

BULLETIN | DE LA BANQUE DE FRANCE

JANVIER 2007

157



SOMMAIRE

ÉDITORIAL	Les marchés financiers évaluent-ils correctement les risques aujourd’hui ?	
ACTUALITÉ	Sommaire	I
ÉTUDES	Sommaire	17
	Les incidences de la réforme de l’usure sur les modalités de financement des PME	19
	Daniel GABRIELLI, Maryam HOUSNI-FELLAH et Vichett OUNG	
	<i>Bilan des effets de l’allègement de la réglementation de l’usure sur l’accès au crédit des petites et moyennes entreprises (résumé du Rapport de la Banque de France au Parlement)</i>	
	Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro	25
	Jérôme COFFINET, Julien MATHERON et Céline POILLY	
	<i>Le ratio de sacrifice de la zone euro est simulé dans le cadre d’une maquette structurelle macroéconomique. Le modèle est utilisé pour analyser l’impact d’une modification du degré de rigidité des salaires sur le ratio.</i>	
	Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes	35
	Emmanuel ROCHER	
	<i>L’annulation de la dette des pays pauvres a permis de restaurer leur situation financière. Certaines politiques de ré-endettement en cours, à l’égard notamment de prêteurs émergents, présentent toutefois des risques pour ces économies.</i>	
	Le coût du crédit aux entreprises	45
	Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS	
	<i>La remontée des taux moyens des crédits aux entreprises observée depuis la fin 2005 s’est poursuivie au quatrième trimestre 2006 pour toutes les catégories de concours et la plupart des tranches de montant.</i>	
STATISTIQUES	Sommaire	SI
DIVERS	Abréviations	I
	Documents publiés	III
	Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 97 de janvier 2007	XI
	Coupon-abonnement	XIII

Achevé de rédiger le 29 janvier 2007

Site internet : www.banque-france.fr

Les marchés financiers évaluent-ils correctement les risques aujourd’hui ?

En ce début d’année, la hausse des marchés financiers se poursuit, prolongeant les bonnes performances réalisées en 2006. Les taux d’intérêt à long terme ont remonté au cours des deux derniers mois, mais conservent des niveaux faibles, toujours très proches voire inférieurs à ceux des taux d’intérêt à court terme. Les cours des actions conservent un niveau élevé, après avoir absorbé sans trouble en 2006 perturbations géopolitiques, turbulences boursières au printemps et déboires financiers de *hedge funds* à l’automne. La volatilité reste faible sur beaucoup d’instruments financiers, bien en deçà des moyennes des vingt-cinq dernières années.

Sur la plupart des instruments financiers, les primes de risque, qui représentent la rémunération du risque à l’état pur, demeurent très basses. C’est notamment le cas des primes de terme incorporées dans les taux d’intérêt à long terme et des *spreads* de crédit sur les titres obligataires émis par des entreprises (*corporate*) ou des pays émergents.

Cette situation s’explique en partie par un appétit pour le risque élevé, que confirment divers indicateurs de mesure, soutenu par une liquidité encore abondante malgré le resserrement des politiques monétaires. Le renforcement des positions sur des instruments financiers complexes (dérivés de crédit, de matières premières, etc.) ou la multiplication des opérations financières à effet de levier (*via* les fonds de capital-investissement et les *hedge funds*), qui offrent un rendement supérieur, témoignent d’une exposition accrue au risque.

L’environnement macroéconomique favorable conduit les investisseurs à percevoir un risque faible. Aux États-Unis comme en Europe, les indicateurs économiques et financiers les plus récents signalent un repli des prix du pétrole et d’autres matières premières, une stabilisation de l’inflation et la solidité de la croissance économique. Les anticipations d’inflation à long terme, telles qu’elles ressortent des indicateurs de marché, semblent ancrées à un niveau stable. Les entreprises dégagent à la fois une trésorerie abondante et des profits dont la progression devrait être, selon les analystes, encore assez rapide en 2007.

Comme nous le soulignions déjà dans la dernière édition de la *Revue de la stabilité financière*¹ publiée en décembre dernier, les marchés financiers semblent donc considérer que l’économie mondiale devrait évoluer selon un « scénario parfait », où l’inflation serait maîtrisée, la croissance du PIB soutenue et les profits des entreprises en augmentation régulière.

Néanmoins, cette configuration n’est pas sans aléa. L’inflation mondiale peut s’accroître, dans un contexte de liquidité abondante, de pleine utilisation des capacités de production et de faible taux de chômage dans beaucoup de pays. Les taux d’intérêt augmenteraient alors. De même, la croissance peut ralentir plus fortement que prévu à cause d’une détérioration marquée du marché immobilier aux États-Unis, de la montée de pressions protectionnistes, voire d’ajustements désordonnés sur les marchés de change qu’induirait une aggravation des déséquilibres de paiements courants.

¹ La Revue de la stabilité financière est disponible sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm).

Il faut également noter, en particulier aux États-Unis, le niveau très élevé aujourd’hui de la part des profits dans la valeur ajoutée des entreprises et, corrélativement, la faible part des salaires. Sur cette base, trois évolutions sont possibles : une augmentation des salaires compensée par une baisse des marges des entreprises et, en conséquence, une inflation stable, mais peut-être aussi des pressions sur les profits et les cours boursiers ; une hausse des salaires avec un maintien des marges, et donc des tensions sur l’inflation et les marchés obligataires ; enfin, le maintien de la modération salariale accompagné d’une stabilisation de la part des profits. C’est cette dernière hypothèse que les marchés semblent privilégiée.

Au total, la perception d’un risque faible sur les marchés financiers peut apparaître justifiée au regard de la moindre volatilité des PIB dans le monde (phénomène que certains observateurs qualifient de « grande modération »), de la stabilité actuelle de l’inflation et de la solidité financière des entreprises. Néanmoins, dans un contexte de liquidité mondiale abondante, on ne peut exclure un appétit excessif pour le risque chez les investisseurs, se manifestant par la recherche de rendements élevés.

