoriser la réduction des différences entre les données de balance des paiements et les comptes nationaux. Le *Système des comptes nationaux* (SCN) devrait également être actualisé dans les prochaines années : il est prévu qu'il traite d'un grand nombre de questions soulevées par l'innovation financière.

La promotion des standards et des codes de conduite mérite également d'être encouragée. Dans le domaine

ENCADRÉ 3

De l'intérêt et de la difficulté de disposer d'un détail des contreparties

Pour pouvoir suivre les flux financiers et comprendre le rôle joué par les différents acteurs de la globalisation financière, il est nécessaire de disposer de ventilations détaillées des opérations financières par type de contrepartie, en distinguant, par exemple, la nationalité ou la résidence de la contrepartie, voire son secteur d'appartenance.

Ce détail permet en effet d'agréger les données en formant des ensembles cohérents. Cette démarche préside à la construction de comptes de la zone euro et requiert de disposer d'un certain niveau de détail pour les opérations de chaque État membre avec le reste de la zone afin de consolider les chiffres entre les pays membres. Pour une étape ultérieure, on peut également se fixer pour ambition de rendre cohérents les comptes financiers et non financiers au niveau de la zone euro et de l'Union européenne.

Plusieurs problèmes méritent toutefois d'être signalés, qui rendent difficiles la connaissance précise et actualisée des contreparties. Tout d'abord, malgré des initiatives comme la mise en place de la base de données centralisée de titres (CSDB), un recensement exhaustif des contreparties impliquerait que tous les pays participent à la collecte de données. À cela s'ajoute parfois la difficulté d'attribuer une résidence ou une sectorisation (cas de certaines holdings*) à certaines entités. De plus, quand bien même le détail souhaité serait disponible, la résorption des asymétries de déclarations statistiques entre pays nécessite d'établir des règles d'arbitrage en évitant l'arbitraire. Enfin, il est probable que le volume des informations à gérer se révèle, en pratique, une importante source de difficultés.*

des comptes publics, l'expérience d'Eurostat, qui a été confronté ces dernières années à plusieurs cas difficiles concernant certains États membres de l'Union européenne, a favorisé par exemple l'établissement d'un *Code de bonnes pratiques* en matière de traitement et de diffusion des données budgétaires. Ce code contribuera grandement à améliorer la qualité et la fiabilité des statistiques de finances publiques en Europe.

Le partage des données est une autre façon d'améliorer la couverture et la qualité des statistiques. Outre le CPIS (cf. supra, 2|1), plusieurs exemples en témoignent : tel est le cas du *Coordinated Direct Investment Survey* (CDIS, enquête similaire à venir sur les investissements directs), ou de la base-titres actuellement développée par la BCE avec le concours des banques centrales nationales de l'Eurosystème (*Centralised Securities Data Base* – CSDB) [9].

Des progrès doivent également pouvoir être faits en matière d'échanges de données élémentaires dans le respect des principes de confidentialité des données individuelles. Une zone de forte intégration comme l'Union européenne se doit de réaliser des avancées en ce sens.

Le rôle du secteur privé

Même si le secteur public a, naturellement, un rôle central en matière statistique, le secteur privé peut apporter une aide précieuse, qu'il s'agisse des « sentinelles » (*gatekeepers*) exerçant un suivi des marchés (agences de notation, associations professionnelles, analystes financiers…) ou des intervenants de marché eux-mêmes (opérateurs du marché des changes, banques d'investissement, négociateurs-courtiers…). Les efforts doivent se concentrer non seulement sur la transparence et la communication financière [10], mais aussi sur le développement des relations entre ces fournisseurs de données et les banques centrales et les offices statistiques nationaux.

On peut, notamment, citer à ce titre les nombreuses études et enquêtes menées par les agences de notation, les associations de marché, les banques d'investissement et les fournisseurs d'informations de marché. Par exemple, les agences de notation publient des enquêtes *ad hoc* apportant des éclairages intéressants sur le marché des dérivés de crédit et la façon dont le risque de crédit est transféré du secteur

9 *Cette base de données partagée par l'ensemble de l'Eurosystème concentre une grande quantité d'informations sur les titres émis par les résidents de la zone euro et les non-résidents. Il est prévu qu'elle soit utilisée dans le cadre de la compilation des données sur les positions d'investissement collectées sur une base « titre par titre ».*

10 *Le processus d'établissement des normes découle plus ou moins directement d'une impressionnante palette de contraintes réglementaires ou légales, telles que les IFRS, la loi Sarbanes-Oxley, les Directives européennes* Prospectus et Transparence, *le troisième pilier de Bâle II sur la discipline de marché… Leur mise en œuvre complète nécessitera toutefois du temps.*

bancaire vers les autres secteurs, en particulier les sociétés d'assurance ou de réassurance et les fonds spéculatifs. Ces entreprises viennent compléter utilement les travaux récents de la BRI, qui a commencé à publier des statistiques de concentration sur les marchés des changes et les marchés de produits dérivés de gré à gré, ainsi que des statistiques portant sur les dérivés de crédit.

Toutefois, l'offre privée de statistiques est destinée, avant tout, à répondre aux besoins des investisseurs et ne donne pas toujours satisfaction : les données présentent souvent un faible taux de couverture et respectent inégalement les exigences méthodologiques de qualité et de cohérence, d'où l'importance d'un dialogue renforcé entre les fournisseurs de ces informations et les banques centrales et/ou les offices statistiques nationaux.

3|2 Le coût de l'information

Les limites à la charge de déclaration

L'élaboration de statistiques entraîne des coûts, non seulement chez les organismes qui collectent et traitent les données, mais aussi chez les déclarants : il faut donc fixer des limites claires à la charge imposée à ces derniers à l'appui d'une analyse approfondie des coûts et des avantages de chaque collecte. C'est ainsi qu'une meilleure adaptation de la collecte aux systèmes d'information des déclarants peut permettre à la fois d'améliorer la qualité des résultats et de reporter une partie de la charge sur l'institution qui traite les données : tel semble être le cas des collectes titre par titre, volumineuses mais simples à mettre en œuvre au niveau des assujettis, qui laissent à l'organisme collecteur la responsabilité et la charge des agrégations géographiques ou sectorielles selon les nomenclatures requises. Toutefois, dans le cas des comptes nationaux financiers, obtenir une information complète sur les flux des secteurs émetteurs et détenteurs de titres n'implique pas nécessairement de procéder à une collecte d'information « titre par titre ». Des données agrégées issues des comptes des secteurs détenteurs peuvent aussi satisfaire valablement à une telle exigence.

Concernant la sélection des déclarants, deux approches s'opposent : imposer une obligation ou faire appel au volontariat. L'obligation peut sembler le plus sûr moyen d'obtenir des données harmonisées dans les délais requis. Toutefois, l'harmonisation ne peut pas toujours être obtenue à court terme. De plus, si la charge en résultant pour ceux qui fournissent et ceux qui traitent les données excède les avantages, une approche fondée sur le volontariat peut être privilégiée. Par exemple, une enquête sur les soixante-dix fonds spéculatifs les plus importants a été proposée par le FMI, sur une base volontaire. Dans le même ordre d'idées, les indicateurs de stabilité financière (*Financial Soundness Indicators* – FSI), qui sont développés sous l'égide du FMI par plus de soixante pays comprenant, notamment, un vaste ensemble d'économies émergentes, contiennent un volet de statistiques financières et macroéconomiques collectées sur une base volontaire en sus d'un noyau dur d'indicateurs de référence.

Le partage de l'information et de ses coûts

Pour garantir la qualité des données, cinq critères sont habituellement mis en avant :

- l'intégrité : les exigences d'objectivité, de transparence et d'éthique doivent être respectées lors de la collecte et de la compilation des statistiques ;

- la robustesse au plan méthodologique : l'élaboration des statistiques doit respecter les règles et les critères internationaux et toute exception doit être dûment signalée ;

- la précision et la fiabilité ;

- les aspects pratiques de mise à disposition des données : pertinence, respect des délais, cohérence et périodicité ;

- l'accessibilité des données pour les utilisateurs.

Tout en devant respecter ces exigences, mais aussi, le cas échéant, les contraintes de confidentialité (en particulier en matière de données individuelles), l'activité statistique mobilise des ressources. La production et la diffusion de statistiques ont donc un coût. La question porte, dès lors, sur le point de savoir qui doit le supporter. Les utilisateurs devraient-ils payer ou, du moins, contribuer ? Pour autant que l'information statistique sur les flux financiers soit considérée comme un bien public, le financement public peut se justifier. Des formules mixtes sont également possibles, par exemple grâce au recours à la formule des fondations.

Cependant, les universitaires ne doivent pas être considérés comme de simples utilisateurs finals.

Ce sont également les meilleurs partenaires d'une interaction à développer entre la sphère publique et la sphère privée afin d'améliorer les données existantes et d'explorer de nouvelles voies de progrès. C'est la raison pour laquelle les banques centrales sont, par principe, très enclines à être aussi transparentes que possible vis-à-vis du monde académique. Ces préoccupations (diffusion aux utilisateurs, fourniture de données à des chercheurs habilités…) sont également abordées dans le programme statistique européen pour 2008-2012 actuellement en préparation, confirmant à quel point elles sont jugées importantes dans l'Union européenne.

La globalisation n'est pas facile à appréhender par les statistiques financières. Sa description et le suivi de son développement nécessitent de disposer de données fiables et actualisées et d'adapter constamment les méthodes et standards aussi bien que les systèmes de collecte et de traitement. Il faut en outre accorder la plus grande attention à la charge de déclaration et au rapport coûts/avantages de toute enquête statistique. Une plus grande coopération et/ou une harmonisation internationale ne peuvent que faciliter l'atteinte de ces objectifs.

La globalisation financière impose, clairement, de renforcer la globalisation statistique et de redoubler d'efforts pour promouvoir une meilleure gouvernance statistique. Cela requiert, notamment, un dialogue continu et confiant entre la communauté des statisticiens et l'ensemble des interlocuteurs avec lesquels celle-ci peut interagir, qu'il s'agisse des décideurs politiques, des agents déclarants du secteur financier, des experts du monde universitaire, des médias ou du public au sens large.

Bibliographie

BCE (2006)
« Fonds spéculatifs : évolutions et développements pour le système financier », *Bulletin mensuel*, janvier

Boutillier (M.) et Bricongne (J.-C.) (2006)
« Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », *Bulletin de la Banque de France*, n° 146, février

Congressional Budget Office (2005)
"*Why does US investment abroad earn higher returns than foreign investment in the United States?*", *Economic and Budget Issue Brief*, 30 novembre

Cousseran (P.) et Rahmouni (I.) (2006)
« Le marché des CDO : modalités de fonctionnement et implications en termes de stabilité financière », *Revue de stabilité financière*, Banque de France, juin

Drumetz (F.) (2005)
"*Offshoring*", *Bulletin de la Banque de France*, n° 133, janvier

Hausmann (R.) et Sturzenegger (F.) (2005)
"*Dark matter makes the US deficit disappear*", *Comments and Analysis, Financial Times Op-Ed*, décembre

Kozlow (R.) (2006)
"*Globalisation, offshoring and multinational companies: What are the questions, and how well are we doing in answering them?*", papier présenté à la réunion annuelle des *Allied Social Science Associations*, janvier

Mésonnier (J.-S.) (2000)
« Les centres financiers extraterritoriaux : caractérisation et enjeux du suivi statistique », *Bulletin de la Banque de France*, n° 82, octobre

Moëc (G.) et Frey (L.) (2006)
« *Global imbalances, savings glut and investment strike* », *Occasional Paper,* Banque de France, n° 1, février

Poulain (J.-G.) (2006)
« La détention du capital des sociétés française du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 149, mai

L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis

Olivier LOISEL
Direction de la Recherche
Service d'Études et de Recherche sur la politique monétaire

Pourquoi la politique monétaire semble-t-elle être plus active aux États-Unis que dans la zone euro ? En quoi les objectifs et les stratégies de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et du Système fédéral de réserve américain sont-ils vraiment différents ? Comment évaluer et comparer le succès de ces politiques monétaires ?

Cet article examine ces questions au travers du compte rendu de la table ronde sur le thème « L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis *» qui s'est tenue récemment à l'occasion d'une conférence internationale organisée conjointement par la Banque de France, l'Institut d'économie industrielle de l'université de Toulouse et le Center for International Economics and Development de la Northwestern University.*

De cette discussion entre économistes issus de la sphère universitaire et des banques centrales se dégage l'impression générale selon laquelle, globalement, en termes d'inertie, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire, les similitudes entre la BCE et le Système fédéral de réserve l'emportent sur les différences.

Mots clés : Banque centrale européenne,
Système fédéral de réserve, inertie de la politique monétaire,
objectifs de politique monétaire, stratégie de politique monétaire
Codes JEL : E52, E58

Les 15 et 16 septembre 2006, la succursale de Toulouse de la Banque de France a accueilli une conférence internationale sur le thème *Politique économique et fluctuations macroéconomiques* parrainée et organisée conjointement par la Banque de France, l'Institut d'économie industrielle de l'université de Toulouse et le Center for International Economics and Development de la Northwestern University. La conférence s'est achevée par une table ronde sur le thème *L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis*, à laquelle ont participé :

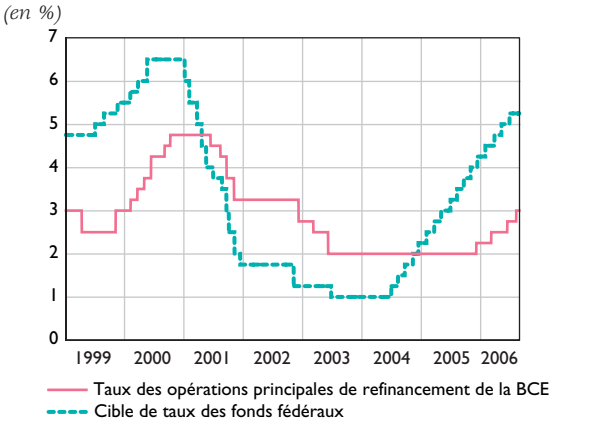
- Jordi Galí, professeur d'économie, *Universitat Pompeu Fabra* et directeur, CREI,
- Andrew Levin, adjoint au directeur, division des Affaires monétaires, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve,
- Philippe Moutot, adjoint au directeur général des Questions économiques, directeur de la Politique monétaire, Banque centrale européenne,
- Christian Pfister, directeur de la Recherche, Banque de France et
- Anders Vredin, chef du département de la Politique monétaire, Sveriges Riksbank.

La table ronde a débuté par une brève introduction de Lawrence Christiano, professeur d'économie à la Northwestern University, qui a relevé que les taux d'intérêt directeurs venant d'achever leur premier cycle dans la zone euro, le moment était propice pour effectuer une comparaison de l'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis avec un certain recul. Plutôt que de rapporter successivement chacune des interventions, cet article rend compte des trois questions sur lesquelles ont porté l'essentiel des discussions, à savoir les similitudes et les différences entre la Banque centrale européenne (BCE) et le Système fédéral de réserve en termes d'inertie, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire [1].

1 | Inertie de la politique monétaire

Un premier sujet abordé par la table ronde était celui de l'inertie apparemment plus forte de la politique monétaire dans la zone euro qu'aux États-Unis, ainsi que semble l'indiquer à première vue une comparaison de l'évolution des taux directeurs dans les deux économies (cf. graphique 1). Cette différence a, par le passé, amené certains commentateurs à critiquer l'action de la BCE, la jugeant trop mesurée et trop tardive ("*too little, too late*").

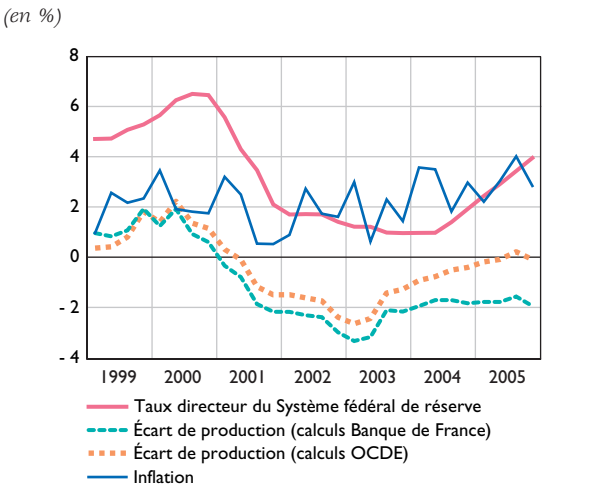
Graphique 1 Taux directeurs de la BCE et du Système fédéral de réserve



Sources : Banque centrale européenne, Système fédéral de réserve

J. Galí a souligné que la politique monétaire apparemment plus passive de la BCE n'avait pas entraîné une plus grande instabilité économique, les écarts-types calculés sur la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2006 tant pour la croissance du PIB que pour l'inflation étant inférieurs dans la zone euro à ceux relevés aux États-Unis.

Graphique 2 Taux directeur du Système fédéral de réserve, écart de production et inflation aux États-Unis

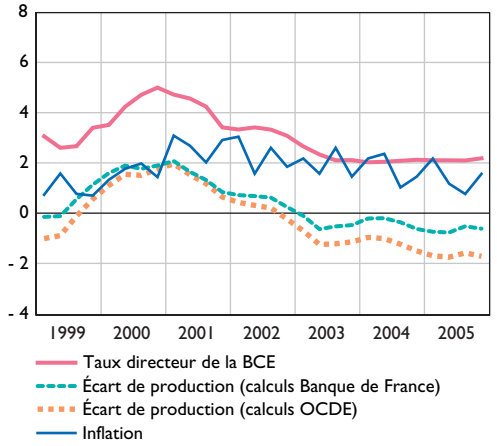


Sources : Banque de France, OCDE, Système fédéral de réserve

[1] *Cet article a été lu et approuvé par les participants à la table ronde. Les opinions exprimées sont celles des participants et ne doivent pas être interprétées comme reflétant celles des institutions auxquelles ils appartiennent, notamment la Banque de France, la Banque centrale européenne, le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et la Sveriges Riksbank.*

Graphique 3 Taux directeur de la BCE, écart de production et inflation dans la zone euro

(en %)



Sources : Banque centrale européenne, Banque de France, OCDE

C. Pfister a tout d'abord remarqué que la différence observée dans l'évolution des taux d'intérêt n'avait pas empêché la corrélation entre les taux d'intérêt nominaux à court terme et l'écart de production d'apparaître aussi forte dans la zone euro qu'aux États-Unis depuis 1999 (cf. graphiques 2 et 3).

Il a ensuite signalé que cette différence observée dans l'évolution des taux d'intérêt ne reflétait pas nécessairement une différence dans le degré intrinsèque de gradualisme de la politique monétaire, mais pourrait plutôt traduire par exemple une différence dans l'évolution au cours du temps du taux d'inflation et de l'écart de production. En effet, les estimations effectuées avec une règle de taux d'intérêt de type « Taylor augmentée » aboutissent à un coefficient de taux d'intérêt retardé similaire pour la zone euro et les États-Unis. Il a toutefois reconnu que la mesure du degré de gradualisme de la politique monétaire par ce coefficient de taux d'intérêt retardé avait été critiquée depuis l'étude déterminante de Rudebusch (2002), tout dernièrement par Fève, Matheron et Poilly (2006) pour la zone euro et par Carrillo, Fève et Matheron (2006) pour les États-Unis.

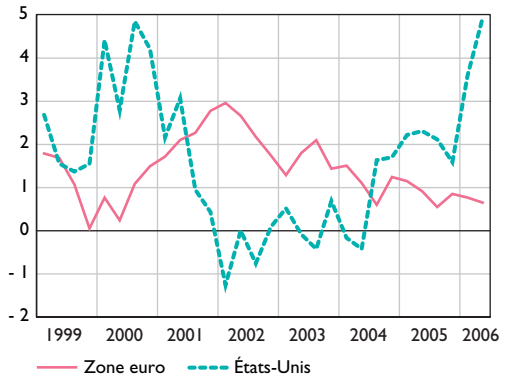
Se référant à Christiano, Motto et Rostagno (2006a) et Sahuc et Smets (2006), il a enfin avancé l'idée selon laquelle l'apparente différence dans le degré d'inertie de la politique monétaire entre la zone euro et les États-Unis était la conséquence d'une différence de chocs macroéconomiques plutôt que de structures économiques et, plus précisément, la conséquence du fait que les États-Unis avaient subi des chocs de demande plus importants que la zone euro.

P. Moutot a souligné que, bien que les deux économies aient connu des cycles comparables d'envolée et de chute des cours boursiers au tournant du millénaire, la différence observée dans l'évolution des taux d'intérêt entre la zone euro et les États-Unis s'expliquait davantage par une différence de chocs macroéconomiques et de structures économiques que par une différence de stratégie de politique monétaire.

S'agissant des chocs macroéconomiques, il a noté que la zone euro avait été davantage affectée que les États-Unis par des chocs d'offre défavorables (cf. Smets et Wouters, 2005). En particulier, la productivité du travail avait diminué en zone euro au cours des quinze dernières années, alors qu'elle avait augmenté aux États-Unis au cours de la même période. Cette différence d'évolution de la productivité du travail expliquait en partie pourquoi les coûts salariaux unitaires avaient nettement diminué aux États-Unis et modérément augmenté en zone euro de 2000 et 2002 (cf. graphique 4). À son tour, cette différence d'évolution des coûts salariaux unitaires contribuait à expliquer la forte baisse de l'inflation aux États-Unis et sa persistance à un niveau supérieur à 2 % dans la zone euro de 2000 à 2002 (cf. graphique 5) et, par conséquent, la baisse plus rapide et plus marquée du taux directeur aux États-Unis qu'en zone euro entre 2001 et 2003 (cf. graphique 1).

Graphique 4 Coûts salariaux unitaires dans la zone euro et aux États-Unis

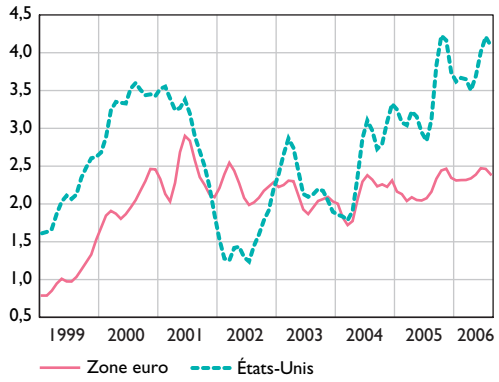
(variation annuelle, en %, données trimestrielles cvs)



Sources : BRI, Eurostat

Graphique 5 Inflation dans la zone euro et aux États-Unis

(moyenne mobile sur trois mois, en %, données brutes)



Sources : BRI, Eurostat

S'agissant des structures économiques, il a fait remarquer que le degré plus élevé de rigidité du marché des biens (mesuré par la rigidité des prix) dans la zone euro impliquait qu'une variation du taux d'intérêt nominal d'une amplitude donnée avait un effet plus important sur le taux d'intérêt réel, et donc sur l'activité réelle, dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cette plus grande efficacité de la politique monétaire contribuait à son tour à expliquer la moindre amplitude des cycles de taux directeurs dans la zone euro par rapport aux États-Unis.