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	10
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	10
2 2 L'endettement intérieur total – France	10
2 3 L'endettement sur les marchés	11
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	11
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	12
2 6 Les flux de souscriptions par catégories d'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 décembre 2006	12
4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	16

Document rédigé sur la base des données disponibles le 23 janvier 2007

Faits saillants

La situation économique de la France

- L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a baissé de 0,2 % en novembre, après + 0,3 % en octobre.
- En décembre, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 104, après 106 en novembre.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut augmenterait de 0,5 % 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 1,7 % en décembre en glissement annuel, contre 1,6 % en novembre.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat *M3* s'est inscrit en hausse sensible en novembre, à 9,3 %, après 8,5 % en octobre. Toutes les composantes de l'agrégat ont accéléré : la croissance annuelle de *M1* s'est quelque peu renforcée (6,5 %, après 6,2 %), tandis que les dépôts à court terme (autres que les dépôts à vue) et les instruments négociables marquaient une nette poussée (respectivement 11,8 % après 10,8 %, et 12,6 % après 10,2 %). Au sein des contreparties de *M3*, la progression des concours au secteur privé a ralenti quelque peu (11,9 %, après 12,1 %) alors que celle des crédits au secteur privé demeurait inchangée (11,2 %).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé a sensiblement diminué (12,0 %, après 13,0 %), du fait du ralentissement des crédits au secteur non financier (11,2 %, après 11,4 %) et au secteur financier (23,8 %, après 37,1 %). La croissance annuelle des crédits aux sociétés non financières s'est atténuée (10,3 %, après 10,8 %), tandis que celle des crédits aux ménages se maintenait à son rythme d'octobre (11,8 %).

Les marchés de capitaux

Le mois de décembre a été caractérisé par un contexte de perspectives économiques favorables et une nouvelle diminution de la volatilité sur les principaux segments financiers. En conséquence :

- les taux monétaires et les rendements obligataires ont sensiblement augmenté de part et d'autre de l'Atlantique, reflétant une accentuation des anticipations de hausses de taux en zone euro et une érosion des attentes de baisses de taux aux États-Unis ;
 - si le dollar et l'euro ont bénéficié de ce contexte macroéconomique favorable, le yen a poursuivi son recul ;
 - les principaux indices boursiers ont continué à s'apprécier.
- Enfin, contribuant à ce contexte favorable, les prix des principales matières premières se sont inscrits en baisse, notamment dans le sillage des cours du pétrole brut, qui ont cédé 10 % sur la période.

II | La situation économique de la France

II | I La croissance et les prix

L'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires a baissé de 0,2 % en novembre (0,7 % de croissance pour les trois derniers mois rapportés aux trois mêmes mois de l'année précédente), après 0,3 % en octobre, suite à une baisse de la plupart des composantes, notamment de l'industrie automobile (- 3,2 %, après + 1,3 % en octobre) et des biens d'équipement (- 0,7 %, après - 0,2 % en octobre).

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires s'est stabilisé à 104 en décembre, après 106 en novembre. Selon les industriels interrogés, la production industrielle devrait baisser en décembre. Le taux d'utilisation des capacités s'est replié et se situe au-dessous 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. Un rebond de l'activité est attendu dans tous les secteurs au cours des prochains mois. Les chefs d'entreprises du secteur des services marchands indiquent que la croissance de l'activité s'est ralentie en décembre. Ils anticipent, par ailleurs, une augmentation de l'activité assez soutenue dans les prochains mois.

L'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est en baisse en décembre (54,2, après 56,5 en novembre). Il est au-dessus de son seuil d'expansion depuis un an et demi. Dans le secteur des services, il est également en repli, à 57,6, après 58,8 en novembre ; il est au-dessus de son seuil d'expansion depuis près de quatre ans.

La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 1,3 % en décembre, après 0,9 % en novembre, grâce notamment à la progression du secteur automobile (+ 2,4 % après - 1,2 %).

Cette évolution porte la croissance pour le quatrième trimestre à + 1,1 %, après + 1,2 % au troisième trimestre.

Le déficit du commerce extérieur s'est stabilisé en novembre, s'établissant à - 2,8 milliards d'euros, comme en octobre, du fait d'une progression semblable des exportations (32,9 milliards d'euros en novembre contre 32,3 milliards en octobre) et des importations (35,7 milliards d'euros en novembre, après 35,1 milliards en octobre). Sur les trois derniers mois, le solde cumulé s'améliore légèrement, à - 7,1 milliards contre - 7,2 milliards sur la même période de l'année précédente.

Le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés (SMB) a augmenté de 0,8 % au cours du troisième trimestre 2006, après 0,6 % au deuxième trimestre, ce qui porte la variation annuelle à 2,7 %.

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France, le produit intérieur brut progresserait de 0,5 % au quatrième trimestre 2006 ; sa progression en moyenne annuelle pour 2006 serait de 2,0 %.

Évolution modérée des prix

En décembre, l'indice du prix des matières premières importées par la France a baissé de - 1,2 % sur le mois sous l'effet de la dépréciation du dollar, après une baisse de - 0,3 % en novembre, portant ainsi la croissance en glissement annuel à - 11,7 %, après - 1,6 % en novembre.

Le cours du *brent* en dollar a connu une hausse en décembre de 5,2 %, après 0,9 % en novembre. Sur l'ensemble de l'année 2006, il a augmenté de 19,7 %, contre 43,3 % en 2005.

En décembre, l'indice des prix à la consommation harmonisé a connu une croissance de 0,2 %, après 0,1 % en novembre portant la croissance en glissement annuel à 1,7 %, après 1,6 % en novembre.