S'agissant des stratégies de politique monétaire, il a défendu l'idée selon laquelle, grâce à sa définition quantitative de la stabilité des prix, la BCE était parvenue à ancrer, avec un certain succès, les anticipations d'inflation des agents économiques du secteur privé. Ce meilleur ancrage des anticipations d'inflation contrebalançait l'effet de la plus grande inertie des mécanismes de fixation des prix sur la persistance de l'inflation, de sorte que, globalement, le degré de persistance de l'inflation dans la zone euro était comparable à celui observé aux États-Unis. À ses yeux, ce succès relatif d'ancrage des anticipations d'inflation réduisait également la nécessité de réagir aux évolutions de court terme et expliquait donc en partie la patience et la retenue relatives de la BCE dans ses décisions de changement de taux directeur. Il a souligné, en outre, que sa définition quantitative de la stabilité des prix avait permis à la BCE de reprendre le contrôle des anticipations d'inflation lorsque celles-ci s'étaient écartées de l'objectif, non pas en modifiant son taux directeur, mais simplement en menaçant de manière crédible de le faire si jamais elles en restaient éloignées. La BCE est ainsi parvenue, en 2003 et 2004, à ramener les anticipations d'inflation à long terme (mesurées par les points morts d'inflation) à un niveau conforme à son objectif de stabilité des prix en recourant uniquement à une action de communication. Rejoignant Trichet (2005), il a alors conclu que le moindre degré d'activisme *ex post* de la politique monétaire dans la zone euro (par rapport aux États-Unis) était en partie dû, de manière quelque peu paradoxale, à un degré plus élevé d'activisme *ex ante* de la politique monétaire dans cette zone.

2| Objectifs de politique monétaire

Un deuxième sujet abordé par la table ronde portait sur les similitudes et les différences entre la BCE et le Système fédéral de réserve en termes d'objectifs de politique monétaire.

P. Moutot a souligné qu'il ne fallait pas accorder trop d'importance à la différence entre l'unique objectif principal de stabilité des prix de la BCE et le double objectif de stabilité des prix et de plein emploi du Système fédéral de réserve. En effet, les responsables du Système fédéral de réserve, y compris les présidents Greenspan et Bernanke, avaient publiquement admis depuis longtemps que le maintien de la stabilité des prix était la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation de l'objectif d'une croissance économique durable la plus élevée possible. En outre, la distinction entre les notions d'inflation sous jacente et d'inflation globale utilisées respectivement par le Système fédéral de réserve et par la BCE ne serait pas si importante compte tenu de l'horizon à moyen terme de l'objectif de la BCE.

J. Galí a, au contraire, défendu l'idée selon laquelle la BCE pourrait en fait accorder de l'importance à la croissance de la production au-delà de son objectif principal officiel de stabilité des prix. Il s'est appuyé pour cela sur l'examen de l'évolution du taux d'intérêt réel à long terme, qui constitue l'indicateur pertinent de l'orientation de la politique monétaire dans le cadre théorique néo-keynésien standard (Clarida, Galí et Gertler, 1999) lorsque le taux d'intérêt naturel non observé est, par souci de simplicité, supposé constant. Les taux d'intérêt réels à long terme ont évolué de manière assez comparable dans la zone euro et aux États-Unis depuis 1999, amorçant une baisse au

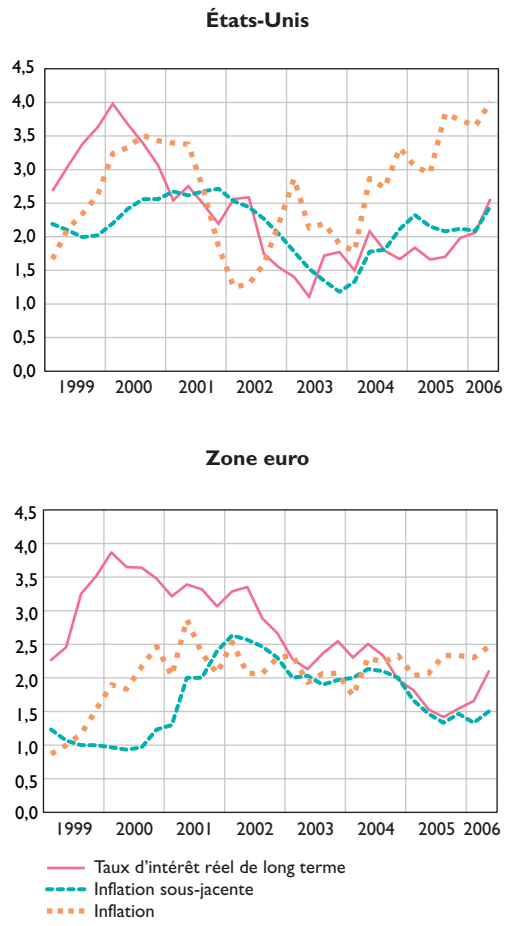
deuxième trimestre 2000 lors de la chute des cours boursiers observée des deux côtés de l'Atlantique. Mais, aux États-Unis, le taux d'intérêt réel à long terme a commencé à diminuer pratiquement en même temps que l'inflation sous-jacente, l'inflation globale et la croissance du PIB, tandis que dans la zone euro, il a commencé à diminuer au même moment que la croissance du PIB, alors que l'inflation sous-jacente et l'inflation globale continuaient d'augmenter (cf. graphiques 6 et 7).

Selon lui, ce calendrier suggérait que la BCE avait mené une politique monétaire plus accommodante que ne l'imposait son objectif officiel de stabilité des prix. Son opinion était confortée par le fait que cet objectif n'avait le plus souvent pas été atteint depuis 1999 et par l'augmentation régulière, de 38 % environ au premier trimestre 2001 à 48 % environ au deuxième trimestre 2006, de la proportion de participants à l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels tablant sur un taux d'inflation à cinq ans supérieur ou égal à 2 %. En réponse, P. Moutot a fait remarquer dans son intervention que l'anticipation moyenne d'inflation était demeurée constante et légèrement inférieure à 2 %.

J. Galí a ajouté que le recul de la croissance de la productivité (de 2,3 % dans les années quatre-vingt à 1,3 % dans les années quatre-vingt-dix et deux mille) et la stabilité de l'inflation, malgré le fléchissement de la croissance de la production en-deça de son niveau potentiel estimé, pouvaient indiquer que l'Europe

Graphique 6 Taux d'intérêt réel à long terme et inflation

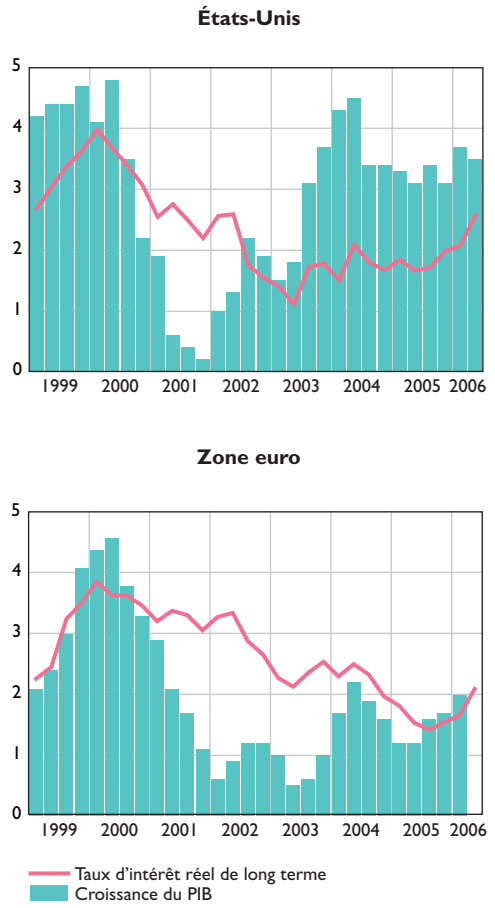
(en %)



Sources : Banque centrale européenne, Système fédéral de réserve

Graphique 7 Taux d'intérêt réel à long terme et croissance du PIB

(en %)

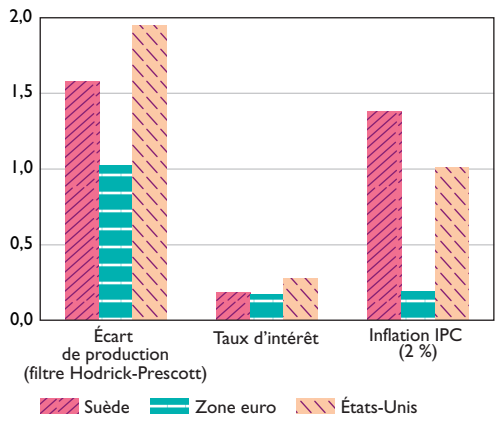


Sources : Banque centrale européenne, Bureau of Economic Analysis, *Eurostat, Système fédéral de réserve*

suivait une nouvelle trajectoire de croissance équilibrée qui nécessiterait un ajustement permanent à la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre. Si les responsables de la politique économique en Europe ne reconnaissaient pas la réalité de ce nouveau scénario, le succès de la politique monétaire de la BCE serait compromis pour deux raisons. D'abord, la probabilité que le niveau plancher de taux d'intérêt nuls soit atteint, dans l'hypothèse d'un important choc déflationniste, augmenterait, à moins que la cible d'inflation ne soit relevée ; cependant, il a reconnu qu'après une longue période d'inflation supérieure à l'objectif, ce relèvement serait délicat. Ensuite, la BCE serait confrontée à des pressions politiques croissantes pour atteindre des niveaux historiques de taux de croissance de la production, qui pourraient entraîner une hausse de l'inflation. P. Moutot a admis dans son intervention que la faiblesse de la croissance économique de la zone euro, qui résultait d'une évolution décevante de la productivité, avait conduit l'opinion à exercer des pressions croissantes sur la BCE pour qu'elle soutienne davantage l'activité économique. Il a remarqué, dans une perspective historique, que l'incapacité à mettre en œuvre les réformes nécessaires à l'amélioration des performances économiques avait généralement abouti à une intensification des pressions politiques sur la banque centrale.

Comment évaluer et comparer les résultats macroéconomiques de la zone euro et des États-Unis ?

Graphique 8 Pertes partielles pour l'écart de production, le taux d'intérêt et l'inflation

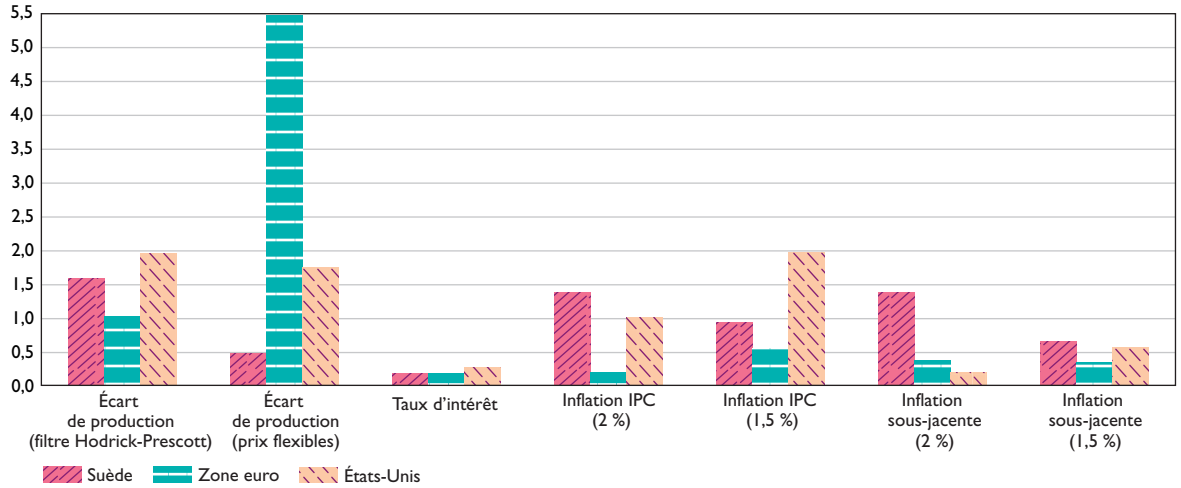


Note : le niveau de production HP-filtré a été calculé avec un coefficient lambda de 6400.
Sources : Banque centrale européenne, Bureau of Economic Analysis, *Eurostat,* Statistics Sweden, Sveriges Riksbank, *Système fédéral de réserve*

Une méthode simple consiste à calculer les écarts-types de la croissance du PIB et de l'inflation. Une autre méthode consiste à calculer la valeur prise par une fonction de perte quadratique intertemporelle du type de celles qui servent à approcher la perte de bien-être social dans les modèles stochastiques dynamiques d'équilibre général à agent représentatif. À cet égard, C. Pfister a remarqué que les différences structurelles entre la zone euro et les États-Unis devraient impliquer une différence entre les fonctions de perte sociale correspondantes et pourraient donc expliquer, en théorie, une partie des différences observées entre la BCE et le Système fédéral de réserve en termes d'inertie, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire.

A. Vredin a utilisé des données trimestrielles sur la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2006 pour calculer la valeur prise par une fonction de perte quadratique intertemporelle standard pénalisant à chaque date l'écart de l'inflation à sa cible, la déviation de l'écart de production par rapport à zéro et la variation du taux d'intérêt nominal à court terme. Il a souligné que l'évaluation et la comparaison des résultats macroéconomiques de la zone euro, des États-Unis et de la Suède selon cette fonction de perte dépendaient peu des poids relatifs des termes d'inflation, d'écart de production et de variation de taux d'intérêt. Cependant, la manière dont les objectifs sont définis est très importante. Par exemple, si l'objectif d'inflation correspond à une progression de l'IPC de 2 % pour l'ensemble des pays et si l'objectif d'écart de production correspond à une stabilisation de la déviation du niveau de la production par rapport à sa valeur lissée par le filtre Hodrick-Prescott, alors la zone euro affiche de meilleurs résultats que la Suède et les États-Unis (cf. graphique 8). Si, en revanche, l'objectif d'écart de production correspond à une stabilisation de la déviation du niveau de production par rapport à sa valeur d'équilibre à prix flexibles (selon un certain modèle), alors la zone euro peut se trouver en moins bonne position (cf. graphique 9). Pour évaluer les politiques monétaires, il est donc nécessaire que les banques centrales définissent explicitement leurs objectifs, ce qui, a-t-il souligné, constitue un argument en faveur de la transparence des banques centrales. Mais il a également insisté sur le fait qu'il n'existe pas de réponse simple à la question de ce que devraient être précisément les objectifs des banques centrales et, en particulier, la mesure pertinente de l'écart de production. Enfin, il a souligné que, pour évaluer la politique monétaire, il n'est pas suffisant d'estimer les

Graphique 9 Sensibilité des pertes partielles par rapport à l'écart de production à prix flexibles, l'inflation sous-jacente et la cible d'inflation



Note : le niveau de production HP-filtré a été calculé avec un coefficient lambda de 6 400 ; le niveau de production à prix flexibles a été fourni par Magnus Jonsson pour la Suède, Raf Wouters pour la zone euro et Jean-Philippe Laforte pour les États-Unis.
Sources : Banque centrale européenne, Bureau of Economic Analysis, *Eurostat,* Statistics Sweden, Sveriges Riksbank, *Système fédéral de réserve*

résultats macroéconomiques en calculant la valeur prise par une fonction de perte de ce type. En effet, l'évaluation de la politique monétaire nécessite également le recours à un cadre structurel permettant de distinguer les effets de la politique monétaire de ceux des chocs macroéconomiques.

3| Stratégie de politique monétaire

Un troisième et dernier sujet abordé par la table ronde était celui des similitudes et des différences entre la BCE et le Système fédéral de réserve en termes de stratégie de politique monétaire.

P. Moutot a souligné que la BCE et le Système fédéral de réserve remplissaient leurs missions respectives de façon très similaire. En effet, ces deux banques centrales partagent des caractéristiques qu'on ne retrouve pas chez les banques centrales ayant adopté une stratégie de ciblage d'inflation, comme par exemple l'absence d'objectif défini à un horizon fixe et le fait que les prévisions d'inflation ne jouent pas le seul et unique rôle. En outre, elles ont toutes deux écarté l'idée de recourir à un modèle spécifique unique de l'économie, et intégré des éléments propres aux mécanismes d'assurance contre les événements à faible probabilité mais à coûts élevés (« gestion des risques » dans le langage du Système fédéral de réserve, « robustesse » et « recoupement » dans celui de la BCE).

Cela étant, il a ensuite reconnu que les stratégies de politique monétaire de la BCE et du Système fédéral de réserve présentaient deux principales différences qui, selon lui, pourraient expliquer une faible part de la différence constatée dans les comportements en matière de taux directeurs :

• la première différence résidait dans le fait que, contrairement au Système fédéral de réserve, la BCE s'était engagée à suivre les évolutions de la monnaie et du crédit et, le cas échéant, à y réagir, compte tenu de leur relation étroite avec l'inflation à basse fréquence. Selon lui, cet engagement pourrait, en outre, servir à prévenir, ou du moins à limiter, les évolutions non soutenables de prix d'actifs, sur la base d'études empiriques récentes montrant que l'excès de liquidité est un indicateur avancé des cycles d'envolée et de chute des prix d'actifs. La recherche théorique récente (Christiano, Motto et Rostagno, 2006b) a par exemple montré qu'une banque centrale qui suit une règle de taux d'intérêt standard, de type Taylor, sans réagir aux évolutions de la monnaie et du crédit, pourrait favoriser les cycles d'envolée et de chute des prix d'actifs ;

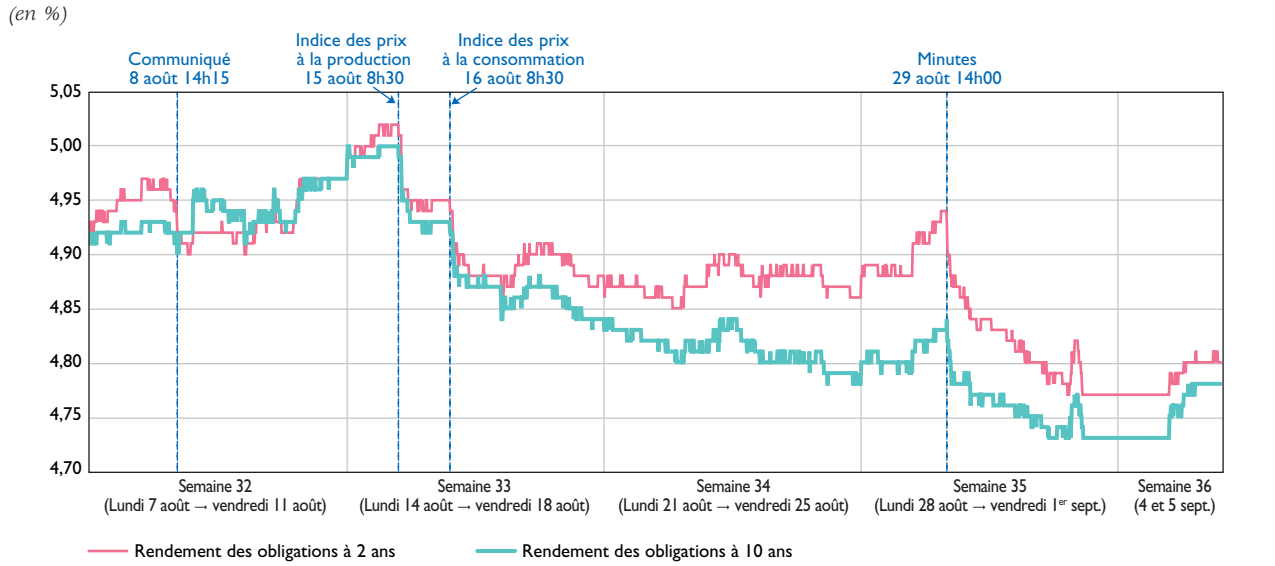
• la seconde différence résidait dans le fait que la BCE mettait plus fortement l'accent que le Système fédéral de réserve sur la stabilisation des anticipations d'inflation. Se référant aux travaux d'Orphanides et Williams (2003), il a défendu l'idée selon laquelle la BCE était parvenue à ancrer les anticipations d'inflation en adoptant une définition quantitative de la stabilité des prix et en se réservant explicitement la possibilité de modifier ses taux directeurs en cas de déviation de ces anticipations d'inflation à long terme par rapport à l'objectif.

A. Levin s'est interrogé sur la possibilité que l'adoption d'une cible d'inflation numérique explicite puisse être utile pour centrer et ancrer les anticipations d'inflation. S'inspirant des travaux de Gürkaynak, Levin et Swanson (2006), il a remarqué que les points morts d'inflation avaient réagi de manière significative aux publications de données macroéconomiques et aux annonces de politique monétaire aux États-Unis comme au Royaume-Uni avant l'indépendance de la Banque d'Angleterre, mais avaient été insensibles à ce type de nouvelles au Royaume-Uni par la suite ainsi qu'en Suède. Ces résultats corroboraient l'opinion selon laquelle l'adoption d'une cible d'inflation bien connue et crédible améliorait l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme. Il a également présenté des travaux économétriques préliminaires suggérant que la réaction des anticipations d'inflation aux variations imprévues de l'IPC ou du PIB était de manière similaire plus atténuée dans la zone euro qu'aux États-Unis. A. Vredin a défendu une idée proche, selon laquelle des objectifs quantitatifs précis étaient nécessaires pour expliquer la politique monétaire au public, et a cité Bernanke (2004) pour rappeler le souhait de l'actuel président du Comité fédéral de l'*open market* d'adopter, pour le Système fédéral de réserve, un cadre stratégique de ciblage d'inflation.

La question de la transparence de la banque centrale ne se limite bien évidemment pas à l'annonce au public par la banque centrale d'une cible d'inflation numérique. A. Levin a passé en revue les principaux canaux de communication de la Réserve fédérale au public et s'est attardé sur le rôle du communiqué de presse diffusé immédiatement après chaque réunion et des minutes publiées trois semaines plus tard. Après la réunion du Comité fédéral de l'*open market* d'août 2006, par exemple, les marchés financiers ont réagi de manière plus notable à la publication des minutes, le 29 août, qu'au communiqué de presse du 8 août (cf. graphique 10). La BCE, en revanche, ne publie pas les minutes de ses réunions de politique monétaire.

A. Vredin a cité Bernanke (2004) pour souligner que la communication au public des objectifs de la banque centrale, de son diagnostic conjoncturel et de ses projets en matière de politique monétaire comportait les deux principaux avantages d'accroître l'efficience de la formation des prix sur les marchés financiers et de renforcer la capacité de la banque centrale à gérer les anticipations du secteur privé. Il a ensuite

Graphique 10 Rendement des obligations nominales du Trésor américain



Source : Bloomberg

fourni des exemples d'informations quantitatives que les banques centrales pourraient, en principe, communiquer au public concernant leurs objectifs, leur diagnostic conjoncturel et leurs projets en matière de politique monétaire, ajoutant toutefois que certaines de ces informations pourraient être difficiles à fournir pour diverses raisons. Il a également soutenu que les banques centrales n'étaient pas totalement libres de choisir quelles informations devaient ou non être diffusées. Par exemple, elles ne peuvent publier des prévisions macroéconomiques conditionnelles à leurs propres anticipations en matière d'évolution des taux d'intérêt, qui dépendent de leurs objectifs de politique monétaire, sans dévoiler ces objectifs.

Un défi que doivent relever aussi bien la BCE que le Système fédéral de réserve (comme, en fait, toutes les banques centrales) dans la communication de leur analyse des perspectives économiques est celui posé par le degré élevé d'incertitude qui entoure généralement cette analyse. C. Pfister a souligné la difficulté, pour les banques centrales, d'identifier les chocs en temps réel et même de les estimer rétrospectivement. A. Levin a illustré les défis que pose l'évaluation de la situation économique en temps réel en montrant les révisions substantielles à la hausse des prévisions d'inflation du Comité fédéral de l'*open market* et les révisions à la baisse des estimations de croissance du PIB potentiel basées sur le modèle FRB/US qui ont eu lieu au cours des dernières années. Un autre défi en matière de communication, qui concerne cette fois uniquement la BCE, est celui posé par le caractère multinational de la zone euro. À cet égard, P. Moutot a remarqué que les citoyens de la zone euro percevaient et évaluaient parfois l'orientation de la politique monétaire de la BCE d'un point de vue national et non à l'échelle de la zone. Cependant, comme il l'a relevé, tous ces défis en matière de communication n'empêchaient pas les décisions de politique monétaire de la BCE et du Système fédéral de réserve de bénéficier d'un degré analogue élevé de prévisibilité à court terme.

Bibliographie

Bernanke (B. S.) (2004)
"Central bank talk and monetary policy", discours prononcé à l'occasion d'un déjeuner d'entreprise de la Japan Society, New York, 7 octobre

Carrillo (J.), Fève (P.) et Matheron (J.) (2006)
« Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », Banque de France, *Note d'études et de recherche,* n° 150

Christiano (L.), Motto (R.) et Rostagno (M.) (2006a)
"Shocks, structures or policies? A comparison of the euro area and the US", Journal of Economic Dynamics and Control, à paraître

Christiano (L.), Motto (R.) et Rostagno (M.) (2006b)
"Monetary policy and stock market boom-bust cycles", mimeo

Clarida (R.), Galí (J.) et Gertler (M.) (1999)
"The science of monetary policy: A New Keynesian perspective", Journal of Economic Literature 37, p. 1661-1707

Fève (P.), Matheron (J.) et Poilly (C.) (2006)
"Multiple interest rate rules in the euro area", mimeo

Gürkaynak (R. S.), Levin (A. T.) et Swanson (E. T.) (2006)
"Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden", Banque fédérale de réserve de San Francisco, *Working Paper,* n° 9

Orphanides (A.) et Williams (J. C.) (2003)
"Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy", National Bureau of Economic Research, *Working Paper,* n° 9884

Rudebusch (G. D.) (2002)
"Term structure evidence on interest rate smoothing and monetary policy inertia", Journal of Monetary Economics 49, p. 1161-1187

Sahuc (J.-G.) et Smets (F.) (2006)
"Differences in interest rate policy at the ECB and the FED: An investigation with a medium-scale DSGE model", mimeo

Smets (F.) et Wouters (R.) (2005)
"Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: A Bayesian DSGE approach", Journal of Applied Econometrics 20, p. 161-183

Trichet (J.-C.) (2005)
"Monetary policy and 'credible alertness'", intervention à la table ronde *"Monetary policy strategies: a central bank panel"* du colloque organisé sous l'égide de la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, 27 août

STATISTIQUES

Situation économique générale

1	Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France	S3
2	Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)	S4
3	Indices des prix à la consommation	S5
4	Compétitivité de l'économie française	S6
5	Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France	S7
6	Balance des paiements – Transactions courantes et capital (données trimestrielles) – France	S8
7	Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France	S9
8	Balance des paiements – Ventilation géographique (données trimestrielles) – France	S10
9	Balance des paiements (données mensuelles) – France	S11
10	Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)	S12

Monnaie, placements et financements

11	Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro	S13
12	Bilan de la Banque de France	S14
13	Bilan des institutions financières monétaires (IFM) hors Banque de France – France	S15
14	Dépôts – France	S16
15	Dépôts à terme – France	S17
16	Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français – France	S18
17	Crédits des établissements de crédit par agents et par objets de financement – France et zone euro	S19
18	Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France	S20
19	Financements et placements des agents non financiers – Zone euro	S21
20	Financements et placements des agents non financiers – France	S22
21	Financements et placements des sociétés non financières – France	S23
22	Financements et placements des ménages – France	S24
23	Financements et placements des administrations publiques – France	S25
24	Endettement intérieur total (EIT), répartition par instruments – France	S26
25	Endettement intérieur total (EIT) – France	S27
26	Rémunération des dépôts – France et zone euro	S28
27	Coût du crédit – France et zone euro	S29
28	Coût du crédit – France	S30

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

29 Taux d'intérêt S31
30 Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro S32
31 Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires S33
32/33 Titres de créances négociables – France S34/S35
34 Titres d'OPCVM – France S36
35 Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales) S37
36 Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français S38

Autres statistiques

37 État des défaillances d'entreprises par secteurs – France S39
38 Systèmes de paiement de masse – France S40
39/40 Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15) S41/S42
41 Systèmes de paiement de montant élevé – France S43

Notice méthodologique S45

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet S53

Séries chronologiques S54

Avertissement

Certaines modifications ont été apportées dans la figure 19 (changement d'intitulé dans un libellé du tableau et dans le premier renvoi).

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

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

(données cvs)

	2006						
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**27**	**3**	**5**	**6**	**10**	**9**	**0**
Biens intermédiaires	27	5	1	1	3	15	8
Biens d'équipement	27	10	10	9	9	17	15
Industrie automobile	43	-44	-8	6	21	-37	-43
Biens de consommation	25	4	16	14	12	8	-1
Industries agricoles et alimentaires	24	6	0	3	7	26	6
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**8**	**5**	**-21**	**0**	**14**	**11**	**11**
Biens intermédiaires	9	9	-24	0	18	14	12
Biens d'équipement	18	12	-15	8	23	17	16
Industrie automobile	-29	-35	-48	-34	-18	-42	-10
Biens de consommation	12	8	-16	5	16	18	13
Industries agricoles et alimentaires	11	12	8	11	11	16	14
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**28**	**9**	**5**	**7**	**10**	**17**	**9**
Étrangères	21	7	9	11	12	10	17
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**23**	**23**	**22**	**22**	**18**	**24**	**21**
Biens intermédiaires	16	15	17	16	16	19	20
Biens d'équipement	54	55	58	62	65	68	64
Biens de consommation	21	23	21	18	8	15	13
Industries agricoles et alimentaires	8	16	14	13	13	19	15
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**3**	**2**	**1**	**1**	**2**	**2**	**2**
Biens intermédiaires	0	-2	1	-1	-1	-2	-3
Biens d'équipement	5	5	2	9	4	10	8
Industrie automobile	18	10	2	3	-5	2	2
Biens de consommation	3	3	6	8	9	4	6
Industries agricoles et alimentaires	-6	-6	-8	-9	-1	2	3
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**85,6**	**85,1**	**83,9**	**84,4**	**84,4**	**85,0**	**84,7**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	1	0	-1	-2	-2	-1	-2
Au cours des prochains mois	-7	-6	-5	-5	-6	-4	-4
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	110	**107**	**106**	**104**	**102**	**106**	**106**

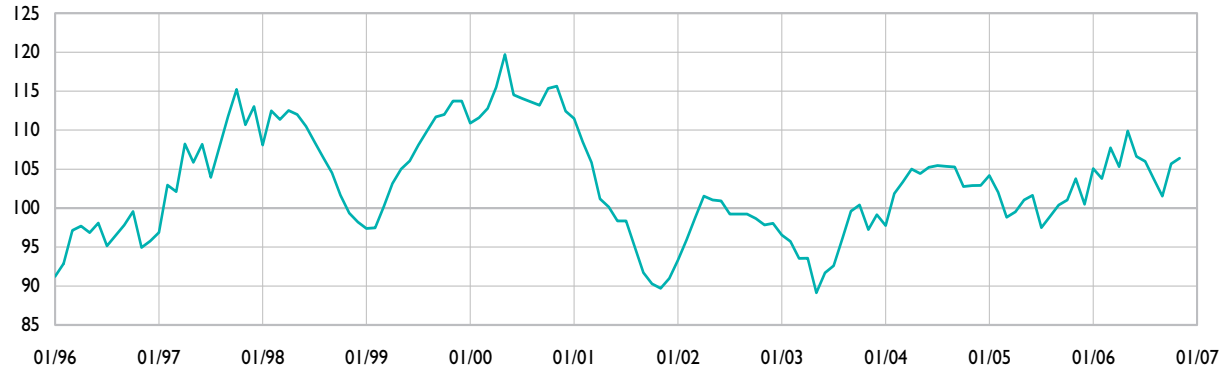
(a) Données exprimées en solde des opinions
(b) Données exprimées en pourcentage
(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

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

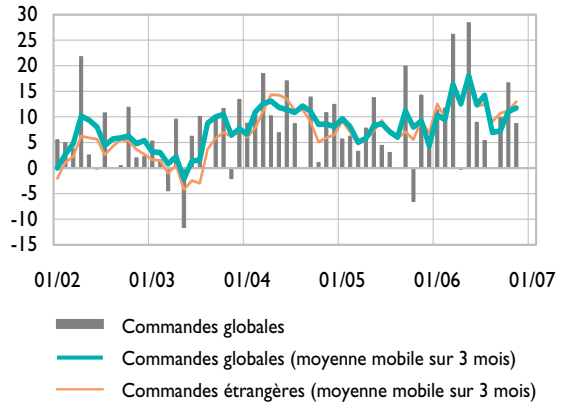
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



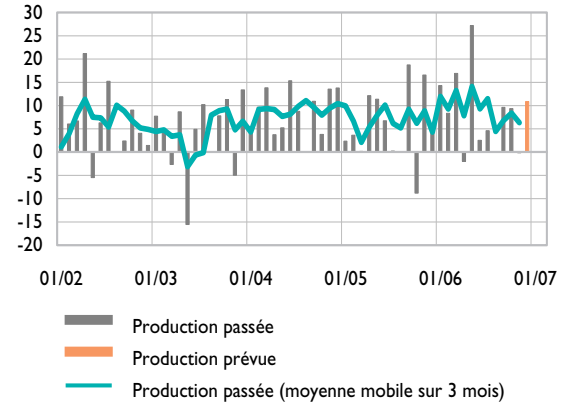
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



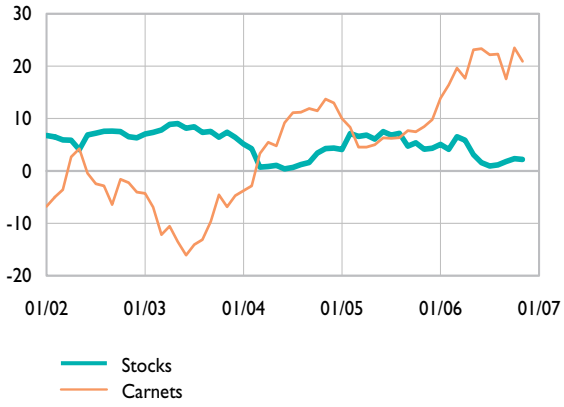
Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



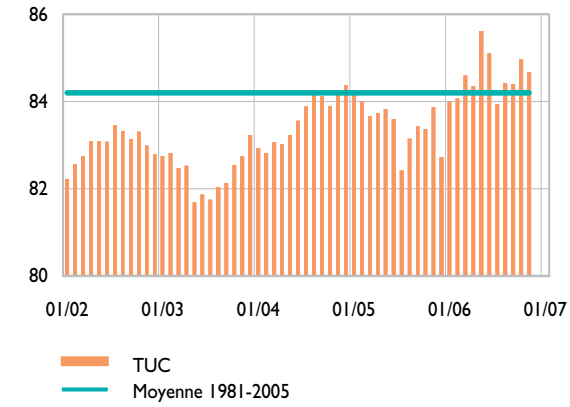
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

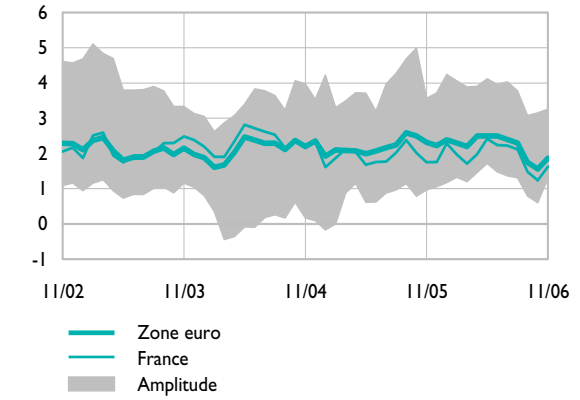
	2006								
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
France	1,7	2,0	2,4	2,2	2,2	2,1	1,5	1,2	1,6
Allemagne	1,9	2,3	2,1	2,0	2,1	1,8	1,0	1,1	1,5
Italie	2,2	2,3	2,3	2,4	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0
Zone euro	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9
Royaume-Uni	1,8	2,0	2,2	2,5	2,4	2,5	2,4	2,5	2,7
Union européenne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

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2003	2004	2005	2006					
				juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
France	2,2	2,3	1,9	0,1	0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,4
Allemagne	1,0	1,8	1,9	0,2	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3
Italie	2,8	2,3	2,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2
Zone euro	2,1	2,1	2,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,3
Royaume-Uni	1,4	1,3	2,0	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3
Union européenne	1,9	2,1	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,3	2,7	3,4	0,2	0,4	0,2	-0,5	-0,5	0,0
Japon	-0,2	0,0	-0,3	0,1	-0,1	0,6	-0,3	-0,3	nd

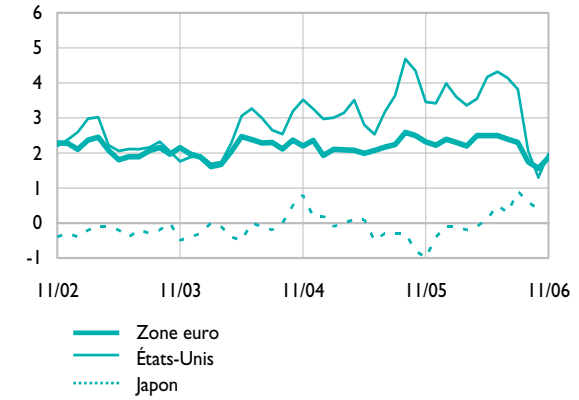
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)

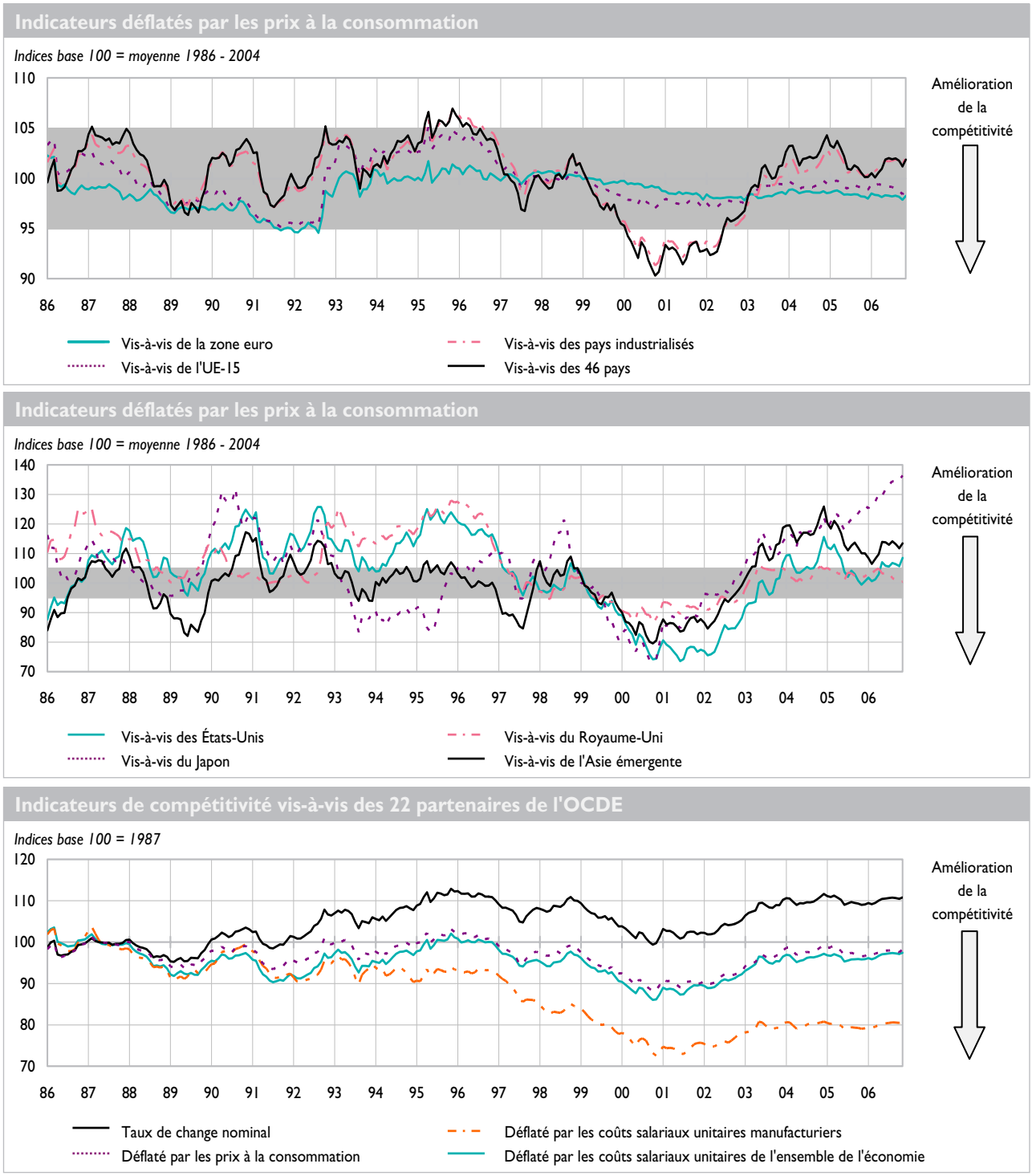


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Sources : nationales, Eurostat

Réalisé le 20 décembre 2006

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



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 20 décembre 2006

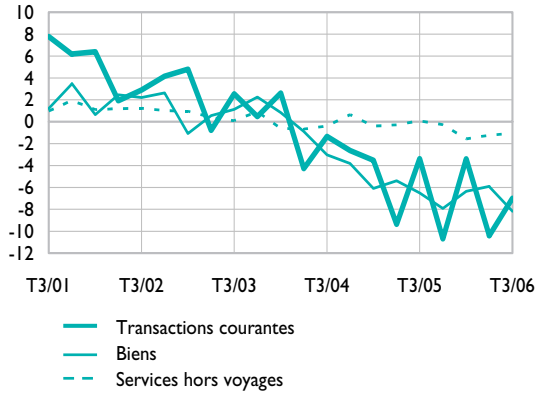
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005		2006		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-5 609**	**-26 953**	**-3 379**	**-10 685**	**-3 393**	**-10 392**	**-6 971**
Biens	-6 905	-25 904	-6 511	-7 906	-6 345	-5 894	-8 151
Services hors voyages	-1 004	-855	84	-264	-1 564	-1 223	-1 046
Voyages	9 813	8 911	2 666	2 559	628	2 407	2 508
Revenus	10 166	13 059	6 709	1 979	5 782	107	6 568
Transferts courants	-17 679	-22 164	-6 327	-7 054	-1 894	-5 789	-6 850
Compte de capital	**1 448**	**506**	**376**	**-388**	**-201**	**-223**	**-200**
Compte financier	**-3 261**	**-15 208**	**11 788**	**-32 048**	**56 442**	**20 505**	**26 327**
Investissements directs	-20 636	-41 887	-5 390	-32 920	12 631	-13 190	-8 221
Français à l'étranger	*-45 905*	*-93 008*	*-19 058*	*-44 995*	*-3 740*	*-29 370*	*-18 478*
Étrangers en France	*25 271*	*51 121*	*13 668*	*12 075*	*16 371*	*16 180*	*10 257*
Investissements de portefeuille	-46 563	-9 217	18 807	-17 978	-31 062	-2 065	-22 403
Avoirs	*-179 891*	*-191 309*	*-29 468*	*-65 640*	*-67 223*	*-14 278*	*-54 842*
Engagements	*133 326*	*182 091*	*48 275*	*47 661*	*36 161*	*12 213*	*32 439*
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	-379	2 795	909	2 358	2 100
Autres investissements	62 445	20 665	-3 058	13 029	74 398	35 156	58 494
Avoirs de réserve	-3 508	7 055	1 807	3 027	-434	-1 754	-3 643
Erreurs et omissions nettes	**7 421**	**41 653**	**-8 785**	**43 120**	**-52 848**	**-9 890**	**-19 156**

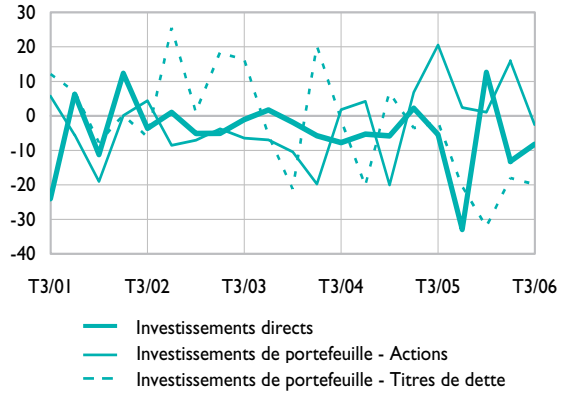
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

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

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005		2006		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-5 609**	**-26 953**	**-3 379**	**-10 685**	**-3 393**	**-10 392**	**-6 971**
Biens	**-6 905**	**-25 904**	**-6 511**	**-7 906**	**-6 345**	**-5 894**	**-8 151**
Exportations	*338 817*	*352 968*	*83 955*	*93 641*	*96 531*	*99 133*	*89 854*
Importations	*345 723*	*378 872*	*90 466*	*101 547*	*102 876*	*105 027*	*98 005*
Marchandises générales	-6 389	-24 200	-6 068	-7 377	-5 677	-5 458	-7 760
Avitaillement	-469	-977	-270	-356	-403	-333	-393
Travail à façon et réparations	-46	-726	-173	-173	-265	-103	2
Services hors voyages	**-1 004**	**-855**	**84**	**-264**	**-1 564**	**-1 223**	**-1 046**
Exportations	*55 246*	*59 330*	*15 047*	*15 726*	*14 447*	*14 408*	*12 834*
Importations	*56 248*	*60 185*	*14 963*	*15 990*	*16 011*	*15 631*	*13 880*
Transports	-1 001	-1 209	-145	-424	-807	-794	-25
Services de communication	915	1 103	346	242	294	297	328
Services de construction	1 152	1 632	415	512	395	468	413
Services d'assurances	-539	-935	-296	-85	-387	-322	-170
Services financiers	-838	-770	-238	-269	-366	-555	-488
Services d'informatique et d'information	34	-64	-43	-36	55	53	-61
Redevances et droits de licence	1 648	2 167	675	564	584	398	705
Autres services aux entreprises	-1 884	-2 103	-469	-501	-1 114	-591	-1 562
Services personnels, culturels et récréatifs	-276	-536	-125	-213	-171	-162	-149
Services des administrations publiques	-208	-136	-37	-51	-47	-15	-37
Voyages	**9 813**	**8 911**	**2 666**	**2 559**	**628**	**2 407**	**2 508**
Recettes	*32 833*	*33 981*	*10 578*	*7 754*	*6 251*	*9 389*	*10 450*
Dépenses	*23 021*	*25 071*	*7 912*	*5 196*	*5 623*	*6 982*	*7 942*
Revenus	**10 166**	**13 059**	**6 709**	**1 979**	**5 782**	**107**	**6 568**
Rémunérations des salariés	8 406	8 420	2 113	2 104	2 117	2 190	2 142
Revenus des investissements	1 761	4 638	4 597	-125	3 665	-2 083	4 426
Directs	*15 561*	*18 070*	*4 088*	*5 551*	*3 577*	*3 740*	*4 905*
De portefeuille	*-11 434*	*-9 859*	*1 372*	*-5 326*	*943*	*-4 562*	*1 451*
Autres	*-2 365*	*-3 574*	*-863*	*-349*	*-855*	*-1 261*	*-1 930*
Transferts courants	**-17 679**	**-22 164**	**-6 327**	**-7 054**	**-1 894**	**-5 789**	**-6 850**
Transferts courants du secteur des APU	-11 048	-14 925	-4 302	-5 562	125	-3 799	-4 987
Transferts courants des autres secteurs	-6 635	-7 241	-2 026	-1 493	-2 019	-1 990	-1 863
dont envois de fonds des travailleurs	*-2 135*	*-2 091*	*-609*	*-495*	*-476*	*-524*	*-460*
Compte de capital	**1 448**	**506**	**376**	**-388**	**-201**	**-223**	**-200**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