ENCADRÉ I**Évolution récente de l'environnement international et zone euro****États-Unis**

- Révision à la baisse de la croissance du **PIB** en volume pour le troisième trimestre 2006 : 2,0 % en variation trimestrielle annualisée (2,2 % en première estimation), après 2,6 % au deuxième trimestre 2006. En glissement annuel : 3,0 %, après 3,5 % au deuxième trimestre 2006
- **Hausse de la consommation des ménages** en volume : 0,5 % en variation mensuelle en novembre, après 0,4 % en octobre. En glissement annuel : 3,8 % en novembre, après 3,7 % en octobre
- **Hausse de l'indice des prix à la consommation** en décembre : 0,5 %, après 0,0 % en novembre. En glissement annuel : 2,5 % en décembre, après 2,0 % en novembre. **Inflation sous-jacente** (hors alimentation et énergie) stable : 2,6 % en glissement annuel en décembre comme en novembre 2006
- **Baisse de l'indice de confiance des consommateurs** de l'université de Michigan en décembre : 90,2, après 92,1 en novembre
- **Hausse de l'indice PMI manufacturier** en décembre (51,4, après 49,5 en novembre) et baisse de l'indice ISM non manufacturier (57,1 en décembre, après 58,9 en novembre)
- Réduction du déficit de la **balance des biens et services** : – 58,2 milliards de dollars en novembre, après – 58,8 milliards en octobre
- **Hausse du déficit courant** au troisième trimestre 2006 : – 225,5 milliards de dollars (– 6,8 % du PIB), après – 217,1 milliards au second trimestre 2006 (– 6,6 % du PIB)

Japon

- Réunion du comité de politique monétaire de la Banque du Japon le 18 janvier : **taux overnight** inchangé à 0,25 %. Décision prise à la majorité de six membres contre trois
- Décélération de l'**indice des prix à la consommation** en glissement annuel : 0,3 % en novembre, après 0,4 % en octobre. **Inflation sous-jacente** (hors alimentation et énergie) : 0,2 % en glissement annuel en novembre, après 0,1 % en octobre
- Décélération de l'**indicateur du climat des affaires** du ministère des Finances et du Cabinet office au quatrième trimestre 2006 : + 6,4, après + 10,5 au troisième trimestre 2006

Royaume-Uni

- Réunion du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre : **hausse du taux officiel** à 5,25 %
- **Croissance du PIB** inchangée : 0,7 % au troisième trimestre 2006. En glissement annuel : 2,9 %, après 2,7 % au second trimestre 2006
- **Hausse de l'inflation** en décembre (IPCH) : 3,0 % en glissement annuel, après 2,7 % en novembre

Zone euro

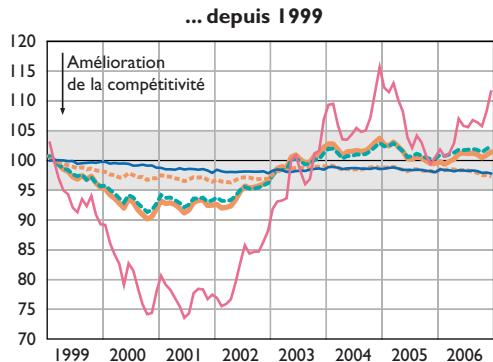
- **Hausse de 0,2 % de la production industrielle** en novembre, après une baisse de 0,1 % en octobre en données corrigées des variations saisonnières. Sur un an, la progression atteint 2,5 % en novembre, après 3,6 % en octobre.
- Révision à la hausse des **prévisions de croissance** de la Commission européenne : 0,3 % à 0,7 % prévu pour le quatrième trimestre 2006 (comme initialement), 0,4 % à 0,8 % pour le premier trimestre 2007 (contre 0,3 % à 0,8 % initialement) et 0,4 % à 0,9 % pour le deuxième trimestre 2007 (contre 0,3 à 0,8 % initialement)
- **Excédent du commerce extérieur** de 3,1 milliards d'euros en novembre 2006 (en données brutes), contre un déficit de – 2,0 milliards en novembre 2005. De janvier à novembre 2006, le déficit cumulé atteint – 12,0 milliards, contre un excédent de + 17,4 milliards sur la même période de 2005
- **Stabilité des prix à la production industrielle** (hors construction) en novembre (comme en octobre), soit + 4,3 % sur un an (après + 4,0 % en octobre)
- **Stabilité du taux de croissance de l'indice harmonisé des prix à la consommation** en glissement annuel en décembre, à + 1,9 %, comme en novembre.

ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

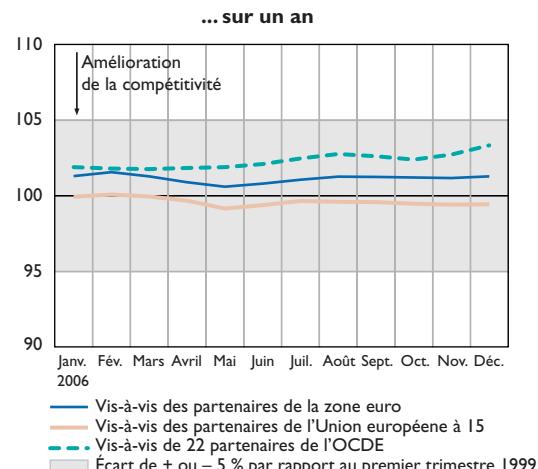
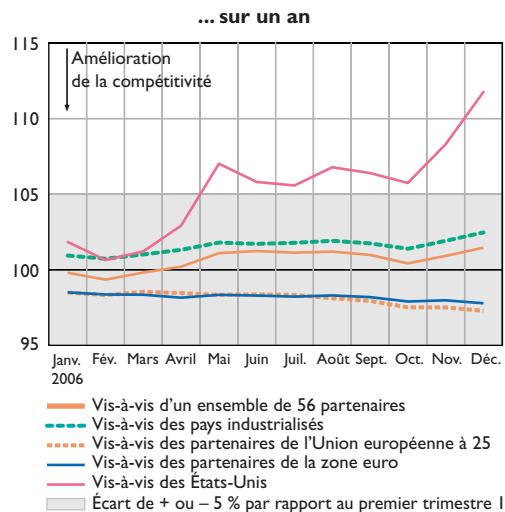
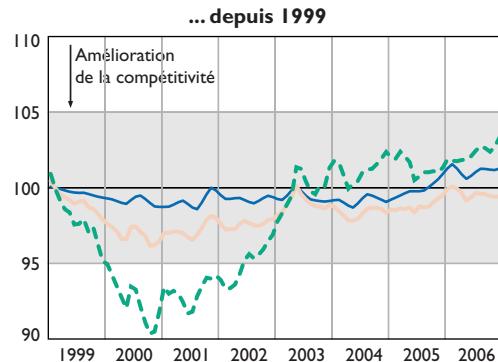
Mesurée par les prix à la consommation