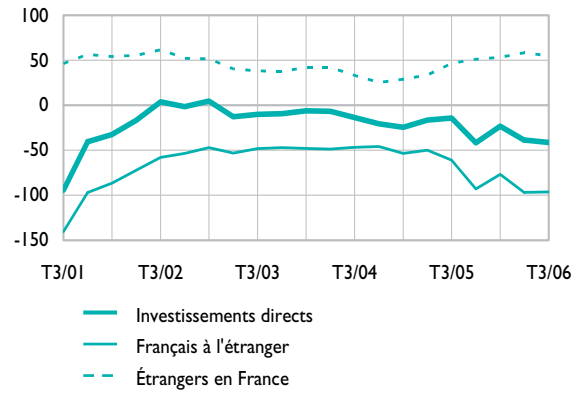
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004	2005	2005		2006		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte financier	**-3 261**	**-15 208**	**11 788**	**-32 048**	**56 442**	**20 505**	**26 327**
Investissements directs	-20 636	-41 887	-5 390	-32 920	12 631	-13 190	-8 221
Français à l'étranger	-45 905	-93 008	-19 058	-44 995	-3 740	-29 370	-18 478
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-36 429*	*-42 197*	*-9 713*	*-21 753*	*-7 338*	*-14 828*	*-8 210*
Étrangers en France	25 271	51 121	13 668	12 075	16 371	16 180	10 257
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*9 025*	*20 236*	*3 847*	*6 386*	*7 151*	*6 425*	*1 606*
Investissements de portefeuille	-46 563	-9 217	18 807	-17 978	-31 062	-2 065	-22 403
Avoirs	-179 891	-191 309	-29 468	-65 640	-67 223	-14 278	-54 842
Actions	*-49 119*	*-42 917*	*-1 305*	*-21 085*	*-11 769*	*22 308*	*-20 254*
Obligations	*-119 312*	*-137 035*	*-19 548*	*-37 044*	*-54 200*	*-50 750*	*-30 904*
Instruments du marché monétaire	*-11 459*	*-11 358*	*-8 615*	*-7 511*	*-1 254*	*14 164*	*-3 684*
Engagements	133 326	182 091	48 275	47 661	36 161	12 213	32 439
Actions	*25 016*	*52 633*	*21 848*	*23 491*	*12 848*	*-6 350*	*17 670*
Obligations	*94 133*	*110 831*	*19 473*	*31 628*	*15 344*	*23 876*	*22 608*
Instruments du marché monétaire	*14 176*	*18 628*	*6 954*	*-7 460*	*7 969*	*-5 313*	*-7 839*
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	-379	2 795	909	2 358	2 100
Autres investissements	62 445	20 665	-3 058	13 029	74 398	35 156	58 494
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*38 832*	*-2 346*	*6 171*	*-4 682*	*69 437*	*30 298*	*62 059*
Avoirs de réserve	-3 508	7 055	1 807	3 027	-434	-1 754	-3 643
Erreurs et omissions nettes	**7 421**	**41 653**	**-8 785**	**43 120**	**-52 848**	**-9 890**	**-19 156**

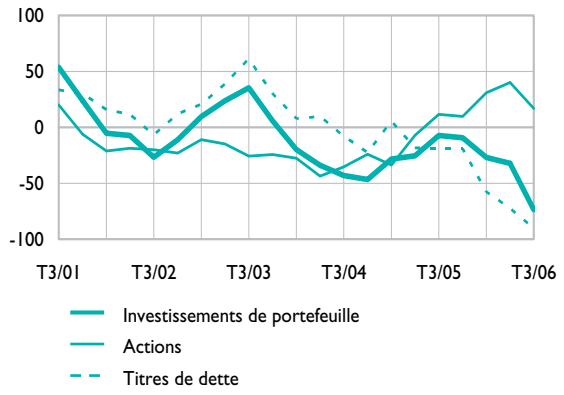
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

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
Compte de transactions courantes	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
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
Compte financier	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006			Cumul 12 mois	
					2005	2006
	oct. (a)	août (b)	sept. (b)	oct. (b)	oct. (a)	oct. (b)
Compte de transactions courantes	**-5 855**	**-3 967**	**-39**	**-2 786**	**-21 747**	**-28 372**
Biens	-2 071	-4 537	-1 149	-2 481	-23 233	-28 706
Services hors voyages	38	468	-544	-880	-22	-5 015
Voyages	1 146	379	826	1 016	9 063	7 972
Revenus	-2 981	1 644	3 073	1 846	12 440	19 263
Transferts courants	-1 987	-1 921	-2 245	-2 287	-19 995	-21 887
Compte de capital	**-417**	**99**	**57**	**-53**	**843**	**-648**
Compte financier	**-4 989**	**348**	**34 100**	**-25 439**	**15 982**	**50 776**
Investissements directs	-3 399	-4 878	-845	-3 504	-12 823	-41 805
Français à l'étranger	*-4 505*	*-5 212*	*-8 446*	*-9 986*	*-56 851*	*-102 064*
Capital social	*4 788*	*-2 198*	*-39*	*-3 870*	*-9 748*	*-47 059*
Bénéfices réinvestis	*-1 080*	*-1 166*	*-1 166*	*-1 166*	*-12 550*	*-13 814*
Autres opérations	*-8 213*	*-1 848*	*-7 241*	*-4 950*	*-34 556*	*-41 192*
Étrangers en France	*1 106*	*334*	*7 601*	*6 482*	*44 028*	*60 259*
Capital social	*1 374*	*-1 414*	*1 368*	*1 611*	*11 979*	*16 435*
Bénéfices réinvestis	*411*	*459*	*459*	*459*	*4 916*	*5 418*
Autres opérations	*-679*	*1 289*	*5 774*	*4 412*	*27 131*	*38 406*
Investissements de portefeuille	3 885	-13 783	18 175	-22 668	12 086	-100 061
Avoirs	*-12 718*	*-18 312*	*8 227*	*-43 022*	*-153 279*	*-232 287*
Actions	*4 903*	*-8 783*	*3 521*	*-9 411*	*-15 665*	*-45 114*
Obligations	*-14 306*	*-5 249*	*-8 680*	*-26 606*	*-120 448*	*-185 198*
Instruments du marché monétaire	*-3 316*	*-4 280*	*13 386*	*-7 005*	*-17 167*	*-1 974*
Engagements	*16 603*	*4 529*	*9 948*	*20 354*	*165 364*	*132 225*
Actions	*-196*	*89*	*3 820*	*6*	*39 017*	*47 861*
Obligations	*12 108*	*4 207*	*11 152*	*15 271*	*112 311*	*96 619*
Instruments du marché monétaire	*4 690*	*233*	*-5 024*	*5 077*	*14 039*	*-12 256*
Produits financiers dérivés	230	-591	1 998	-868	6 400	7 064
Autres investissements	-6 810	21 114	16 530	2 142	5 227	190 029
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-9 576*	*18 028*	*15 681*	*-879*	*-7 315*	*165 809*
Avoirs de réserve	1 106	-1 514	-1 758	-541	5 096	-4 451
Erreurs et omissions nettes	**11 261**	**3 520**	**-34 118**	**28 278**	**4 921**	**-21 757**

(a) Chiffres semi-définitifs
(b) Chiffres provisoires

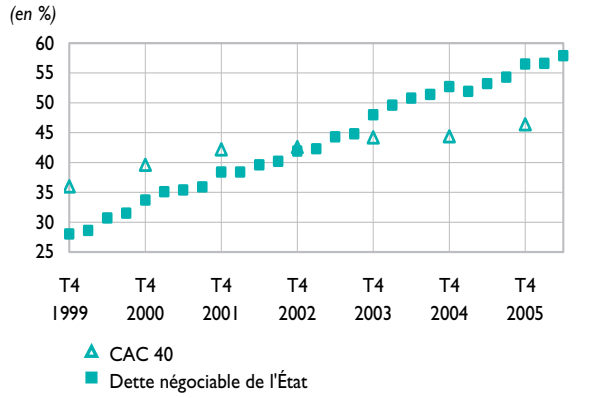
Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

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

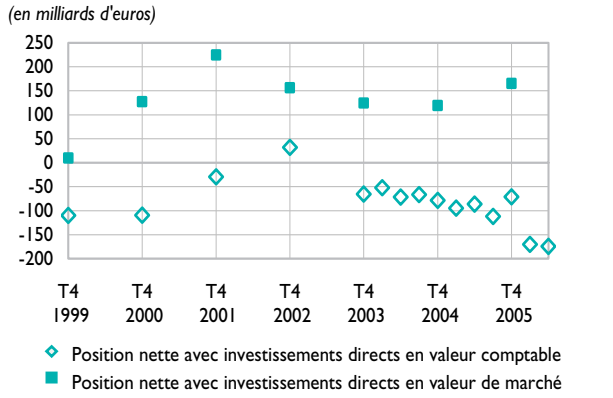
(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T2
Créances	**2 327,6**	**2 347,0**	**2 529,4**	**2 860,8**	**3 604,5**	**3 720,6**
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	742,0
Capitaux propres	*409,6*	*390,2*	*380,1*	*404,6*	*462,9*	*474,4*
Autres opérations	*167,8*	*168,9*	*193,5*	*204,3*	*260,3*	*267,5*
Investissements de portefeuille	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 620,4
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*301,8*	*390,5*	*480,3*	*566,0*	*663,6*	*692,6*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*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
IFM	*514,2*	*516,4*	*492,0*	*578,9*	*840,7*	*854,0*
Non IFM	*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
Engagements	**-2 356,9**	**-2 315,0**	**-2 594,8**	**-2 939,2**	**-3 675,8**	**-3 894,8**
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-539,2
Capitaux propres	*-212,2*	*-232,3*	*-267,4*	*-276,7*	*-296,9*	*-310,5*
Autres opérations	*-122,9*	*-135,1*	*-150,4*	*-178,2*	*-212,4*	*-228,8*
Investissements de portefeuille	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8	-1 803,9
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-251,1*	*-242,9*	*-287,6*	*-323,2*	*-409,8*	*-426,8*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-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
IFM	*-622,1*	*-632,1*	*-624,2*	*-740,4*	*-1 016,1*	*-1 125,4*
Non IFM	*-162,7*	*-154,0*	*-148,1*	*-153,3*	*-177,2*	*-191,4*
Position nette	**-29,3**	**32,1**	**-65,4**	**-78,4**	**-71,3**	**-174,2**

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



Position extérieure de la France

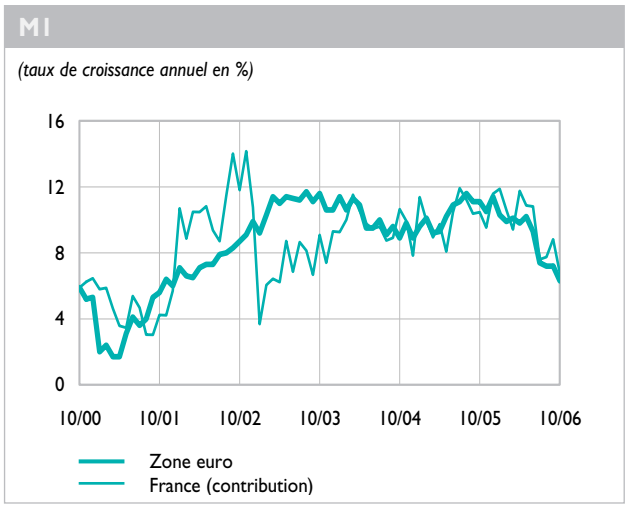


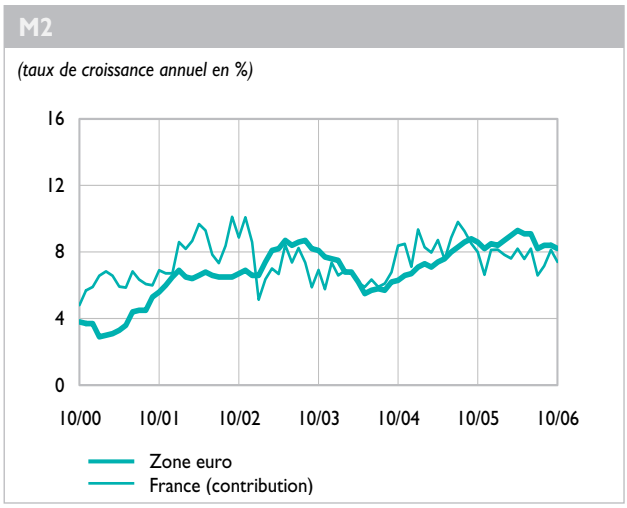
Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

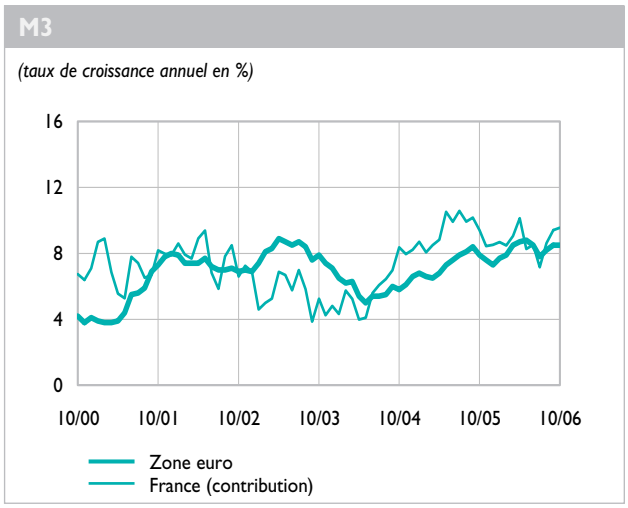
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

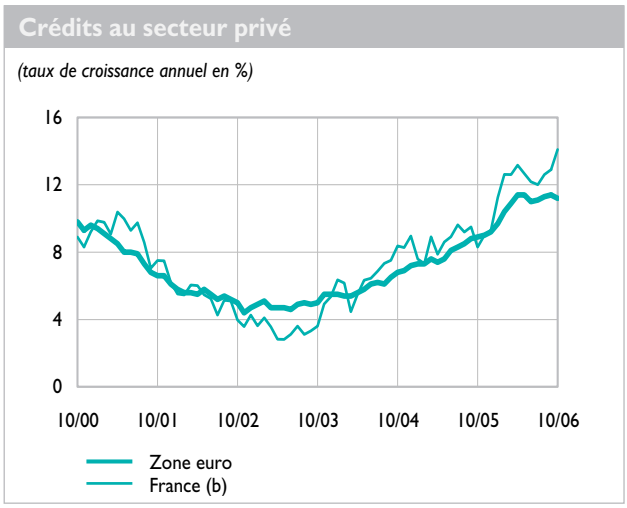
(taux de croissance annuel en %)

	2003	2004	2005	2005	2006						
	déc.	déc.	déc.	oct.	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
M1											
Zone euro (a)	10,6	8,9	11,4	11,1	9,8	10,2	9,3	7,4	7,2	7,2	6,3
France (contribution)	9,3	7,8	11,6	10,5	11,7	10,9	10,8	7,6	7,7	8,8	6,7
M2											
Zone euro (a)	7,6	6,7	8,5	8,6	9,3	9,1	9,1	8,2	8,4	8,4	8,2
France (contribution)	7,4	7,1	8,1	8,0	8,2	7,6	8,2	6,6	7,2	8,1	7,4
M3											
Zone euro (a)	7,1	6,6	7,3	7,9	8,7	8,8	8,5	7,8	8,2	8,5	8,5
France (contribution)	4,8	8,2	8,5	9,4	10,1	8,3	8,5	7,2	8,6	9,4	9,5
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	5,5	7,2	9,2	8,9	11,4	11,4	11,0	11,1	11,3	11,4	11,2
France (b)	5,3	9,0	9,3	8,3	13,2	12,7	12,2	12,0	12,6	12,9	14,1









(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 20 décembre 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.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Actif								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	35,7	38,8	36,0	38,4	30,7
Crédits	11,5	17,7	27,4	27,7	31,7	28,7	30,5	22,7
IFM	*11,1*	*17,3*	*27,1*	*27,4*	*31,4*	*28,4*	*30,3*	*22,5*
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	8,0	7,1	7,3	7,8	8,0
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*	*8,0*	*7,1*	*7,3*	*7,8*	*8,0*
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	19,1	19,4	15,6	17,9	21,0
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	23,5	29,0	30,7	32,9	34,6
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	35,7	44,1	43,3	42,1	42,1
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	84,0	95,5	98,2	101,6	99,5
Total	**158,9**	**174,9**	**210,0**	**198,0**	**226,8**	**223,9**	**232,9**	**227,9**
Passif								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	33,6	40,5	35,3	39,0	35,1
IFM	27,8	28,7	28,6	32,6	39,6	34,5	38,1	34,1
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	3,8	7,3	8,2	7,4	10,7	12,5	15,5	13,3
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	157,0	175,5	176,1	178,4	179,5
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	104,8	114,9	114,2	114,9	115,9
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	41,9	47,9	47,9	48,4	48,4
Autres	5,8	7,4	16,3	10,3	12,7	14,0	15,2	15,2
Total	**158,9**	**174,9**	**210,0**	**198,0**	**226,8**	**223,9**	**232,9**	**227,9**

(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.

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

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.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Actif								
Territoire national	3 001,7	3 202,7	3 291,8	3 340,5	3 528,2	3 516,2	3 565,5	3 572,7
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,4	2 547,1	2 698,4	2 690,7	2 727,5	2 725,5
IFM	*947,8*	*1 013,1*	*996,3*	*1 067,8*	*1 070,5*	*1 061,1*	*1 079,2*	*1 062,5*
APU	*142,0*	*139,5*	*150,8*	*135,8*	*147,5*	*150,0*	*153,8*	*150,8*
Secteur privé	*1 175,9*	*1 263,8*	*1 376,4*	*1 343,4*	*1 480,5*	*1 479,6*	*1 494,5*	*1 512,2*
Titres autres que des actions	431,3	461,0	455,6	474,9	495,3	492,2	500,9	504,4
IFM ≤ 2 ans	*129,8*	*162,6*	*140,0*	*150,9*	*165,9*	*174,5*	*179,2*	*183,1*
IFM > 2 ans	*49,9*	*53,3*	*57,4*	*55,7*	*63,8*	*63,1*	*64,4*	*67,3*
APU	*157,5*	*155,8*	*168,6*	*171,8*	*168,4*	*160,0*	*158,5*	*157,5*
Secteur privé	*94,2*	*89,4*	*89,6*	*96,5*	*97,1*	*94,6*	*98,9*	*96,4*
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	78,6	81,3	84,5	83,8	86,0
Actions et autres participations	241,0	257,5	234,6	239,9	253,1	248,9	253,2	256,8
Autres États de la zone euro	467,1	555,1	727,0	677,4	819,7	834,7	848,4	870,9
Reste du monde	503,4	608,9	869,4	776,6	904,2	916,7	945,5	983,9
Non ventilés par zones géographiques	379,3	417,0	602,9	550,7	657,8	674,7	762,3	744,9
Total	**4 351,5**	**4 783,8**	**5 491,1**	**5 345,1**	**5 909,9**	**5 942,3**	**6 121,7**	**6 172,5**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 257,1	2 278,1	2 245,0	2 281,0	2 251,7
IFM	933,1	1 006,6	1 011,3	1 063,7	1 049,9	1 039,9	1 058,9	1 032,3
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	22,8	23,9	10,6	24,2	11,6
Autres secteurs	1 075,6	1 129,6	1 185,8	1 170,6	1 204,3	1 194,5	1 198,0	1 207,8
Dépôts à vue	*344,1*	*357,1*	*395,3*	*377,7*	*406,5*	*390,5*	*398,7*	*395,8*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*49,6*	*45,5*	*53,4*	*53,8*	*60,8*	*61,6*	*61,9*	*64,3*
Dépôts à terme > 2 ans	*299,4*	*306,4*	*307,1*	*303,0*	*296,4*	*295,7*	*294,0*	*292,9*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*351,8*	*377,5*	*392,6*	*388,1*	*403,7*	*408,1*	*407,9*	*409,3*
Pensions	*30,7*	*43,2*	*37,4*	*48,0*	*36,9*	*38,7*	*35,4*	*45,4*
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	275,5	316,2	340,3	345,0	345,8
IFM	173,6	201,5	226,4	231,0	262,5	276,3	279,9	280,6
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	44,5	53,7	64,0	65,1	65,2
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	660,6	867,1	873,0	921,4	956,5
Non ventilés par zones géographiques	1 672,1	1 853,2	2 220,5	2 151,9	2 448,5	2 484,0	2 574,2	2 618,5
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*218,3*	*259,4*	*271,3*	*282,9*	*318,5*	*333,9*	*331,2*	*352,5*
Titres de créance émis > 2 ans	*375,2*	*404,8*	*458,6*	*453,3*	*493,9*	*498,2*	*503,0*	*508,7*
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	397,3	427,8	436,1	434,7	439,3
Capital et réserves	299,2	313,8	318,7	318,7	336,7	337,0	336,6	338,1
Autres	451,6	521,1	784,2	699,7	871,6	878,8	968,7	979,7
Total	**4 351,5**	**4 783,8**	**5 491,1**	**5 345,1**	**5 909,9**	**5 942,3**	**6 121,7**	**6 172,5**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

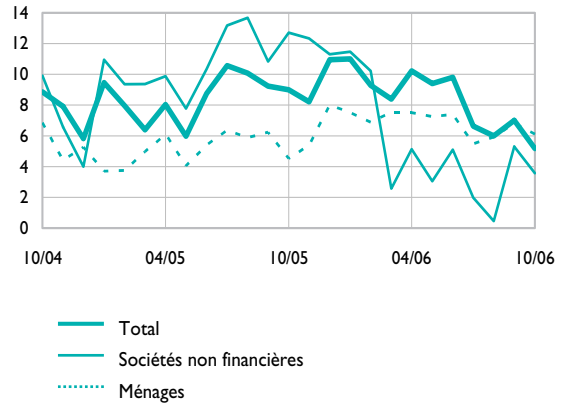
Figure 14
Dépôts – France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	394,7	418,9	406,3	415,4	414,3
Ménages et assimilés	*202,4*	*212,9*	*230,1*	*220,5*	*237,5*	*232,4*	*234,3*	*234,0*
Sociétés non financières	*120,0*	*124,2*	*139,9*	*129,6*	*135,7*	*129,9*	*136,7*	*133,8*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*39,2*	*47,8*	*55,6*	*44,6*	*45,6*	*44,0*	*44,4*	*46,6*
Autres agents	19,2	17,5	22,6	24,7	31,5	27,0	26,1	26,4
Total – Encours	**380,9**	**402,4**	**448,1**	**419,4**	**450,4**	**433,3**	**441,5**	**440,7**
Total – Taux de croissance	**6,6**	**5,8**	**10,9**	**9,0**	**6,6**	**6,0**	**7,0**	**5,2**
Comptes sur livret								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	110,9	111,7	112,7	112,8	112,7
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,6	17,5	17,7	17,8	17,8
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	38,9	38,6	38,7	38,5	38,3
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,5	49,3	49,6	49,6	49,9
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	56,1	56,4	56,7	56,9	57,2
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,3	6,4	6,5	6,6	6,6
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	112,7	123,7	126,0	125,8	126,8
Total – Encours	**351,8**	**377,5**	**392,6**	**388,1**	**403,7**	**408,1**	**407,9**	**409,3**
Total – Taux de croissance	**10,0**	**7,3**	**4,0**	**5,3**	**4,0**	**4,6**	**5,0**	**5,5**

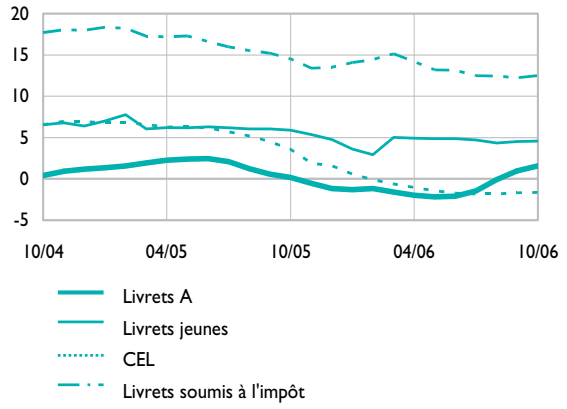
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

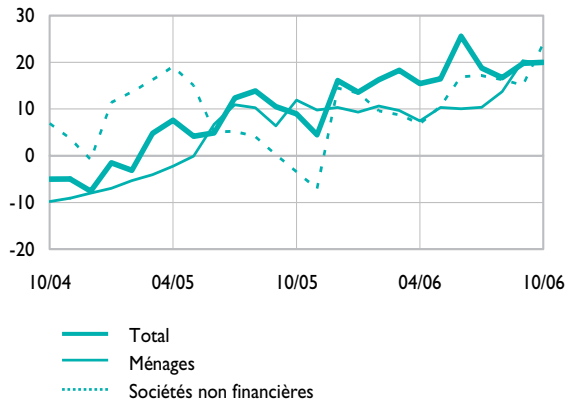
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	oct.	juil.	août	sept.	oct.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	47,6	52,7	53,9	54,4	57,9
Ménages et assimilés	*20,4*	*18,6*	*20,8*	*21,7*	*23,7*	*24,5*	*25,1*	*25,8*
Sociétés non financières	*23,3*	*22,8*	*26,5*	*25,7*	*28,6*	*28,9*	*28,9*	*31,7*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,4*	*0,3*	*0,3*	*0,2*	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*0,4*
Autres agents	5,5	3,8	5,8	6,3	8,2	7,7	7,6	6,4
Total – Encours	**49,6**	**45,5**	**53,4**	**53,8**	**60,8**	**61,6**	**61,9**	**64,3**
Total – Taux de croissance	**-16,9**	**-7,6**	**16,1**	**8,9**	**18,8**	**16,7**	**19,7**	**19,9**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	291,5	275,0	274,5	273,3	272,2
Ménages et assimilés	*279,1*	*282,6*	*281,4*	*278,7*	*261,6*	*261,0*	*259,5*	*258,1*
PEL	*216,7*	*224,2*	*225,6*	*223,0*	*207,8*	*207,1*	*205,7*	*203,9*
PEP	*46,0*	*42,5*	*39,0*	*39,0*	*35,8*	*35,6*	*35,3*	*34,9*
Autres	*16,4*	*15,9*	*16,8*	*16,7*	*17,9*	*18,3*	*18,6*	*19,3*
Sociétés non financières	*9,9*	*13,1*	*13,5*	*12,8*	*13,4*	*13,5*	*13,8*	*14,0*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres agents	10,3	10,6	12,1	11,5	21,4	21,1	20,7	20,7
Total – Encours	**299,4**	**306,4**	**307,1**	**303,0**	**296,4**	**295,7**	**294,0**	**292,9**
Total – Taux de croissance	**4,9**	**2,3**	**0,2**	**2,0**	**-3,8**	**-4,3**	**-4,7**	**-4,8**

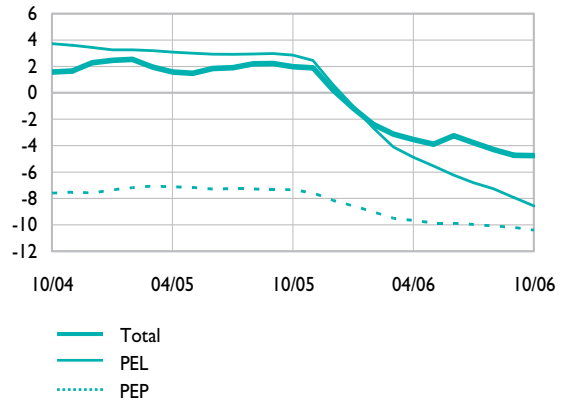
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 décembre 2006

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.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 343,7	1 464,7	1 480,7	1 479,8	1 494,8	1 512,4
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	135,9	150,8	147,6	150,1	153,9	150,8
Total – Encours	**1 318,4**	**1 403,7**	**1 527,5**	**1 479,6**	**1 615,5**	**1 628,3**	**1 629,9**	**1 648,6**	**1 663,3**
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	8,0	11,2	11,3	11,9	12,0	13,0
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	-0,6	11,4	12,7	11,9	9,4	10,9
Total – Taux de croissance	**6,0**	**7,4**	**8,8**	**7,1**	**11,2**	**11,4**	**11,9**	**11,8**	**12,8**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	207,1	216,3	229,9	224,2	241,5	243,4	244,0	245,5	247,1
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	152,8	169,0	170,3	164,3	166,5	170,0
Autres objets	171,2	180,9	193,0	187,8	200,5	200,4	199,5	202,4	206,0
Total – Encours	**514,8**	**541,5**	**579,6**	**564,7**	**611,1**	**614,1**	**607,9**	**614,4**	**623,1**
Total – Taux de croissance	**-1,1**	**6,0**	**7,2**	**6,0**	**10,8**	**10,0**	**10,0**	**10,7**	**10,7**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	385,5	438,1	503,6	487,9	540,0	548,8	554,0	560,4	565,3
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	124,5	132,8	132,2	131,1	131,8	132,3
Autres objets	81,3	82,8	81,4	83,3	80,8	81,5	81,0	80,7	80,7
Total – Encours	**580,5**	**639,5**	**712,9**	**695,7**	**753,6**	**762,5**	**766,1**	**772,9**	**778,3**
Total – Taux de croissance	**7,8**	**9,6**	**11,7**	**10,7**	**12,2**	**12,1**	**12,0**	**12,2**	**12,2**

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

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

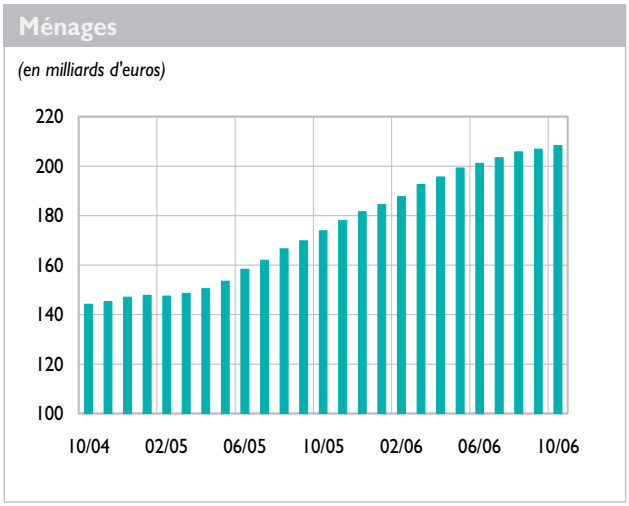
(a) Crédits des établissements de crédit implantés en France à des résidents français

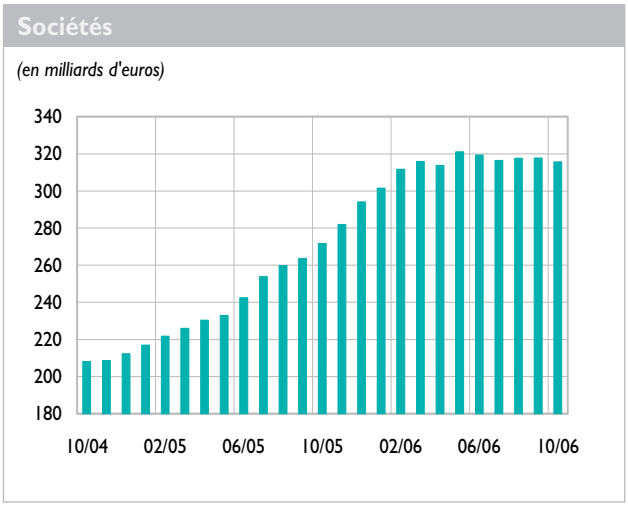
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

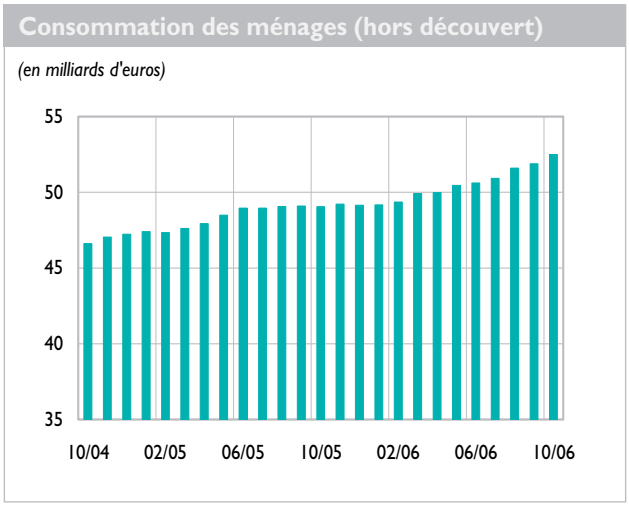
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

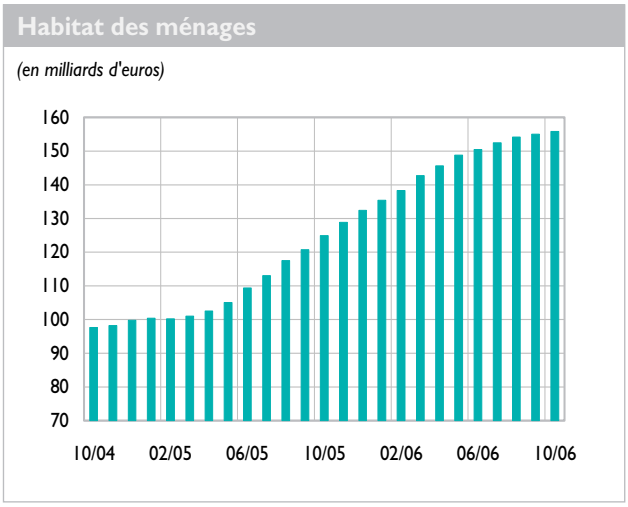
(hors découvert, en cumul sur 12 mois, montants en milliards d'euros)

	2005			2006		
	août	sept.	oct.	août	sept.	oct.
Ensemble des contrats nouveaux	**426,3**	**433,6**	**445,7**	**523,5**	**524,7**	**524,0**
Crédits aux ménages	**166,5**	**169,8**	**173,9**	**205,8**	**206,9**	**208,3**
Consommation (hors découvert)	49,1	49,1	49,1	51,6	51,9	52,5
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	39,9	40,6	41,6	39,5	38,8	37,9
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	77,5	80,2	83,3	114,6	116,2	117,9
Crédits aux sociétés non financières	**259,8**	**263,8**	**271,7**	**317,7**	**317,8**	**315,7**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	201,2	203,9	209,5	232,2	229,9	224,7
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	58,5	59,8	62,3	85,5	87,9	91,0









Données révisées sur l'ensemble de la période
(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période sur laquelle le taux d'un crédit est fixe.
Pfit ≤ 1 an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits à taux fixe de durée initiale ≤ 1 an
Pfit > 1 an : crédits à taux révisable selon une périodicité supérieure à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale > 1 an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

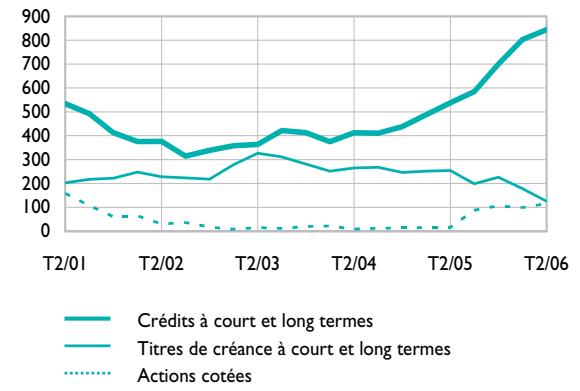
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005			2006		2006	2006
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements							
Endettement	**811,2**	**797,3**	**948,0**	**1 021,4**	**989,0**	**304,8**	**15 832,4**
Crédits à court terme	61,9	63,4	88,4	111,7	116,6	59,5	1 706,6
Crédits à long terme	475,7	521,2	611,8	691,3	727,5	180,8	8 206,5
Titres de créance à court terme	25,0	7,3	9,6	5,0	-10,8	17,7	861,2
Titres de créance à long terme	229,2	190,6	216,0	174,1	136,1	52,2	4 744,0
Dépôts reçus par les administrations publiques (a)	19,4	14,8	22,2	39,4	19,5	-5,4	314,1
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	15,1	88,1	105,9	98,7	115,5	18,2	3 940,1
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,3	13,4	12,7	13,3	13,0	3,1	320,2
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	59,0	55,7	53,3	50,1	47,1	19,2	478,9
Dépôts à vue	188,1	176,2	230,2	182,3	174,6	103,2	2 619,4
Dépôts remboursables avec préavis	76,8	70,0	45,3	47,1	32,0	-4,1	1 501,6
Dépôts à terme à moins de 2 ans	27,9	41,2	26,2	70,2	108,0	27,7	1 653,9
Dépôts des administrations centrales	-12,3	-22,0	10,8	5,4	-3,4	15,2	207,4
Dépôts auprès des non IFM	23,4	18,8	24,0	35,4	23,3	-4,7	360,6
Titres de créance à court terme	17,1	12,2	-8,1	31,7	28,1	6,0	258,2
Titres d'OPCVM monétaires	-14,3	-8,1	-0,3	-1,6	-3,3	-2,7	379,5
Pensions sur titres auprès des IFM	-2,5	-5,2	-8,2	2,1	7,1	3,3	84,2
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	120,6	113,3	114,6	129,0	132,0	36,1	1 602,9
Titres de créance à moyen et long termes	51,3	37,9	58,0	66,6	81,3	34,7	1 831,6
Actions cotées	-19,1	-35,5	22,6	-27,7	-2,6	45,3	2 847,8
Assurance-vie et fonds de pension	284,0	297,4	306,9	324,4	319,6	69,0	4 653,7
Titres d'OPCVM non monétaires	60,5	79,5	81,9	64,3	45,4	-1,5	1 765,0

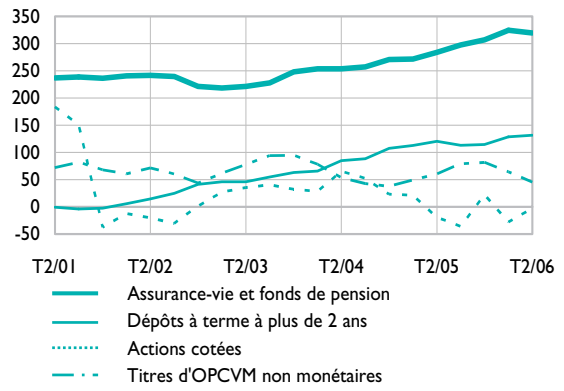
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) La série antérieurement disponible : « Dépôts reçus par les administrations centrales » est remplacée par une série plus large « Dépôts reçus par les administrations publiques ».

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

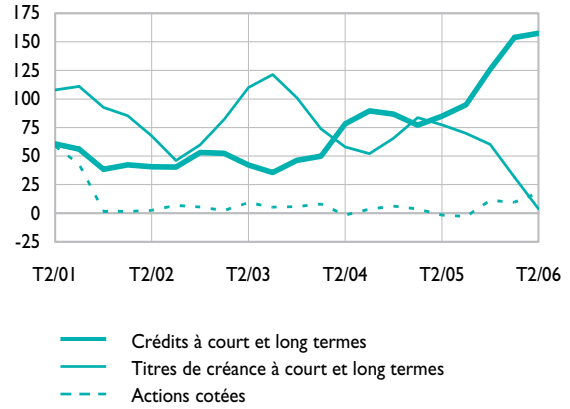
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005			2006		2006	2006
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**200,4**	**198,1**	**224,8**	**235,4**	**220,7**	**65,8**	**2 875,4**
Crédits à court terme	-4,0	-1,0	11,5	21,8	19,8	9,4	226,7
Crédits à long terme	88,9	95,9	114,2	132,0	137,7	33,9	1 341,4
Crédits vis-à-vis des non-résidents	38,1	33,4	38,9	50,0	59,3	26,0	354,3
Titres de créance à court terme	1,5	-11,0	-3,9	-19,6	-27,6	-10,2	117,9
Titres de créance à long terme	75,8	80,9	64,1	51,1	31,5	6,7	1 140,3
Émissions d'actions et autres parts sociales	**66,5**	**64,8**	**73,6**	**74,3**	**89,5**	**24,0**	**4 123,1**
Actions cotées	-1,6	-3,0	11,2	9,5	17,9	5,2	1 208,1
Autres types de parts sociales	68,1	67,8	62,5	64,9	71,7	18,7	2 915,0
Placements							
Dépôts et titres à court terme	**86,7**	**95,5**	**80,9**	**139,8**	**63,0**	**-34,2**	**1 378,9**
Monnaie fiduciaire	4,0	4,1	4,2	4,1	4,5	2,2	41,5
Dépôts à vue	30,7	31,7	38,9	26,3	29,0	13,6	417,6
Placements à vue	25,3	21,1	15,0	16,8	14,5	0,2	395,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	2,4	1,3	5,3	4,2	6,4	2,6	50,9
Dépôts des administrations centrales	-6,4	-6,0	1,3	13,7	-5,9	-17,1	33,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	13,3	11,1	3,8	12,3	-9,3	-8,2	109,3
Titres de créance à court terme	15,2	27,1	2,0	49,3	15,7	-23,0	107,0
Titres d'OPCVM monétaires	5,0	7,9	11,6	14,5	9,4	-3,4	213,8
Pensions sur titres auprès des IFM	-0,6	-1,0	-0,8	-1,6	-0,6	-0,5	0,3
Autres titres à court terme	-2,1	-1,9	-0,4	0,2	-0,7	-0,6	9,1
Placements à moyen et long termes	**146,7**	**139,7**	**153,9**	**145,1**	**143,8**	**33,3**	**5 318,7**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	5,6	5,3	-0,8	-12,6	-16,5	-6,4	277,1
Placements de type obligataire	9,1	11,0	12,7	10,0	2,9	-0,9	182,7
Placements de type actions et autres participations	74,9	63,8	91,0	81,3	68,2	11,7	3 602,2
Assurance-vie et fonds de pension	69,8	73,6	77,2	94,1	101,3	24,1	1 056,1
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-12,7	-14,0	-26,1	-27,7	-12,1	4,7	200,6

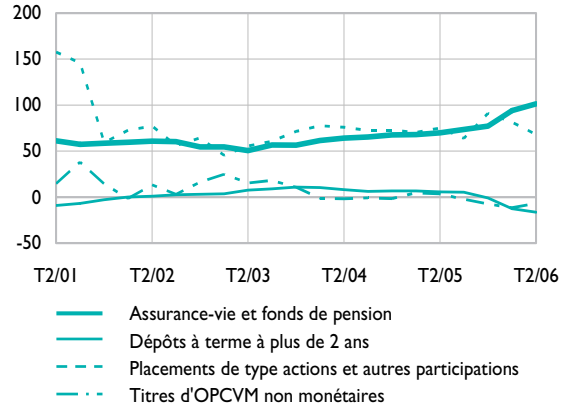
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.
(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

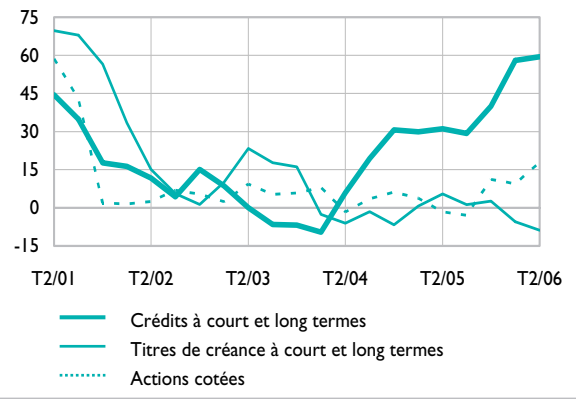
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005			2006		2006	2006
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**74,6**	**63,9**	**81,6**	**102,5**	**110,0**	**46,1**	**924,3**
Crédits à court terme	7,7	3,6	7,2	10,9	10,3	4,2	155,0
Crédits à long terme	23,4	25,7	32,8	47,1	49,1	10,9	487,3
Crédits vis-à-vis des non-résidents	38,1	33,4	38,9	50,0	59,3	26,0	354,3
Titres de créance à court terme	4,4	1,6	3,8	-3,1	-6,9	0,3	30,5
Titres de créance à long terme	1,0	-0,4	-1,2	-2,4	-1,9	4,8	255,4
Émissions d'actions et autres parts sociales	**66,5**	**64,8**	**73,6**	**74,3**	**89,5**	**24,0**	**4 123,1**
Actions cotées	-1,6	-3,0	11,2	9,5	17,9	5,2	1 208,1
Autres types de parts sociales	68,1	67,8	62,5	64,9	71,7	18,7	2 915,0
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	**32,4**	**45,7**	**28,0**	**59,1**	**29,2**	**-15,6**	**422,8**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Dépôts à vue	12,2	12,6	14,1	3,1	6,6	9,0	137,5
Placements à vue	1,1	0,4	0,0	-1,0	-1,8	-0,5	3,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,2	0,1	3,3	2,2	4,1	1,3	28,3
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	1,2
Titres de créance à court terme	16,2	27,2	2,8	47,1	13,7	-22,2	99,5
Titres d'OPCVM monétaires	3,4	7,4	8,2	8,9	7,9	-1,9	145,3
Pensions sur titres auprès des IFM	-0,6	-1,0	-0,8	-1,6	-0,6	-0,5	0,3
Autres titres à court terme	-1,2	-1,2	0,2	0,2	-0,7	-0,6	7,2
Placements à moyen et long termes	**47,2**	**35,8**	**47,9**	**46,1**	**42,2**	**4,8**	**2 705,9**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	1,4	1,6	0,3	-0,5	0,9	0,3	13,4
Placements de type obligataire	2,4	4,6	5,4	0,9	-4,2	-2,3	64,5
Placements de type actions et autres participations	44,1	32,3	47,9	51,9	48,9	7,9	2 592,4
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-0,8	-2,7	-5,6	-6,2	-3,5	-1,0	35,6

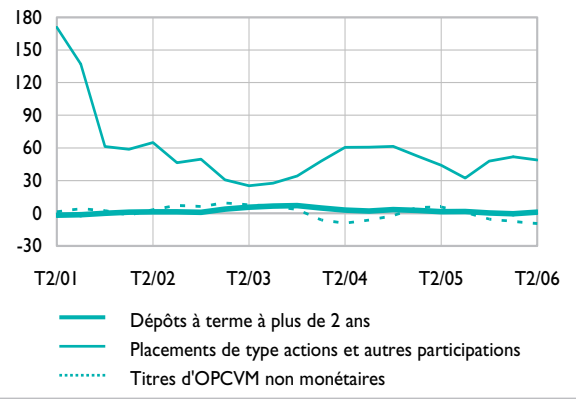
Financements

(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) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