(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

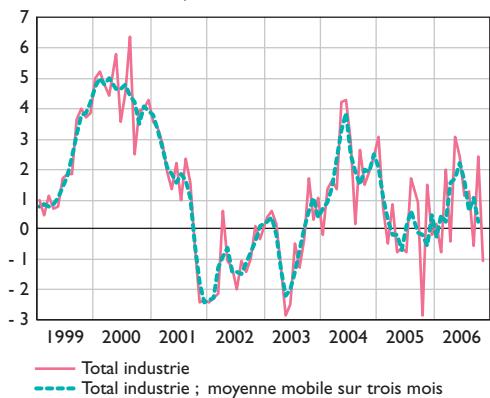
ACTUALITÉ

La situation économique de la France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

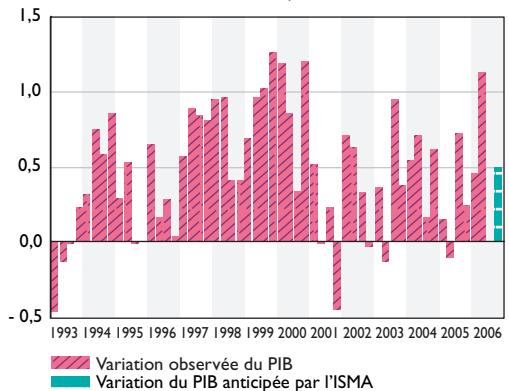
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



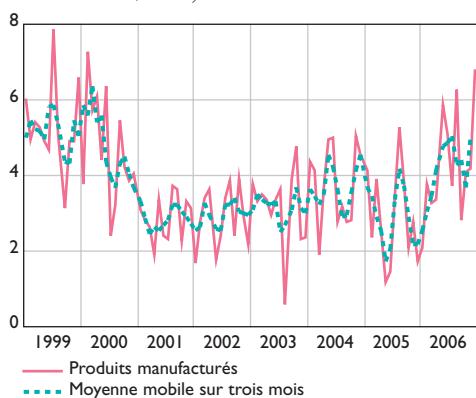
ISMA et PIB

(variation trimestrielle cjo-cvs, en %)



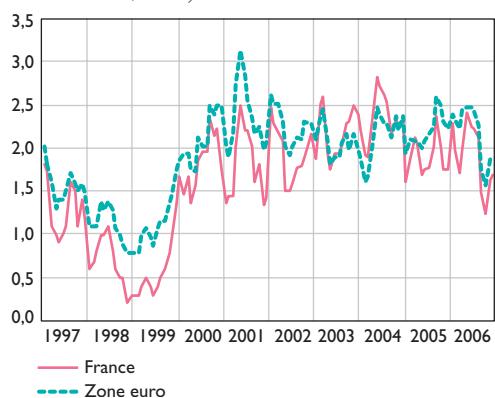
Consommation des ménages

(glissement annuel, en %)



Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(cvs)



Sources : Insee, Banque de France

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en novembre 2006

Avertissement : depuis le 1^{er} janvier 2006, les revenus mensuels d'investissements de portefeuille sont calculés selon le principe des droits constatés. Le mois prochain, les revenus d'investissements de portefeuille des années 1999 à 2005 seront recalculés et publiés suivant le même principe. Outre l'effet attendu sur la répartition des flux tout au long de l'année, ce changement de méthode affectera les totalisations annuelles. En particulier, pour les années 2004 et 2005, les recettes devraient être revues à la hausse et les dépenses révisées en baisse, les soldes étant en conséquence substantiellement réévalués.

En novembre 2006, le déficit courant cvs s'établit à - 3,0 milliards d'euros, après - 4,9 milliards en octobre. Le solde des biens se stabilise en novembre à - 3,2 milliards après la dégradation de 1,2 milliard enregistrée le mois précédent. Les revenus progressent de 1,4 milliard en raison d'une augmentation des recettes des revenus d'investissements directs. Les déficits des services hors voyages et des transferts

courants diminuent, revenant respectivement de - 0,8 milliard à - 0,5 milliard et de - 2,1 milliards à - 2,0 milliards. Le solde des voyages affiche également une amélioration (+ 0,3 milliard) pour atteindre 0,9 milliard.

Au sein du compte financier, les investissements directs français à l'étranger diminuent de plus de 4 milliards par rapport à octobre tandis que les investissements directs étrangers en France se maintiennent à haut niveau, la part des prêts et flux de trésorerie intragroupes (ligne « autres opérations ») restant prépondérante dans les flux. Sur 12 mois, la ligne affiche un solde débiteur inférieur de 7 milliards à celui de 2005 en liaison avec la progression des investissements directs étrangers en France, les investissements directs français à l'étranger étant sensiblement équivalents.

Les investissements de portefeuille retrouvent un solde positif en novembre. Les achats nets de titres étrangers par les résidents sont en forte baisse à 14 milliards (après 43 milliards en octobre), dont 0,4 milliard d'actions (9,4 milliards en octobre) et 18,6 milliards d'obligations, en partie compensés