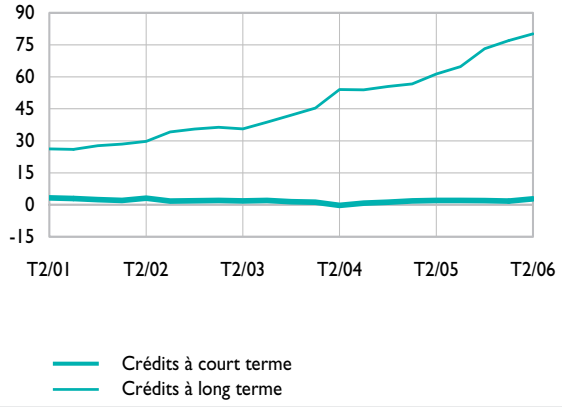
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005			2006		2006	2006
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**63,4**	**66,9**	**75,2**	**78,9**	**83,0**	**25,4**	**774,0**
Crédits à court terme	2,1	2,1	2,0	1,8	2,8	2,1	41,2
Crédits à long terme	61,4	64,8	73,2	77,1	80,2	23,2	732,8
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	**51,2**	**48,9**	**40,5**	**53,0**	**30,4**	**5,6**	**848,5**
Monnaie fiduciaire	3,9	4,1	4,2	4,1	4,5	2,2	41,1
Dépôts à vue	11,1	12,9	17,1	15,8	16,0	8,5	233,1
Placements à vue	24,1	20,6	14,9	17,7	16,5	0,8	392,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,3	1,3	1,9	1,9	2,0	1,3	22,2
Autres dépôts (à l'étranger …)	13,2	11,0	3,7	12,2	-9,2	-8,1	108,0
Titres de créance à court terme	-1,2	-0,1	0,0	2,2	2,0	0,0	5,5
Titres d'OPCVM monétaires	-1,2	-1,0	-1,3	-0,7	-1,5	0,8	46,4
Autres titres à court terme	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Placements à moyen et long termes	**89,6**	**95,7**	**99,3**	**104,1**	**99,1**	**18,3**	**2 259,0**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	4,1	3,8	-1,1	-12,1	-17,3	-6,7	263,6
Placements de type obligataire	4,8	3,6	3,2	3,0	-2,4	-2,6	76,9
Placements de type actions et autres participations	25,0	27,6	38,7	37,6	24,8	-1,3	712,6
Assurance-vie et fonds de pension	69,8	73,6	77,2	94,1	101,3	24,1	1 056,1
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-14,2	-12,7	-18,5	-18,4	-7,2	4,8	149,8

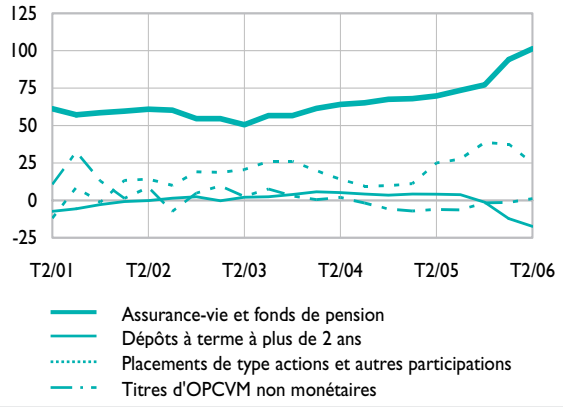
Financements

(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) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

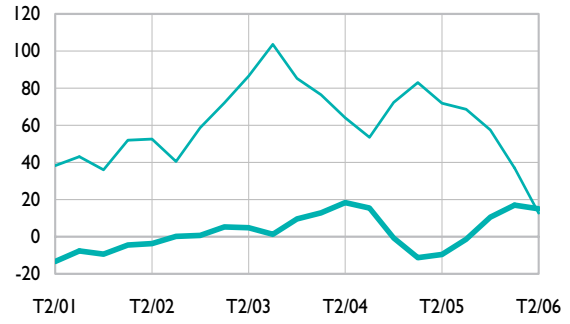
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005			2006		2006	2006
	T2	T3	T4	T1	T2	T2	juin
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**62,3**	**67,4**	**68,0**	**54,0**	**27,7**	**-5,7**	**1 177,0**
Crédits à court terme	-13,7	-6,7	2,3	9,2	6,7	3,1	30,6
Crédits à long terme	4,1	5,4	8,2	7,8	8,3	-0,2	121,2
Titres de créance à court terme	-2,9	-12,6	-7,7	-16,5	-20,6	-10,5	87,4
Titres de créance à long terme	74,8	81,3	65,2	53,5	33,4	1,9	884,9
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	**3,1**	**0,9**	**12,5**	**27,8**	**3,4**	**-24,1**	**107,6**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	7,4	6,2	7,8	7,4	6,4	-3,9	47,0
Placements à vue	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,4
Dépôts des administrations centrales	-6,4	-6,0	1,3	13,7	-5,9	-17,1	33,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créance à court terme	0,2	0,0	-0,8	0,0	-0,1	-0,7	2,0
Titres d'OPCVM monétaires	2,8	1,4	4,7	6,3	3,0	-2,2	22,1
Autres titres à court terme	-0,9	-0,8	-0,6	0,0	0,0	0,0	1,9
Placements à moyen et long termes	**10,0**	**8,2**	**6,7**	**-5,2**	**2,5**	**10,2**	**353,8**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	1,9	2,8	4,1	6,1	9,4	4,0	41,4
Placements de type actions et autres participations	5,8	3,9	4,5	-8,2	-5,5	5,1	297,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	2,3	1,5	-1,9	-3,1	-1,4	1,0	15,1

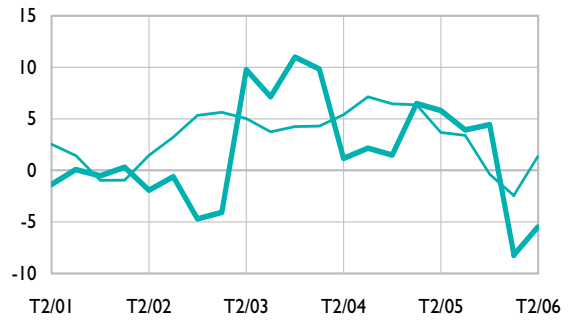
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) Compte tenu de son poids devenu très faible, la rubrique « Financement monétaire du Trésor public » n'est plus identifiée et ses composantes sont intégrées aux rubriques de crédit.
(b) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

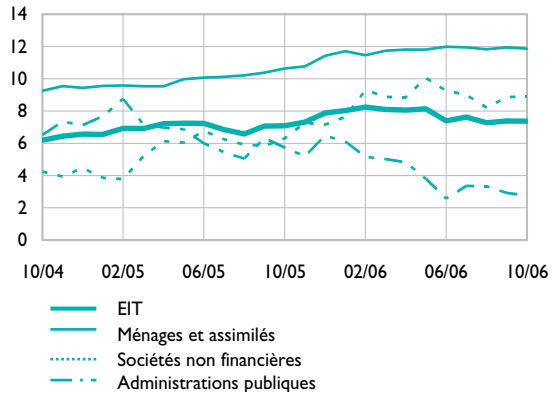
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2003	2004	2005	2006			2006
	déc.	déc.	déc.	août	sept.	oct.	oct.
Endettement Intérieur Total	**6,2**	**6,6**	**7,9**	**7,3**	**7,4**	**7,4**	**3 211,2**
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,8	12,0	11,9	798,8
≤ 1 an	*4,2*	*3,5*	*5,3*	*6,6*	*7,9*	*7,3*	*40,7*
> 1 an	*8,1*	*9,8*	*11,8*	*12,1*	*12,2*	*12,1*	*758,1*
Sociétés non financières	1,8	4,5	7,2	8,2	8,9	8,9	1 281,2
≤ 1 an	*-1,4*	*8,0*	*11,4*	*9,5*	*11,2*	*10,7*	*471,8*
> 1 an	*3,5*	*2,7*	*4,8*	*7,5*	*7,5*	*7,9*	*809,3*
Administrations publiques	10,7	7,1	6,5	3,3	2,9	2,8	1 131,2
≤ 1 an	*26,6*	*1,2*	*-3,4*	*-8,9*	*-10,4*	*-9,4*	*129,8*
> 1 an	*8,3*	*8,2*	*8,1*	*5,1*	*4,9*	*4,6*	*1 001,4*
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**3,7**	**6,8**	**9,1**	**10,8**	**11,0**	**11,1**	**1 604,7**
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,8	12,0	11,9	798,8
≤ 1 an	*4,2*	*3,5*	*5,3*	*6,6*	*7,9*	*7,3*	*40,7*
> 1 an	*8,1*	*9,8*	*11,8*	*12,1*	*12,2*	*12,1*	*758,1*
Sociétés non financières	-1,2	5,7	6,9	9,5	10,2	10,2	654,0
≤ 1 an	*-3,0*	*4,5*	*5,0*	*6,3*	*11,0*	*10,5*	*158,6*
> 1 an	*-0,6*	*6,1*	*7,5*	*10,5*	*9,9*	*10,1*	*495,5*
Administrations publiques (c)	7,3	-0,5	7,4	11,5	9,2	10,7	151,9
≤ 1 an	*50,3*	*-9,6*	*10,0*	*25,6*	*22,3*	*30,9*	*33,9*
> 1 an	*0,3*	*1,4*	*6,9*	*8,2*	*5,9*	*6,0*	*118,0*
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	**4,3**	**9,0**	**14,1**	**15,6**	**15,9**	**15,6**	**341,1**
Financements de marché	**9,8**	**5,8**	**5,1**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1 265,4**
Sociétés non financières (e)	5,6	-2,3	0,9	-2,4	-1,0	-0,1	295,5
≤ 1 an	*-29,4*	*-0,3*	*17,6*	*-10,8*	*-6,8*	*-4,6*	*35,0*
> 1 an	*10,2*	*-2,4*	*-0,5*	*-1,2*	*-0,2*	*0,6*	*260,5*
Administrations publiques	11,4	8,7	6,3	2,3	1,9	1,5	969,9
≤ 1 an	*24,2*	*4,7*	*-6,7*	*-17,4*	*-20,6*	*-20,9*	*86,5*
> 1 an	*9,7*	*9,3*	*8,2*	*4,8*	*4,8*	*4,4*	*883,4*

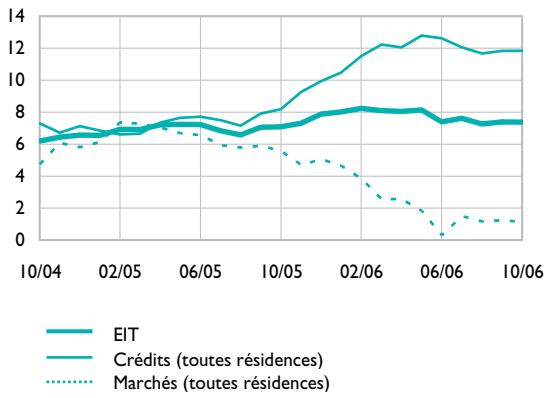
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



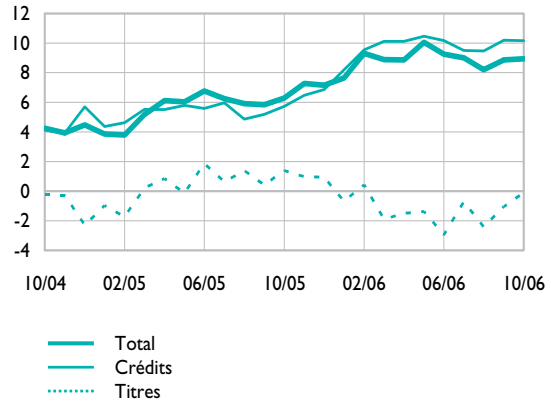
(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public jusqu'en juillet 2003.
(d) Prêts 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 20 décembre 2006*

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

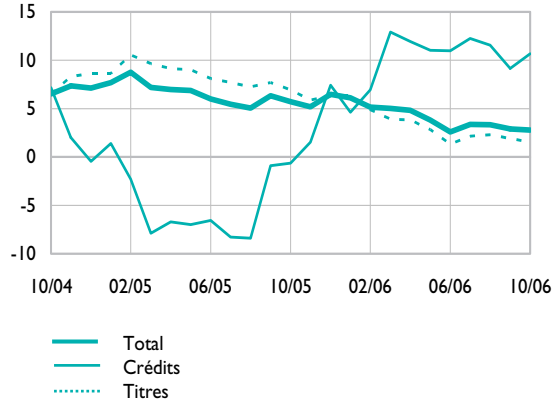
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



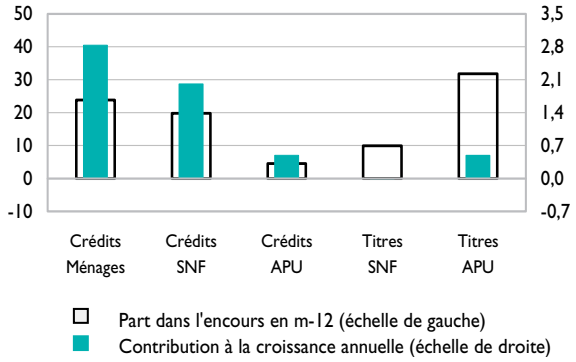
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



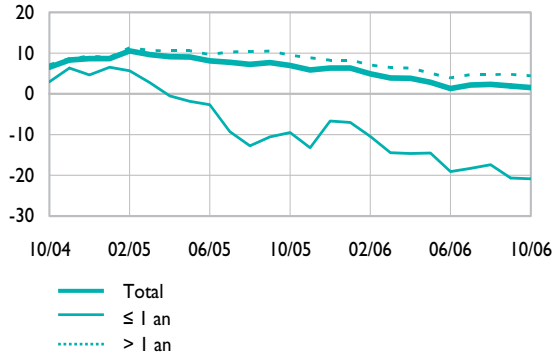
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à octobre 2006)



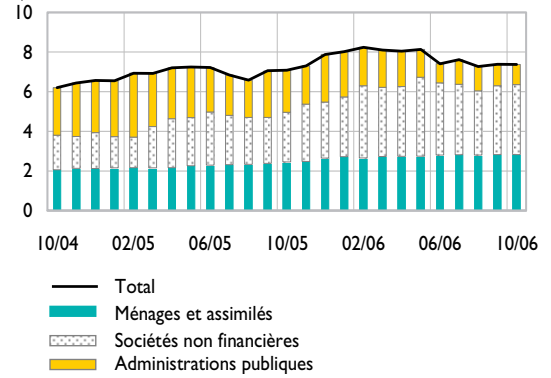
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



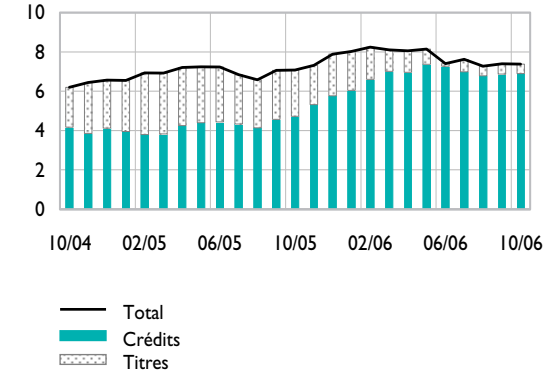
Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par nature de financement

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

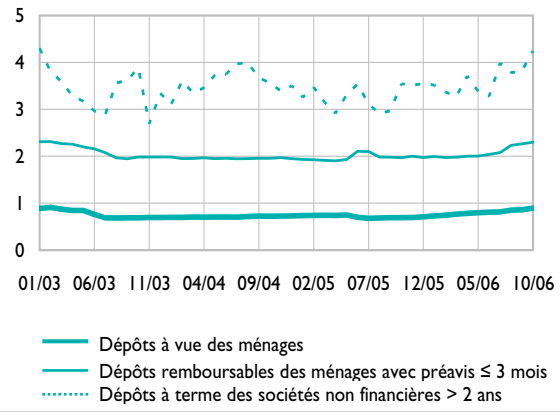
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	oct.	juin	juil.	août	sept.	oct.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,69	0,81	0,81	0,85	0,86	0,90
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,95	1,97	1,97	2,04	2,08	2,23	2,26	2,30
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,50	3,55	3,55	3,27	3,99	3,78	3,82	4,24
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,00	2,25	2,25	2,75	2,75	2,75
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,10	2,35	2,35	2,82	2,82	2,82
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,16	2,28	2,33	2,44	2,51	2,64
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,57	2,79	2,90	3,08	3,13	3,22
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,70	3,49	3,49	3,54	3,46	3,57

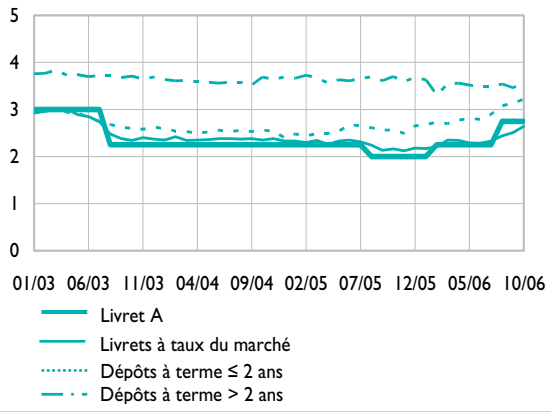
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



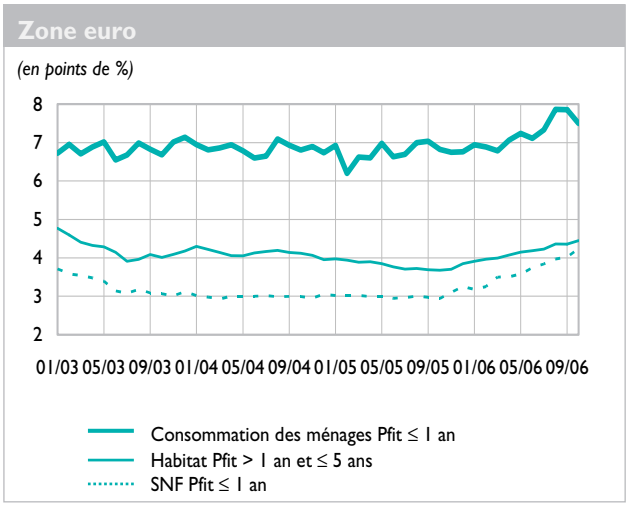
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

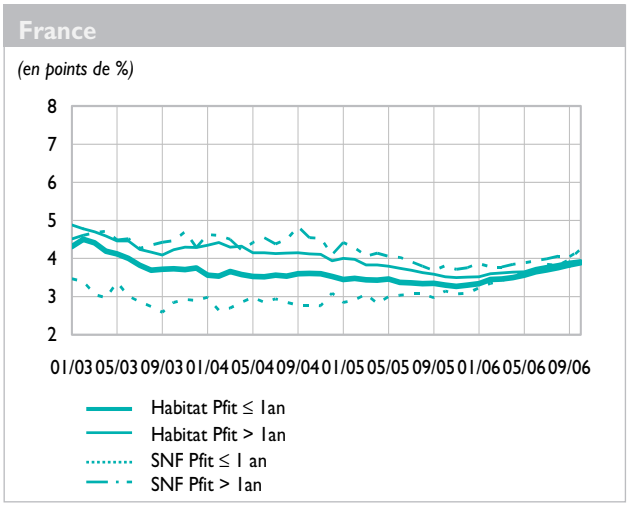
Réalisé le 20 décembre 2006

Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005		2006									
	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,75	6,76	6,94	6,88	6,79	7,06	7,24	7,11	7,33	7,86	7,86	7,50
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,71	3,85	3,91	3,97	3,99	4,07	4,15	4,19	4,23	4,36	4,36	4,45
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,10	3,25	3,18	3,26	3,50	3,51	3,57	3,74	3,84	3,97	4,02	4,24
France												
Consommation des ménages	**6,02**	**6,11**	**6,21**	**6,09**	**5,94**	**5,94**	**6,12**	**5,98**	**6,07**	**6,21**	**6,18**	**6,06**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,27	3,30	3,34	3,45	3,46	3,50	3,56	3,65	3,70	3,76	3,83	3,89
Pfit > 1 an (a)	3,50	3,51	3,52	3,60	3,62	3,64	3,65	3,74	3,80	3,85	3,91	3,95
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,07	3,09	3,23	3,35	3,41	3,56	3,64	3,68	3,85	3,82	3,98	4,25
Pfit > 1 an (a)	3,72	3,76	3,87	3,78	3,78	3,85	3,89	3,94	3,99	4,06	4,05	4,24





(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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2005		2006		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
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
Prêts immobiliers					
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

Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2005	2006			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
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
Prêts immobiliers					
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

	2005		2006		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 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
Découvert					
≤ 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
Autres crédits à court terme					
≤ 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
Crédits à moyen et long termes					
≤ 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

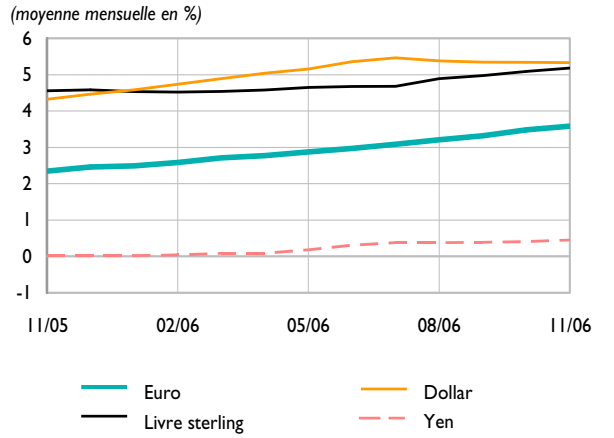
Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

Figure 29
Taux d'intérêt

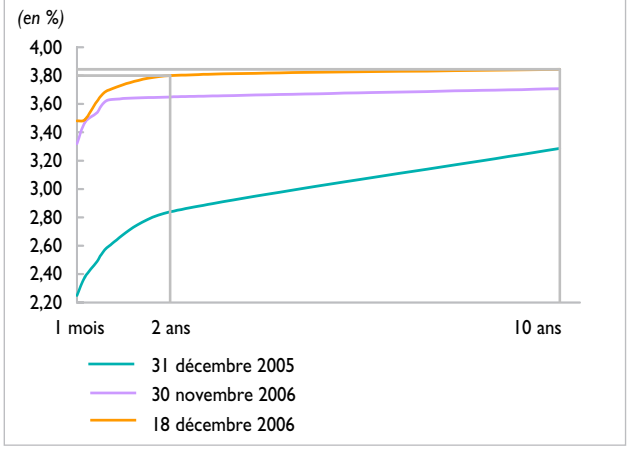
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 19/12/06
	2006										
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**3,50**
Au jour le jour	2,33	2,51	2,61	2,57	2,69	2,81	2,97	3,03	3,27	3,33	
À 3 mois	2,58	2,71	2,77	2,87	2,97	3,09	3,21	3,31	3,48	3,58	
À 1an	2,90	3,09	3,21	3,29	3,38	3,53	3,60	3,70	3,78	3,85	
Livre sterling											**5,00**
Au jour le jour	4,44	4,47	4,49	4,51	4,58	4,55	4,81	4,79	4,83	5,01	
À 3 mois	4,52	4,54	4,58	4,65	4,68	4,68	4,89	4,98	5,09	5,18	
À 1an	4,58	4,67	4,74	4,92	4,94	4,96	5,18	5,25	5,34	5,38	
Dollar											**5,25**
Au jour le jour	4,50	4,58	4,78	4,98	5,04	5,27	5,26	5,25	5,26	5,25	
À 3 mois	4,74	4,89	5,04	5,15	5,36	5,47	5,38	5,35	5,34	5,33	
À 1an	5,05	5,16	5,29	5,36	5,57	5,63	5,46	5,34	5,33	5,28	
Yen											**0,40**
Au jour le jour	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	0,29	0,31	0,31	0,31	
À 3 mois	0,04	0,09	0,09	0,18	0,31	0,38	0,38	0,39	0,41	0,45	
À 1an	0,18	0,31	0,39	0,51	0,57	0,65	0,62	0,57	0,63	0,68	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	3,51	3,69	3,95	4,00	4,01	4,03	3,90	3,77	3,81	3,74	
Allemagne	3,48	3,66	3,92	3,98	3,99	4,01	3,89	3,76	3,79	3,73	
Zone euro	3,55	3,73	4,01	4,06	4,07	4,10	3,97	3,84	3,88	3,80	
Royaume-Uni	4,17	4,31	4,51	4,64	4,64	4,64	4,63	4,55	4,61	4,55	
États-Unis	4,62	4,78	5,04	5,17	5,17	5,16	4,94	4,78	4,78	4,65	
Japon	1,57	1,70	1,91	1,91	1,87	1,91	1,81	1,68	1,76	1,70	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



(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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

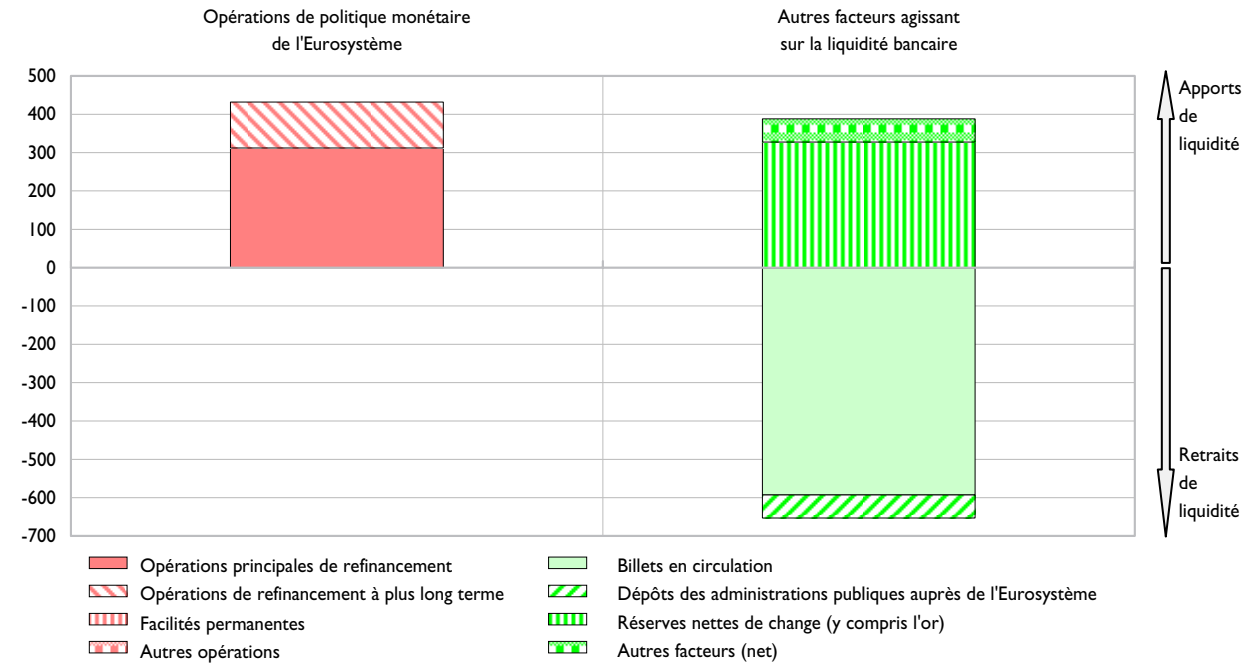
Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11/10/2006 au 07/11/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**432,0**	**0,1**	**431,9**
Opération principale de refinancement	311,9		311,9
Opération de refinancement à plus long terme	120,0		120,0
Facilités permanentes	0,1	0,1	0,0
Autres opérations	0,0	0,0	0,0
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**388,1**	**653,1**	**-265,0**
Billets en circulation		592,8	-592,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		60,3	-60,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	327,4		327,4
Autres facteurs (net)	60,7		60,7
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**166,9**
dont réserves obligatoires			*166,2*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 11/10/2006 au 07/11/2006)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

Figure 31
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		
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
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50

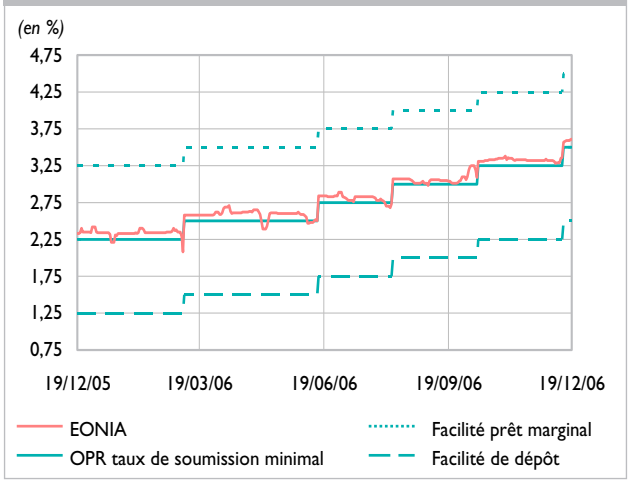
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2006	8 novembre	3,31	3,32	2006	29 juin	3,00
	15 novembre	3,31	3,32		27 juillet	3,08
	22 novembre	3,30	3,31		31 août	3,20
	29 novembre	3,30	3,31		28 septembre	3,30
	6 décembre	3,30	3,31		26 octobre	3,48
	13 décembre	3,55	3,56		30 novembre	3,58

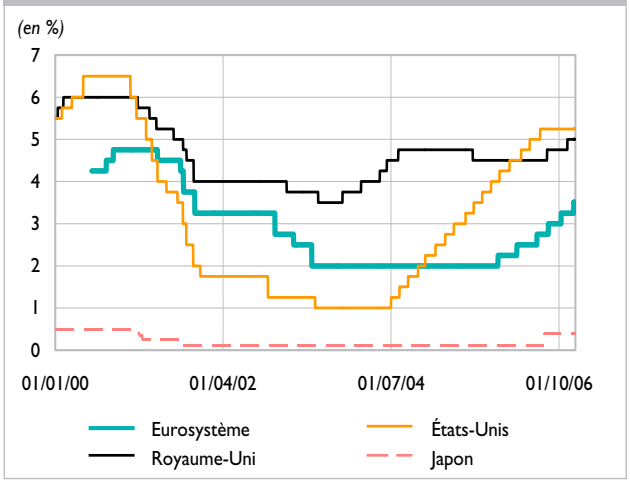
(en milliards d'euros, taux en %)

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	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
	10 octobre	166,31	32,39	167,03	32,48	0,72	0,09	3,03
	7 novembre	166,23	32,92	167,01	33,03	0,78	0,11	3,30

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 21 décembre 2006

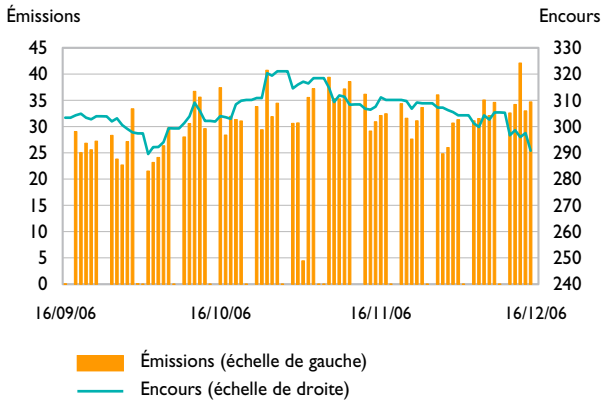
Figure 32
Titres de créance négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
16/09/06 au 22/09/06	133,94	303,96	225
23/09/06 au 29/09/06	135,51	297,84	223
30/09/06 au 06/10/06	125,20	299,33	222
07/10/06 au 13/10/06	160,63	302,17	220
14/10/06 au 20/10/06	160,30	309,88	224
21/10/06 au 27/10/06	170,46	321,11	224
28/10/06 au 03/11/06	138,67	318,48	224
04/11/06 au 10/11/06	185,86	308,31	224
11/11/06 au 17/11/06	160,87	310,19	227
18/11/06 au 24/11/06	158,49	308,94	227
25/11/06 au 01/12/06	148,98	304,31	226
02/12/06 au 08/12/06	164,53	305,40	225
09/12/06 au 15/12/06	176,71	290,85	224

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

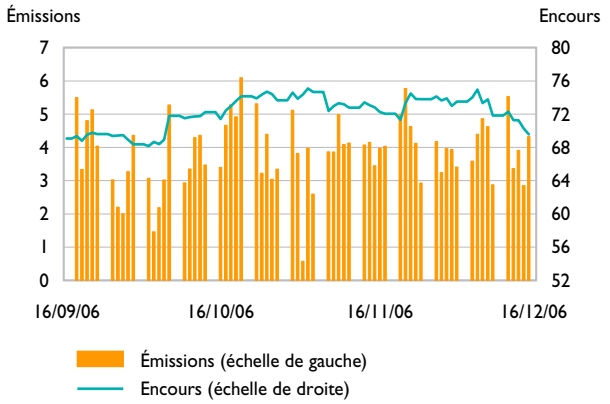


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
16/09/06 au 22/09/06	22,83	69,66	82
23/09/06 au 29/09/06	14,88	68,43	82
30/09/06 au 06/10/06	15,04	71,84	84
07/10/06 au 13/10/06	18,42	72,28	85
14/10/06 au 20/10/06	24,37	74,20	85
21/10/06 au 27/10/06	19,34	73,73	85
28/10/06 au 03/11/06	16,10	74,71	85
04/11/06 au 10/11/06	20,95	72,83	84
11/11/06 au 17/11/06	19,70	72,10	84
18/11/06 au 24/11/06	22,46	73,84	84
25/11/06 au 01/12/06	18,74	73,56	84
02/12/06 au 08/12/06	20,36	71,88	83
09/12/06 au 15/12/06	19,99	69,62	83

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

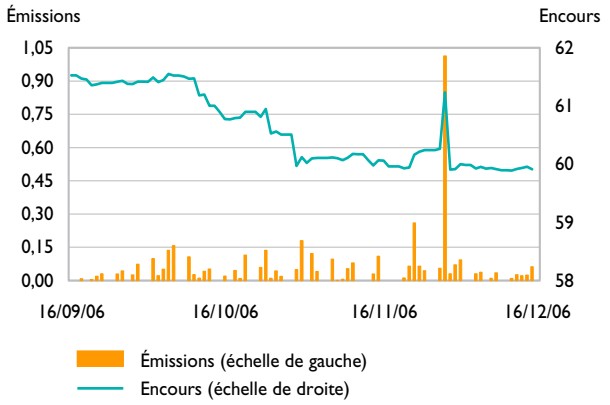


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
16/09/06 au 22/09/06	0,06	61,40	145
23/09/06 au 29/09/06	0,18	61,42	145
30/09/06 au 06/10/06	0,47	61,52	144
07/10/06 au 13/10/06	0,24	61,01	143
14/10/06 au 20/10/06	0,19	60,90	141
21/10/06 au 27/10/06	0,27	60,51	140
28/10/06 au 03/11/06	0,39	60,11	139
04/11/06 au 10/11/06	0,24	60,18	139
11/11/06 au 17/11/06	0,14	59,96	139
18/11/06 au 24/11/06	0,44	60,24	139
25/11/06 au 01/12/06	1,27	60,00	138
02/12/06 au 08/12/06	0,12	59,92	138
09/12/06 au 15/12/06	0,15	59,91	138

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



(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).

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

Figure 33
Titres de créance négociables – France

Certificats de dépôt

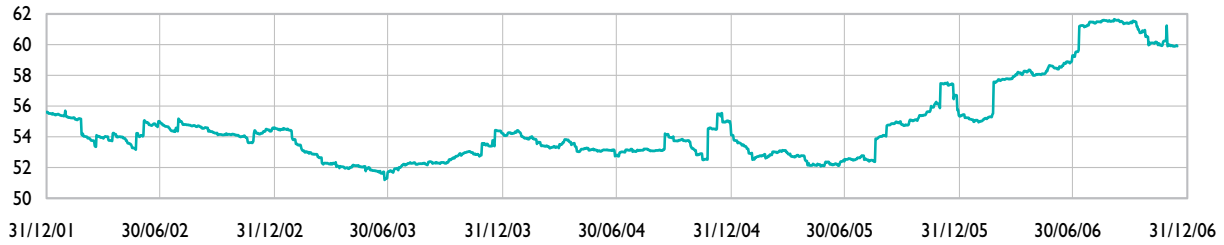
(encours journalier en milliards d'euros)

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 20 décembre 2006*

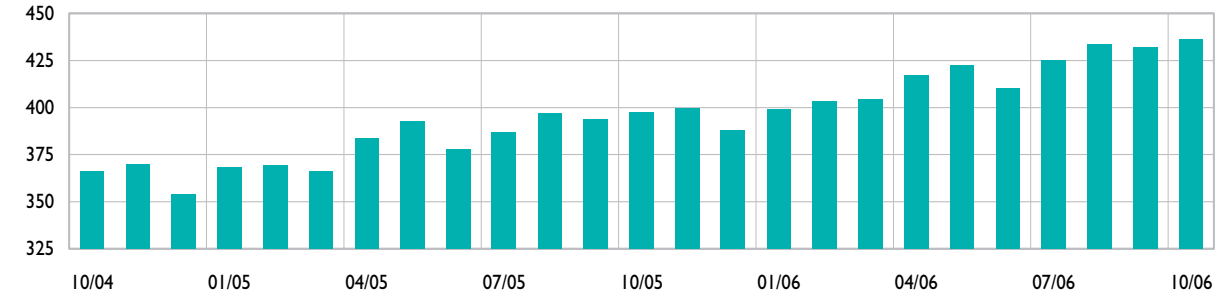
Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2005	2006		2006
	déc.	mars	juin	oct.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	387,77	404,21	410,10	436,54
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)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

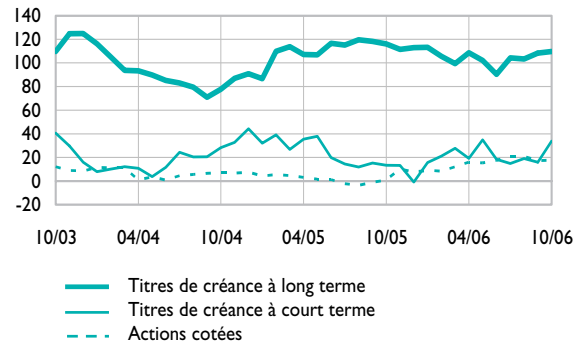
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	2005	2006
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	déc.	oct.
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	**1 870,4**	**1 993,8**	**2 121,3**	**143,6**	**32,8**	**6,0**	**7,2**
Titres de créance à long terme	1 505,9	1 627,6	1 703,4	109,7	2,9	7,5	6,9
Administrations publiques	*791,7*	*858,6*	*883,4*	*37,6*	*-12,2*	*8,2*	*4,4*
Institutions financières monétaires (IFM)	*422,0*	*477,7*	*527,5*	*70,3*	*12,0*	*11,4*	*15,3*
Sociétés hors IFM	*292,3*	*291,2*	*292,4*	*1,9*	*3,0*	*-0,3*	*0,7*
Titres de créance à court terme	364,4	366,2	417,9	33,8	30,0	-0,2	8,8
Administrations publiques	*115,0*	*108,5*	*86,5*	*-22,9*	*1,6*	*-6,7*	*-20,9*
Institutions financières monétaires (IFM)	*213,6*	*218,0*	*286,1*	*57,7*	*24,5*	*1,5*	*25,4*
Sociétés hors IFM	*35,8*	*39,7*	*45,3*	*-1,0*	*3,8*	*10,1*	*-1,8*
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	**1 027,1**	**1 375,0**	**1 609,1**	**17,6**	**2,6**	**0,6**	**1,3**

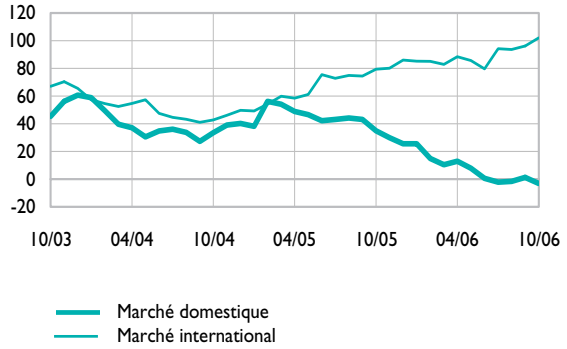
Émissions nettes de titres par les résidents français

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



Émissions nettes de titres de créance 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

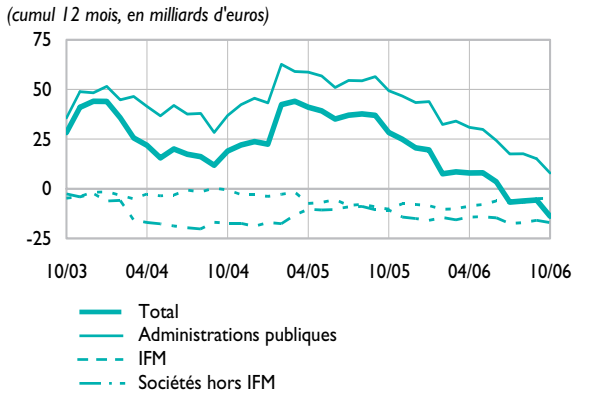
Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

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

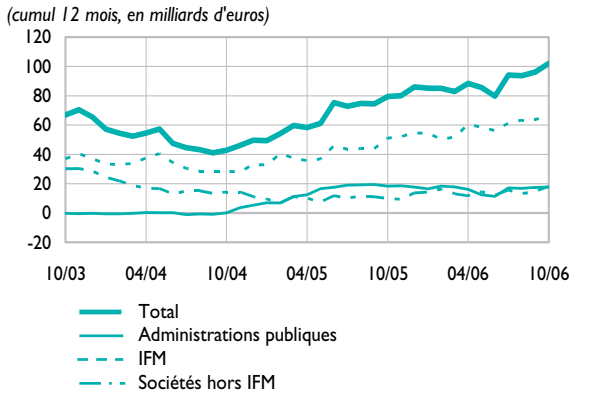
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2004	2005	2006	Cumul	2006	Cumul	2006
	déc.	déc.	oct.	12 mois	oct.	12 mois	oct.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	**884,6**	**896,9**	**883,7**	**-13,8**	**-20,0**	**79,3**	**7,1**
Administrations publiques	596,1	638,7	642,5	8,0	-17,3	63,0	6,1
Institutions financières monétaires (IFM)	156,7	144,7	139,3	-4,8	-0,6	12,7	1,0
Sociétés hors IFM	131,8	113,5	101,8	-17,1	-2,2	3,6	0,0
Actions françaises cotées							
Total	**1 027,1**	**1 375,0**	**1 609,1**	**17,6**	**2,6**	**32,9**	**3,1**
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	216,0	6,1	2,4	9,3	2,4
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 393,1	11,5	0,2	23,6	0,7

Émissions nettes d'obligations
Place financière de Paris



Émissions nettes d'obligations
Autres places internationales



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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 décembre 2006*

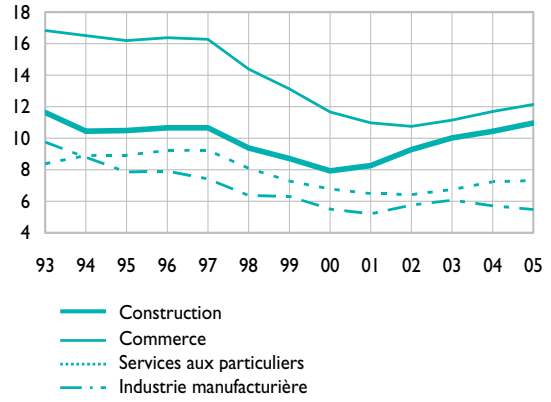
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005			2006								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	120	148	137	134	137	146	139	138	134	116	132	110
Industrie	432	446	459	386	418	403	401	425	429	442	470	433
Agricole et alimentaire	*87*	*88*	*126*	*87*	*88*	*92*	*77*	*100*	*105*	*110*	*103*	*98*
Biens de consommation	*131*	*151*	*130*	*115*	*117*	*127*	*126*	*121*	*137*	*134*	*146*	*140*
Automobile	*5*	*4*	*6*	*7*	*3*	*3*	*4*	*7*	*10*	*5*	*1*	*5*
Biens d'équipement	*79*	*75*	*69*	*86*	*103*	*80*	*75*	*84*	*74*	*80*	*88*	*78*
Biens intermédiaires	*130*	*128*	*128*	*91*	*107*	*101*	*119*	*113*	*103*	*113*	*132*	*112*
Construction	886	949	861	798	828	896	833	843	889	895	890	882
Commerce	932	1046	964	941	912	938	884	942	1004	974	1020	998
Transports	156	166	154	141	139	150	127	135	133	137	141	137
Activités immobilières	104	110	123	101	97	113	97	127	110	110	135	118
Services aux entreprises	511	519	480	519	515	514	478	524	497	471	509	520
Services aux particuliers	581	594	581	573	499	582	577	604	586	615	632	612

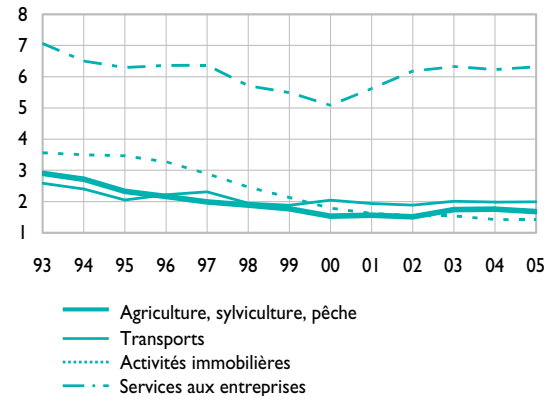
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



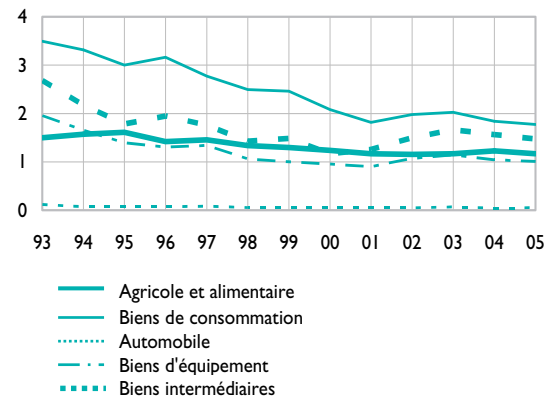
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

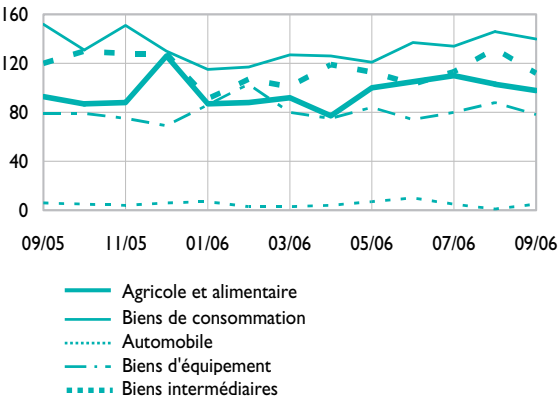


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.
Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

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

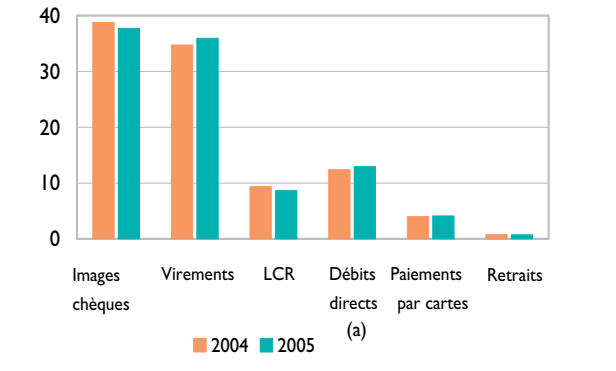
	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					sept.	oct.	nov.	Part
Images chèques	7 168	8 075	6 836	7 084	6 635	7 657	6 435	34,9
Virements	5 756	5 706	6 124	6 753	7 375	7 550	7 087	38,5
LCR	1 710	1 661	1 652	1 620	1 605	1 491	1 408	7,6
Avis de prélèvement	1 446	1 453	1 495	1 599	1 600	1 781	1 644	8,9
TIP	162	165	164	159	211	324	213	1,2
Télérèglements	413	457	527	670	897	794	723	3,9
Paiements par cartes	625	664	705	772	783	812	776	4,2
Retraits	141	137	133	136	137	139	127	0,7
Total	**17 422**	**18 319**	**17 634**	**18 793**	**19 244**	**20 550**	**18 414**	**100,0**

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					sept.	oct.	nov.	Part
Images chèques	13 688	13 597	13 013	12 784	11 534	12 639	11 959	26,2
Virements	6 368	6 593	6 695	7 038	7 347	7 352	6 850	15,0
LCR	431	419	408	401	369	357	361	0,8
Avis de prélèvement	5 935	6 215	6 560	7 179	7 454	7 980	6 994	15,3
TIP	558	557	554	511	539	738	580	1,3
Télérèglements	6	7	10	17	35	47	39	0,1
Paiements par cartes	13 614	14 355	15 159	16 504	16 761	17 333	16 569	36,3
Retraits	2 708	2 565	2 446	2 476	2 487	2 522	2 320	5,1
Total	**43 308**	**44 307**	**44 845**	**46 910**	**46 526**	**48 969**	**45 673**	**100,0**

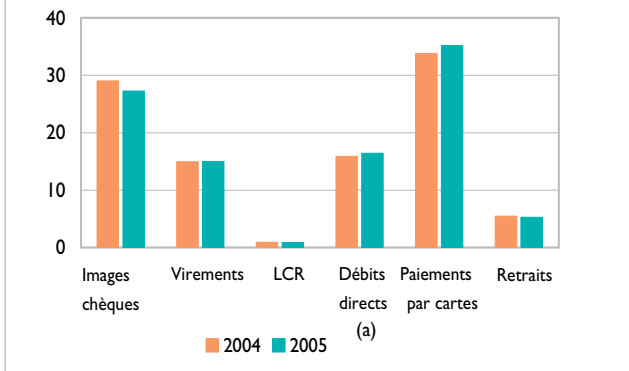
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



(a) Débits directs : prélèvements comprenant les avis de prélèvements, les TIP et les télérèglements.