La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (c)		Montants mensuels (cvs-cjo) (c)		
	Déc. 2004 (a)	Déc. 2005 (a)	Nov. 2006 (b)	Nov. 2005 (a)	Nov. 2006 (b)	Sept. 2006 (a)	Oct. 2006 (b)	Nov. 2006 (b)
	Compte de transactions courantes	- 5,6	- 27,0	- 26,0	- 8,4	- 9,0	- 1,1	- 4,9
Biens	- 6,9	- 25,9	- 26,6	- 6,6	- 8,5	- 2,0	- 3,2	- 3,2
Services hors voyages	- 1,0	- 0,9	- 4,4	- 0,5	- 1,4	- 0,2	- 0,8	- 0,5
Voyages	9,8	8,9	8,1	2,2	2,2	0,7	0,6	0,9
Revenus	10,2	13,1	18,9	2,1	5,1	2,7	0,5	1,9
Transferts courants	- 17,7	- 22,2	- 22,1	- 5,7	- 6,5	- 2,4	- 2,1	- 2,0
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	45,8	36,4	5,2	32,1	- 25,4	- 1,5
Investissements directs	- 20,6	- 41,9	- 35,0	- 16,3	- 8,3	- 4,5	- 3,5	- 0,3
- Français à l'étranger	- 45,9	- 93,0	- 93,5	- 25,5	- 25,7	- 10,1	- 10,0	- 5,6
- Étrangers en France	25,3	51,1	58,4	9,2	17,4	5,6	6,5	5,3
Investissements de portefeuille	- 46,6	- 9,2	- 57,9	- 4,8	10,5	21,6	- 22,7	11,6
- Avoirs	- 179,9	- 191,3	- 207,7	- 50,0	- 48,1	8,8	- 43,0	- 14,0
- Engagements	133,3	182,1	149,8	45,1	58,6	12,8	20,4	25,5
Produits financiers dérivés	5,0	8,2	2,4	3,5	- 0,2	1,8	- 0,9	- 1,1
Autres investissements	62,4	20,7	140,2	52,1	5,0	15,0	2,1	- 12,2
dont IFM	38,8	- 2,3	124,3	26,2	- 15,0	13,7	- 0,9	- 27,9
Avoirs de réserve	- 3,5	7,1	- 3,9	2,0	- 1,9	- 1,8	- 0,5	0,4

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

par des ventes de 5 milliards de titres du marché monétaire. Les non-résidents ont acheté pour 25,5 milliards de titres français, soit un peu plus que le mois dernier, dont 4 milliards d'actions, 19,2 milliards d'obligations et 2,3 milliards d'instruments du marché monétaire. Sur 12 mois, les sorties atteignent 57,9 milliards (contre des sorties de 9,2 milliards en 2005) sous le double effet d'une diminution des achats de valeurs du Trésor par les non résidents (en liaison avec les moindres émissions d'OAT et les remboursements de BTF en 2006) et de la progression

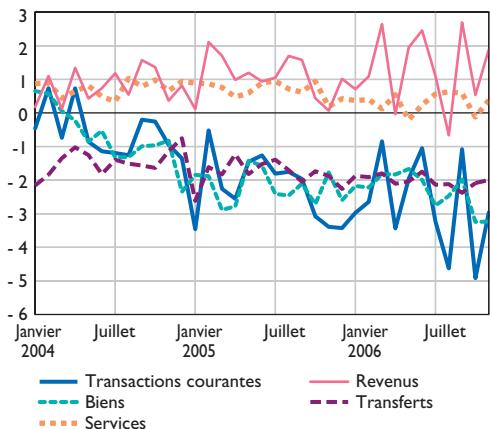
des achats de titres étrangers (actions et obligations notamment) par les IFM résidentes.

Les « autres investissements » présentent un solde débiteur de 12,2 milliards en novembre, la réduction des engagements nets des IFM (27,9 milliards) étant en partie compensée par une hausse des engagements de la Banque de France et des « autres secteurs ».

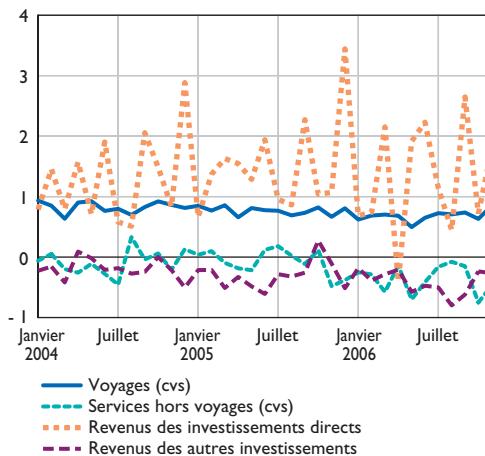
Les erreurs et omissions atteignent 4,9 milliards ce mois-ci et - 19,1 milliards en cumul sur 12 mois.

Transactions courantes**Soldes (cvs)**

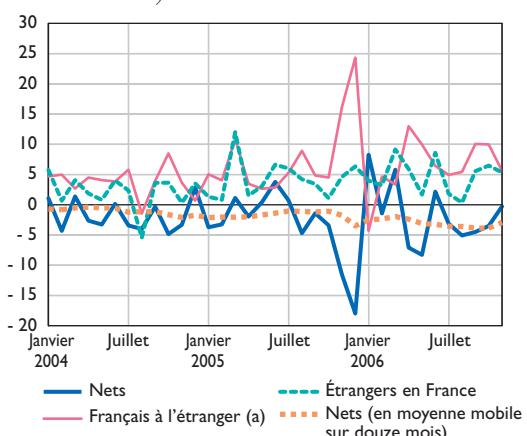
(en milliards d'euros)

**Transactions courantes****Soldes**

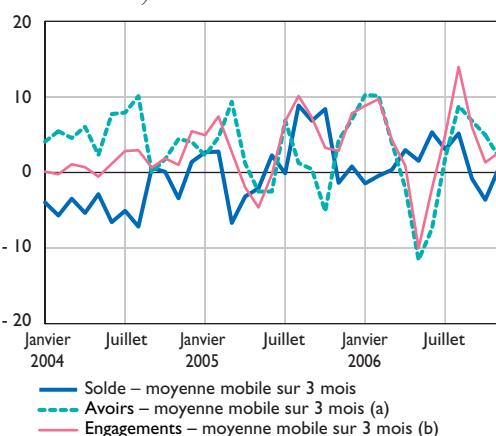
(en milliards d'euros)

**Investissements directs****Soldes**

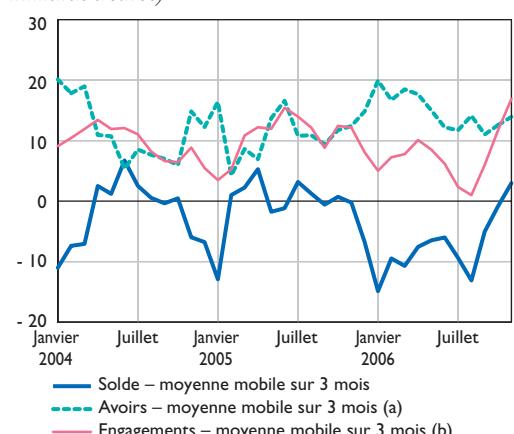
(en milliards d'euros)