Source : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation) *Réalisé le 20 décembre 2006*

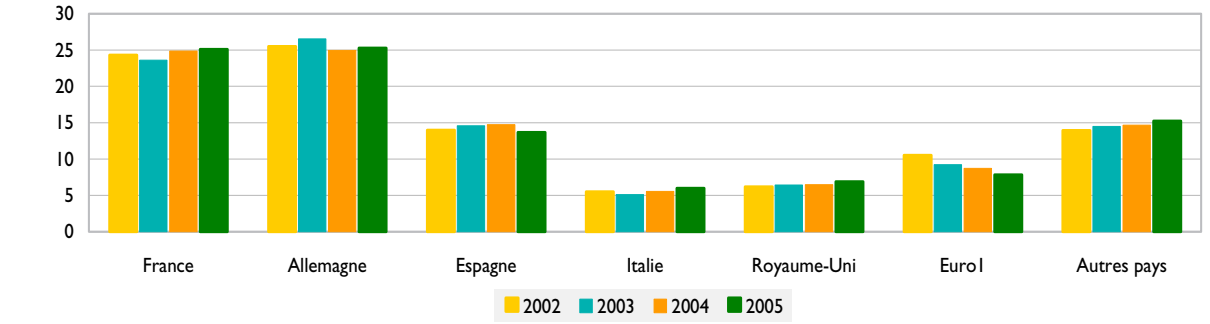
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					juin	juil.	août	Part
France	435	448	486	544	601	592	534	24,4
Target transfrontière	*69*	*75*	*81*	*95*	*111*	*105*	*96*	*4,4*
Target domestique (TBF)	*287*	*302*	*338*	*386*	*429*	*428*	*388*	*17,7*
Système net (PNS)	*78*	*70*	*67*	*62*	*62*	*59*	*50*	*2,3*
Allemagne (a)	489	504	488	547	631	596	552	25,2
Target transfrontière	*129*	*141*	*143*	*163*	*199*	*187*	*175*	*8,0*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*360*	*364*	*345*	*384*	*432*	*409*	*378*	*17,3*
Espagne	250	277	288	296	296	268	278	12,7
Target transfrontière	*18*	*20*	*23*	*23*	*28*	*30*	*24*	*1,1*
Target domestique (SLBE)	*231*	*255*	*265*	*273*	*268*	*238*	*254*	*11,6*
Système net (SEPI) (b)	*1*	*1*	*1*	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	449	158	155	133	6,1
Target transfrontière	*34*	*33*	*32*	*41*	*48*	*47*	*45*	*2,1*
Target domestique (BI-REL)	*64*	*64*	*76*	*89*	*110*	*108*	*88*	*4,0*
Royaume-Uni	111	122	127	319	177	169	165	7,5
Target transfrontière	*85*	*93*	*101*	*114*	*134*	*124*	*120*	*5,5*
Target domestique (Chaps Euro)	*26*	*29*	*26*	*35*	*43*	*45*	*45*	*2,0*
Euro 1 (c)	188	175	170	170	195	194	182	8,3
Autres pays	249	275	287	330	362	368	343	15,7
Total Union européenne (à 15)	**1 821**	**1 899**	**1 955**	**2 166**	**2 419**	**2 341**	**2 187**	**100,0**
Target transfrontière	485	537	564	651	758	732	681	31,1
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 281	1 402	1 355	1 272	58,2
Systèmes nets	269	249	240	233	258	255	234	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 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro 1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

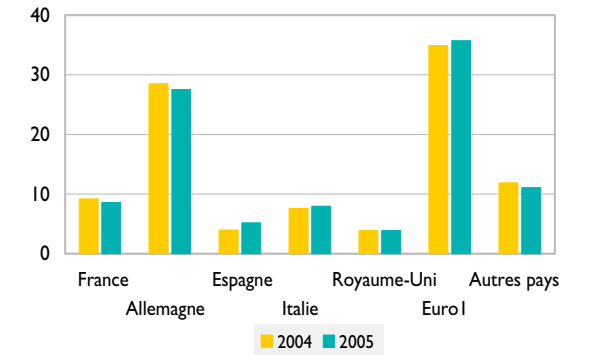
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					juin	juil.	août	Part
France	44 651	43 906	42 510	44 115	45 727	44 381	36 087	7,5
Target transfrontière	*6 471*	*6 804*	*7 382*	*8 506*	*10 182*	*9 810*	*8 000*	*1,7*
Target domestique (TBF)	*8 490*	*8 353*	*8 069*	*8 589*	*9 091*	*8 000*	*6 652*	*1,4*
Système net (PNS)	*29 690*	*28 749*	*27 058*	*27 020*	*26 455*	*26 571*	*21 435*	*4,5*
Allemagne (a)	125 075	128 596	131 502	141 403	149 136	150 571	139 478	29,0
Target transfrontière	*16 855*	*18 027*	*19 232*	*19 846*	*20 864*	*20 429*	*18 000*	*3,7*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*108 220*	*110 569*	*112 270*	*121 557*	*128 273*	*130 143*	*121 478*	*25,3*
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 719	38 364	40 095	29 261	6,1
Target transfrontière	*1 729*	*2 333*	*2 761*	*3 411*	*3 909*	*3 762*	*3 217*	*0,7*
Target domestique (SLBE)	*10 373*	*10 776*	*11 625*	*23 308*	*34 455*	*36 333*	*26 043*	*5,4*
Système net (SEPI) (b)	*6 965*	*6 984*	*4 081*	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	41 043	44 409	43 095	34 435	7,2
Target transfrontière	*6 173*	*6 741*	*7 274*	*7 802*	*8 273*	*8 048*	*6 739*	*1,4*
Target domestique (BI-REL)	*31 525*	*30 216*	*27 792*	*33 241*	*36 136*	*35 048*	*27 696*	*5,8*
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	20 087	22 409	22 143	20 000	4,2
Target transfrontière	*9 549*	*11 388*	*12 803*	*14 217*	*16 591*	*16 333*	*14 783*	*3,1*
Target domestique (Chaps Euro)	*4 820*	*5 447*	*5 320*	*5 870*	*5 818*	*5 810*	*5 217*	*1,1*
Euro 1 (c)	134 902	152 365	161 085	183 447	190 273	187 810	167 391	34,9
Autres pays	51 412	52 953	54 888	57 008	59 909	57 810	53 565	11,2
Total Union européenne (à 15)	**427 173**	**451 706**	**461 641**	**513 822**	**550 227**	**545 905**	**480 217**	**100,0**
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 901	76 273	74 238	65 261	13,6
Target domestique	199 157	201 392	202 193	231 095	253 591	255 048	224 043	46,7
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	212 818	220 364	216 714	191 000	39,8

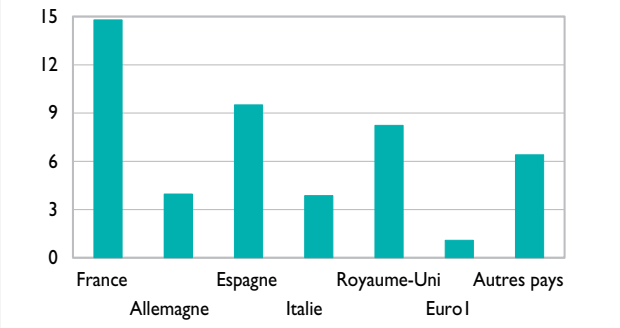
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



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

(en millions d'euros)



(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 1 (ABE) : système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Les données Euro 1 comprennent les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 décembre 2006*

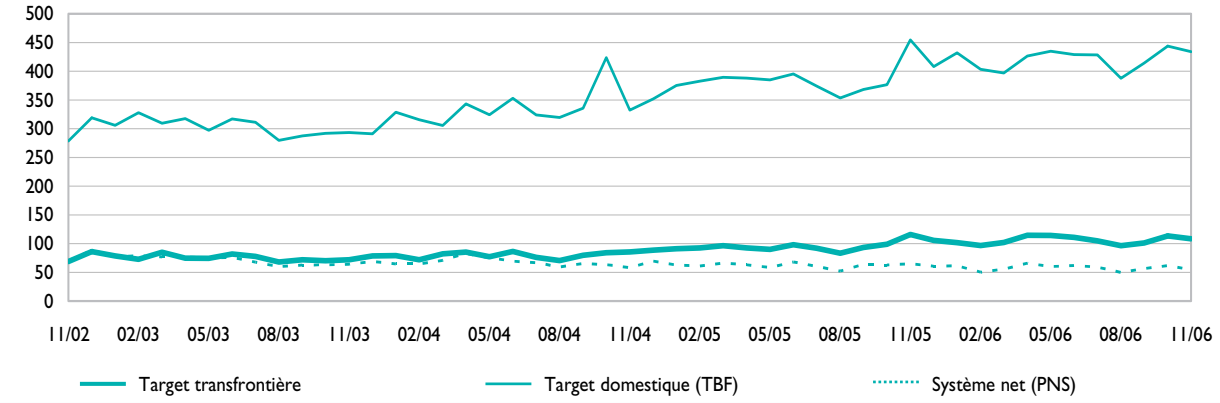
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					sept.	oct.	nov.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,7	10,8	12,3	14,6	15,3	14,2	14,8	37,4
Créances privées	8,4	7,0	6,4	6,3	7,3	8,0	7,9	19,9
Titres mobilisés *via* le CCBM	2,2	4,2	7,4	7,4	6,7	7,1	8,2	20,7
Autres titres étrangers (a)	3,5	3,3	4,6	5,6	7,3	9,6	8,7	22,0
Total	**24,8**	**25,3**	**30,7**	**33,9**	**36,6**	**38,9**	**39,6**	**100,0**

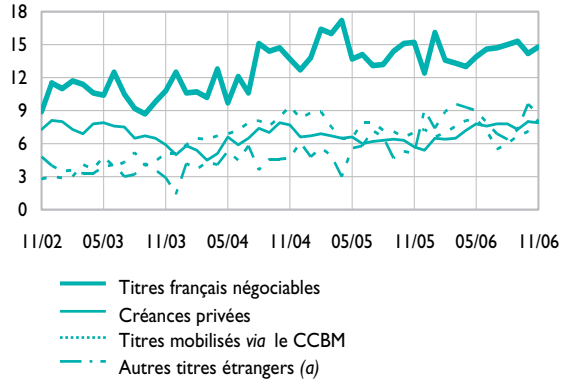
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

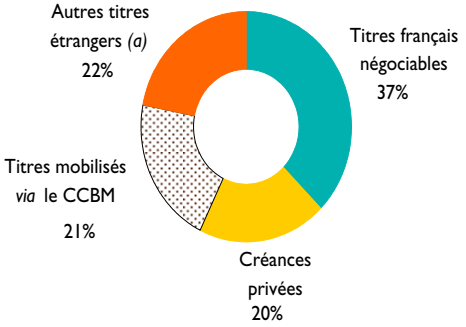


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en novembre 2006



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

Source : Banque de France

Réalisé le 20 décembre 2006

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

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

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

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

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

1|2 Balance des paiements

Définitions

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

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

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

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

Mode d'enregistrement

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

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

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

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

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

Secteurs économiques

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

• les autorités monétaires, c'est-à-dire la Banque de France ;

• le secteur des administrations publiques (APU), qui regroupe l'État, les organismes divers d'administration centrale (ODAC), les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale ;

• le secteur des institutions financières monétaires hors Banque centrale (IFM), comprenant les établissements de crédit résidents tels que définis par la législation communautaire et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts et/ou de proches substituts de dépôts de la part d'entités autres que des IFM et qui, pour leur propre compte (du moins en termes économiques), consentent des crédits et/ou effectuent des placements en valeurs mobilières. Les OPCVM monétaires remplissent les conditions et sont dès lors inclus dans le secteur des IFM ;

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

Les grandes composantes de la balance des paiements

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

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

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

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

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

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

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

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

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

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

Conformément à la définition de référence détaillée de l'OCDE et en accord avec les recommandations

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

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

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

• des entreprises « investies » (sociétés sœurs) entre elles.

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

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

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

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

• les investissements immobiliers et les opérations en capital social, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;

• les bénéfices réinvestis, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;

• les autres opérations, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

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

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

Depuis le 1er 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.

1|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 comptables 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'arrêté 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'arrêté ;

• les devises sont comptabilisées au cours constaté à la date d'arrêté.

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 réglement 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

- 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)

Enquêtes de conjoncture

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

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

Balance des paiements

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

- Données mensuelles (France/Extérieur)
- Données annuelles (France/Extérieur : 1946-2005)
- Données annuelles bilatérales (jusqu'en 2005)

Position extérieure

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

- Position extérieure globale (période 1995-2005)
- 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

- Créances internationales consolidées des banques françaises
- Arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie
- Arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers annuels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Comptes nationaux financiers trimestriels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Endettement intérieur total (Ensemble des séries)

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

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://indbdf/fr/stat_conjoncture/series/eit_mens/html/idx_eit_mens_fr_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

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

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

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

Indices

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

Pays

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

Autres sigles

ANF Agents non financiers
APU Administrations publiques
BMTN Bon à moyen terme négociable
BTAN Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB Coût, assurance, frêt - franco-à-bord
CDO Obligation sur dette collatéralisée
CDN Certificat de dépôt négociable

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

Documents publiés

Rapport annuel de la Banque de France

Exercice 2003, juin 2004
Exercice 2004, juin 2005
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

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

« La persistance de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 127, juillet
« La situation du système bancaire et financier français en 2003 », n° 127, juillet
« Premier éclairage sur les PME de l'industrie française en 2003 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 127, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 127, juillet
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au premier trimestre 2004 », n° 127, juillet

« Les mesures budgétaires exceptionnelles », n° 128, août
« L'endettement des ménages européens de 1995 à 2002 », n° 128, août
« Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2003 », n° 128, août
« Enquête financière – Deuxième trimestre 2004 », n° 128, août
« Les marchés mondiaux de matières premières en juin 2004 », n° 128, août

« L'euro, cinq ans après : réalisations et nouveaux défis », n° 129, septembre
« Y a-t-il un risque de bulle immobilière en France ? », n° 129, septembre
« La situation des entreprises industrielles françaises – Bilan 2003 », n° 129, septembre
« Structure et évolution des PEA bancaires au deuxième trimestre 2004 », n° 129, septembre

« Du nouveau sur le taux d'épargne des ménages français ? », n° 130, octobre
« Principaux résultats pour la France de l'enquête triennale BRI changes-dérivés de gré à gré d'avril 2004 », n° 130, octobre
« Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2004 », n° 130, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 130, octobre

« L'activité sur les marchés de change et de produits dérivés de gré à gré sur la place de Paris en avril 2004 », n° 131, novembre
« Enquête financière – Troisième trimestre 2004 », n° 131, novembre
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2004 », n° 131, novembre

« La délocalisation », n° 132, décembre
« Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon ? », n° 132, décembre
« Les résultats des établissements de crédit en 2003 et au premier semestre 2004 », n° 132, décembre
« Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2003 », n° 132, décembre
« Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2004 », n° 132, décembre

Année 2005

« Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », n° 133, janvier
« Le premier bilan de la médiation bancaire », n° 133, janvier
« Les opérations de pension livrée tripartites », n° 133, janvier
« Modernisation du régime juridique français de la titrisation », n° 133, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 133, janvier

« Mesures de la rentabilité des entreprises », n° 134, février
« La rentabilité des entreprises : une approche à partir des comptes nationaux », n° 134, février

« La rentabilité des entreprises : une approche à partir des données individuelles agrégées de la base BACH », n° 134, février
« La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2003 », n° 134, février
« Enquête financière – Quatrième trimestre 2004 », n° 134, février
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au troisième trimestre 2004 », n° 134, février
« Les marchés mondiaux de matières premières en décembre 2004 », n° 134, février

« Des effets de la réglementation des produits d'épargne sur le comportement de placement des ménages », n° 135, mars
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2004 », n° 135, mars
« Structure et évolution des PEA bancaires au quatrième trimestre 2004 », n° 135, mars

« Politique monétaire unique et canal des taux d'intérêt en France et dans la zone euro », n° 136, avril
« L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt « naturel » : une application à la zone euro », n° 136, avril
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 136, avril
« Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au quatrième trimestre 2004 », n° 136, avril

« Les comptes financiers de la Nation en 2004 : forte poussée de l'endettement immobilier des ménages », n° 137, mai
« Transposition de la directive sur les contrats de garanties financières », n° 137, mai
« Impact économique des défaillances d'entreprise », n° 137, mai
« Enquête financière – Premier trimestre 2005 », n° 137, mai

« La position extérieure de la France à fin 2004 », n° 138, juin
« La balance des paiements de la France en 2004 », n° 138, juin
« Taux longs américains et interventions des banques centrales étrangères », n° 138, juin
« Transferts communautaires : quel rôle dans le processus de rattrapage des nouveaux États membres ? », n° 138, juin
« Les crédits immobiliers consentis aux ménages en 2004 », n° 138, juin
« Structure et évolution des PEA bancaires au premier trimestre 2005 », n° 138, juin

« Un siècle de productivité globale des facteurs en France », n° 139, juillet
« Accélération de la productivité et stabilité monétaire : l'exemple des États-Unis durant la décennie quatre-vingt-dix », n° 139, juillet
« Productivité et politique monétaire : synthèse du quatrième forum de politique économique », n° 139, juillet
« La situation du système bancaire et financier français en 2004 », n° 139, juillet
« Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2004 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 139, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 139, juillet

« Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », n° 140, août
« L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable ? », n° 140, août
« Faiblesses des marchés financiers chinois : des réformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie », n° 140, août
« Enquête financière – Deuxième trimestre 2005 », n° 140, août

« Quelles hypothèses pour expliquer un changement du régime de l'inflation en France ? », n° 141, septembre
« La dynamique de l'inflation en France », n° 141, septembre
« Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », n° 141, septembre
« La formation des prix dans les industries françaises et dans la zone euro : résultats d'enquêtes spécifiques », n° 141, septembre

« La fonction de demande de monnaie pour la zone euro : un réexamen », n° 142, octobre
« Interaction entre dimensions économique et institutionnelle de l'intégration régionale : l'expérience européenne », n° 142, octobre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2004 et au premier semestre 2005 », n° 142, octobre
« Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 2004 », n° 142, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 142, octobre
« La situation des entreprises industrielles – Bilan 2004 », n° 142, octobre

« L'équilibre épargne-investissement en Chine et ses enjeux pour l'économie mondiale », n° 143, novembre
« Quel cadre de politique économique pour la zone euro ? », n° 143, novembre
« Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », n° 143, novembre
« Les valeurs mobilières détenues par les Français en mars 2005 », n° 143, novembre

« L'endettement des ménages – Comparaisons européennes », n° 144, décembre
« L'endettement des ménages européens à fin 2004 », n° 144, décembre
« L'endettement immobilier des ménages : comparaisons entre les pays de la zone euro », n° 144, décembre
« *Target* 2 : du concept à la réalité », n° 144, décembre
« Analyse des cycles réels, du crédit et de taux d'intérêt : Pologne, Hongrie, République tchèque et zone euro », n° 144, décembre
« Les scores de la Banque de France : leur développement, leurs applications, leur maintenance », n° 144, décembre

Année 2006

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

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

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

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

« La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
« Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
« La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai

« Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
« Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin

« La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
« Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
« Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
« Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
« Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet

« 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

Désendettement et maîtrise des dépenses publiques
• « Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », n° 154, octobre
• « La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines », n° 154, octobre
• « La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés », n° 154, octobre
« La situation des entreprises industrielles », n° 154, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 154, octobre

« Croissance potentielle : d'où viennent les écarts entre quelques grandes économies développées ? », n° 155, novembre
« Libéralisation de la rémunération des dépôts à vue en France : premier bilan », n° 155, novembre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2005 et au premier semestre 2006 », n° 155, novembre

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

« Eurosystème, 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 matières premières : une classe d'actifs à part entière ? », n° 9, décembre 2006
« Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ? », n° 9, décembre 2006
« Flux de capitaux et dynamisme du crédit dans les pays émergents », n° 9, décembre 2006
« Les indicateurs d'aversion pour le risque peuvent-ils anticiper les crises financières ? », n° 9, décembre 2006
« Liquidité bancaire et stabilité financière », n° 9, décembre 2006
« Microstructure des marchés monétaires et financiers : enseignements tirés de la conférence organisée à Paris les 6 et 7 juin 2006 », n° 9, décembre 2006
« Le dispositif de Bâle II : rôle et mise en œuvre du pilier 2 », n° 9, décembre 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 tendantielle 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)
« Convergence de la demande de crédit des ménages au sein des pays de la zone euro : résultats tirés de données de panel », n° 158, 2006 (en anglais)
« Consolidation de l'industrie des sociétés de bourse et transmission de chocs », n° 159, 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° 96 (décembre 2006)

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

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

Banque de France

Délégation de signature

DR n° 2202 du 3 novembre 2006 – Organisation de l'Inspection

Règlement intérieur de la Commission consultative sur les incompatibilités

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 septembre 2006
– additif pour juillet 2006
– au troisième trimestre 2006

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

Modifications apportées à la liste des prestataires de services d'investissement habilités à exercer en France
– au troisième trimestre 2006

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

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor
Adjudication d'obligations assimilables du Trésor indexées
Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés
Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels
Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels indexés

Additif

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

Banque de France

Délégation de signature

Décision du Conseil de la politique monétaire n° 2006-02 du 19 décembre 2006

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

Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

Société : _____ **Fonction :** _____

Adresse : _____

Code postal : _____ **Ville :** _____

Pays : _____

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

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

Prénom : _____ **Nom :** _____

❑ **Particulier**

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

❑ **Professionnel**

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

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

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

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

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
Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 29 68
La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange 34 04/23 98
La mise en œuvre de la Liste unique des garanties 28 07/41 99
Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? 75 82/47 23
L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis 49 42

Statistiques
DESM (BSME) 38 90

Secrétaire de rédaction
Pascale Boreau

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, 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

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.

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 : 3647
Dépôt légal : Janvier 2007