**Investissements de portefeuille****Actions**

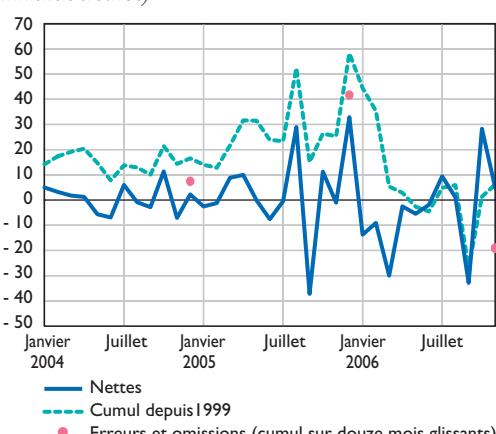
(en milliards d'euros)

**Investissements de portefeuille****Titres de dette**

(en milliards d'euros)

**Erreurs et omissions**

(en milliards d'euros)



(a) Avoirs : titres émis par les non-résidents

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

(b) Engagements : titres émis par les résidents

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 s'est inscrit en hausse sensible en novembre (9,3 %, après 8,5 % en octobre). Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 8,8 % pour la période allant de septembre à novembre, après 8,4 % pour la période précédente. Toutes les composantes de l'agrégat ont accéléré : la croissance annuelle de M1 s'est quelque peu renforcée (6,5 %, après 6,2 %), tandis que les dépôts à court terme (autres que les dépôts à vue) et les instruments négociables marquaient une importante poussée (respectivement 11,8 % après 10,8 %, et 12,6 % après 10,2 %).

Au sein des contreparties de M3, les concours au secteur privé ont légèrement ralenti (11,9 %, après 12,1 %) du fait de la décélération des titres autres

qu'actions (16,5 %, après 17,3 %). En revanche, la croissance annuelle des crédits au secteur privé est demeurée inchangée (11,2 %).

En France, la croissance annuelle des dépôts à vue des résidents s'est légèrement accentuée (5,4 %, après 5,1 %). Le taux de croissance annuel des comptes sur livret a augmenté de façon plus significative (6,1 %, après 5,5 %), quoique dans des proportions inférieures à celui des titres d'OPCVM monétaires (9,8 %, après 5,7 %) et celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans (23,4 %, après 19,9 %).

2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a fléchi en novembre 2006 (7,4 %, après 7,7 %) essentiellement en raison du ralentissement de l'endettement des sociétés non financières et, dans une moindre mesure, de celui des ménages. L'endettement des administrations publiques a connu pour sa part une légère reprise.

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

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

	Encours à fin novembre 2006	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Novembre 2006
		Octobre 2006	Novembre 2006	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	574,5	11,4	10,8	
+ Dépôts à vue	3 034,7	5,3	5,7	
= M1	3 609,3	6,2	6,5	
+ Autres dépôts monétaires	2 939,0	10,8	11,8	
= M2	6 548,2	8,2	8,8	
+ Instruments négociables	1 090,7	10,2	12,6	
= M3	7 638,9	8,5	9,3	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	9 116,3	11,2	11,2	
Concours au secteur privé (en données cvs)	10 597,7	12,1	11,9	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	437,2	5,1	5,4	14,4
Comptes sur livret	408,5	5,5	6,1	26,5
Dépôts à terme \leq 2 ans	64,2	19,9	23,4	4,7
Titres d'OPCVM monétaires	342,1	5,7	9,8	54,4
Titres de créances < 2 ans	86,1	49,6	39,3	43,1
Crédits au secteur privé (c)	1 531,0	13,0	12,0	16,8

(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 et Banque de France

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

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

Le taux de croissance annuel des crédits consentis par les institutions financières résidentes a légèrement baissé (10,8 %, après 11,0 %) sous l'effet du ralentissement des crédits aux sociétés non financières et, dans une moindre mesure, des crédits aux ménages. En revanche, les crédits aux administrations publiques ont légèrement accéléré. Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents est resté soutenu en dépit d'une sensible diminution par rapport au mois précédent (14,6 % – donnée estimée –, après 18,8 %).

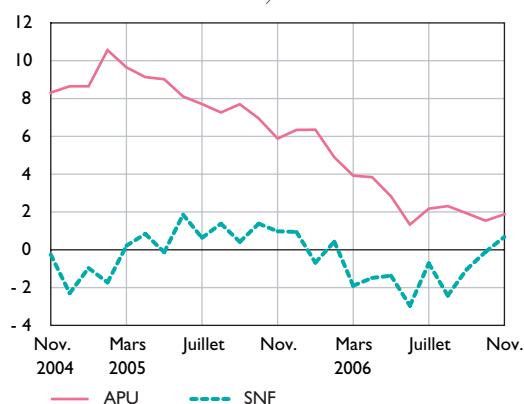
Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Novembre 2005	Octobre 2006	Novembre 2006
Endettement intérieur total	7,3	7,7	7,4
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	8,1	11,0	10,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents	15,1	18,8	14,6
Financements de marché	4,7	1,2	1,6

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 s'est redressé (1,6 %, après 1,2 %) sous l'effet de la reprise de la progression de la dette négociable des sociétés non financières, notamment à long terme (1,8 %, après 0,4 %), et de la légère accélération des émissions nettes des administrations publiques (1,9 %, après 1,5 %).

2 | 4 Les crédits des institutions financières monétaires¹

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est ralentie en novembre (11,9 %, après 12,8 %) du fait de la décélération des crédits au secteur privé (11,9 %, après 13,0 %) alors que les crédits aux administrations publiques ont accentué leur progression (11,6 %, après 10,9 %).

La croissance annuelle des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM –) a conservé son rythme du mois précédent, à 11,9 %. Le taux de croissance annuel des crédits de trésorerie est resté inchangé (6,3 %) alors que celui des crédits à l'habitat a légèrement fléchi (15,3 %, après 15,6 %). La progression des crédits aux sociétés non financières s'est également quelque peu atténuée (10,3 %, après 10,8 %), l'accélération

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Novembre 2005	Octobre 2006	Novembre 2006
Crédits des IFM (a)	8,0	12,8	11,9
aux APU	1,7	10,9	11,6
au secteur privé	8,7	13,0	11,9
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	10,8	11,9	11,9
dont : Trésorerie	6,5	6,3	6,3
Habitat	13,8	15,6	15,3
Crédits des EC aux SNF	6,9	10,8	10,3
dont : Trésorerie	7,8	11,4	12,3
Investissement	5,5	10,3	10,9
Crédits des EC au secteur financier	5,5	37,1	23,8
dont : Clientèle financière	-2,6	33,7	21,0
Assurances	36,3	45,7	31,5

(a) Hors crédits FCC.

(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM

¹ Y compris les crédits titrisés dans des fonds communs de créances.

des crédits à l'investissement (10,9 %, après 10,3 %) et des crédits de trésorerie (12,3 %, après 11,4 %) ayant été compensée par le ralentissement des autres crédits (8,3 %, après 11,2 %).

La progression des crédits au secteur financier s'est, pour sa part, nettement modérée (23,8 %, après 37,1 %).

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

Le taux moyen des crédits aux ménages augmente (5,13 %, après 5,06 %) après son palier du mois précédent et celui des crédits aux sociétés non financières continue de s'élever (4,40 %, après 4,32 %).

- Du côté des ménages, le taux moyen des crédits à la consommation est en hausse sensible (6,26 %, après 6,06 %). Les taux moyens des crédits à l'habitat poursuivent leur remontée, de manière toutefois plus prononcée pour les crédits de PFIT inférieure ou égale à un an (4,01 %, après 3,89 %) que pour ceux de PFIT supérieure à un an (3,97 %, après 3,95 %). Le taux moyen des découverts diminue légèrement (10,25 %, après 10,30 %).

- S'agissant des crédits aux sociétés non financières, le taux moyen des découverts fléchit quelque peu (4,51 %, après 4,57 %) alors que les taux moyens des crédits échéancés continuent de progresser (4,37 %, après 4,25 % pour les crédits de PFIT inférieure à un an et 4,37 %, après 4,24 % pour les crédits de PFIT supérieure à un an).

2 | 6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « monétaires » se sont renforcés. La collecte nette des OPCVM « diversifiés » et « actions » a subi un léger ralentissement tandis que celle des fonds « obligations » est restée négative.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur 12 mois/encours, en %)

	Décembre 2004	Décembre 2005	Octobre 2006	Novembre 2006
OPCVM monétaires	6,5	9,0	7,5	9,2
OPCVM obligations	0,1	4,1	- 0,9	- 1,4
OPCVM actions	2,7	5,7	8,0	7,2
OPCVM diversifiés	4,4	10,2	28,1	27,2

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 3

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

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes			Émissions brutes			Encours à fin déc. 2006	
	Année 2005	Déc. 2005 à nov. 2006	Janv. 2006 à déc. 2006	Décembre 2006	Déc. 2005 à nov. 2006	Janv. 2006 à déc. 2006	Décembre 2006	
Sociétés non financières	- 14,0	- 15,7	- 14,4	- 0,2	3,5	3,7	0,4	76,7
État	39,9	15,6	14,8	- 0,8	62,7	62,7	0,0	602,2
Autres administrations publiques	3,5	- 7,1	- 7,0	0,1	0,2	0,4	0,2	44,4
Institutions financières monétaires	- 7,9	- 4,0	- 4,0	0,5	13,9	15,0	2,2	141,0
Institutions financières non monétaires	- 0,9	- 1,8	- 2,1	0,0	0,3	0,0	0,0	20,4
Total	20,5	- 13,0	- 12,5	- 0,4	80,6	81,7	2,8	884,7

Les émissions obligataires des résidents sur la place de Paris, dont le règlement est intervenu au cours du mois de décembre 2006, ont totalisé 2,8 milliards d'euros, contre 7,2 milliards le mois précédent.

Compte tenu des remboursements intervenus en fin d'année sur l'ensemble des secteurs les émissions nettes sont négatives à hauteur de - 0,4 milliard d'euros.

Pour l'année 2006, le total des émissions obligataires de l'Agence France Trésor (62,7 milliards d'euros) est en diminution de 17,8 % par rapport à 2005 (76,3 milliards). Le désendettement des sociétés non financières (- 14,4 milliards d'euros) a continué, avec un montant similaire à celui de 2005 (- 14,0 milliards).

3| Les marchés de capitaux

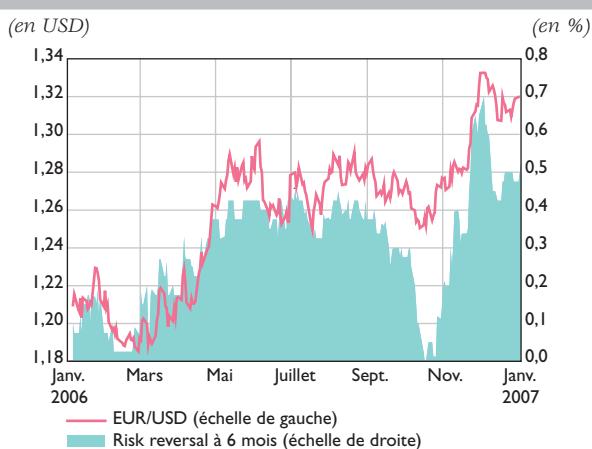
Le mois de décembre a été caractérisé par un contexte de perspectives économiques favorables et de diminution de la volatilité sur les principaux segments financiers. Les taux monétaires et les rendements obligataires se sont tendus sensiblement de part et d'autre de l'Atlantique, reflétant une accentuation des anticipations de hausses de taux en zone euro et une érosion des attentes de baisses de taux aux États-Unis. Si le dollar et l'euro ont bénéficié de ce contexte macroéconomique favorable, le yen a poursuivi son recul. Enfin, les principaux indices boursiers ont continué à s'apprécier.

3| I Les marchés de change et de matières premières

Bien que le dollar ait atteint son plus bas niveau de 2006 contre euro le 3 décembre, il a par la suite effacé ses pertes sous l'effet d'un recul des anticipations de baisses de taux aux États-Unis. Au total, la parité de l'euro contre dollar est globalement restée inchangée en décembre autour de 1,32. Les options de change indiquaient néanmoins fin décembre que les participants de marché continuaient de privilégier une appréciation de l'euro contre dollar, mais dans une moindre mesure qu'en début de mois.

La livre sterling est également restée inchangée tant contre dollar (GBP/USD oscillant autour de 1,96) que contre euro (à 0,6720), la devise britannique étant soutenue par des anticipations de hausses de taux.

Cours de change de l'euro contre dollar des États-Unis et *risk reversal* à six mois



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

A contrario, au Japon, la publication de chiffres de consommation et d'inflation plus faibles que prévu a alimenté les incertitudes quant au rythme des prochains resserrements monétaires, conduisant à une dépréciation du yen à la fois contre euro (appreciation de l'EUR/JPY de 2,5 % à 157,1) et dollar (appreciation de 2,8 % de l'USD/JPY à 119,01).

Ces mouvements sont intervenus dans un contexte de baisse de la volatilité des principaux couples de devises : la volatilité implicite à 1 mois tirée des options de change de l'EUR/USD est ainsi passée au cours du mois de 7,12 % à 6,80 %, pendant que la volatilité implicite sur l'USD/JPY à 1 mois reculait de 7,37 % à 6,45 %.

Au total, les taux de change effectif nominaux de l'euro et du dollar sont restés inchangés par rapport au mois précédent, interrompant ainsi les mouvements enregistrés les mois précédents de hausse du premier et de baisse du second.

Les matières premières se sont dépréciées en décembre, l'indice CRB (*Commodity Research Bureau*) diminuant de 4,4 %. Les cours du pétrole se sont en effet inscrits en baisse de 10 % en décembre à 58,5 dollars le baril pour la référence du *West Texas Intermediate*, sous l'effet de températures clémentes à la fois aux États-Unis et en Europe. Le cours du cuivre a connu une évolution similaire (baisse de 10,6 % à 6 330 dollars la tonne). Enfin, l'or a évolué de concert, mais dans une moindre mesure, enregistrant un très léger recul de l'ordre de 1,7 %, à 636,8 dollars l'once.

Indice CRB



3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

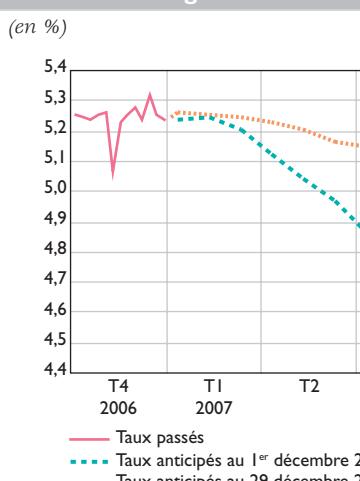
Tension des taux monétaires et des rendements obligataires américains

La publication d'indicateurs économiques américains mieux orientés que prévu comme la vigilance exprimée par les membres du FOMC (*Federal Open Market Committee*) en matière de tensions inflationnistes ont amené les investisseurs à diminuer leurs anticipations relatives à une éventuelle baisse de taux du Système fédéral de réserve.

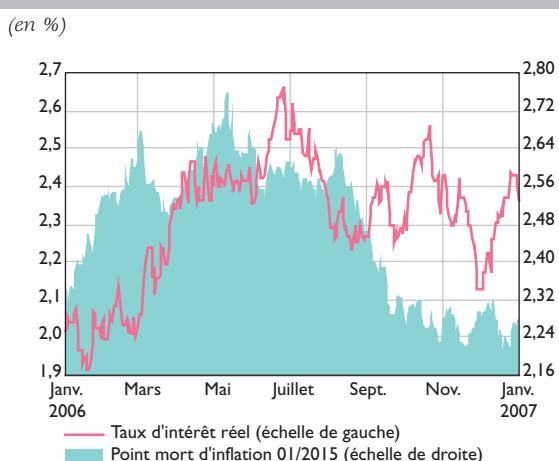
Les taux des contrats à terme se sont ainsi tendus sur l'ensemble des maturités, réduisant l'inversion de la courbe des taux monétaires (+ 5 points de base pour le contrat de maturité mars 2007 à 5,23 %, contre + 30 points de base pour le contrat décembre 2007 à 4,88 %). Les participants de marché ont reporté de mai à l'été 2007 leurs attentes d'une première baisse de taux du Système fédéral de réserve et privilégiaient en fin de période un scénario de taux fonds fédéraux à 4,75 % pour décembre 2007 (contre 4,5 % début décembre).

Les rendements obligataires américains, dans le sillage des taux monétaires, se sont inscrits en hausse de 20 points de base à 4,88 % pour la maturité 2 ans et de 25 points de base à 4,76 % pour la maturité 10 ans, la courbe restant ainsi inversée sur le segment 2-10 ans. Cette tension des rendements obligataires reflète essentiellement une augmentation de la composante réelle. Les points morts d'inflation

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



Point mort d'inflation tiré de l'obligation indexée américaine de maturité 2015



tirés des obligations indexées sur l'inflation américaine de maturité 2012 et 2015 sont en effet restés quasiment stables à 2,23 % et 2,27 %.

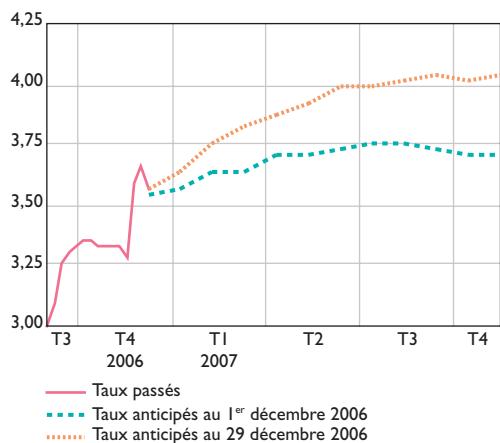
Tension des taux monétaires et des rendements obligataires en zone euro

La publication de données macroéconomiques bien orientées en zone euro, la vigilance exprimée par les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE en matière d'inflation, et la décision du Conseil des gouverneurs du 7 décembre de porter à 3,5 % le taux minimum de soumission aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème ont renforcé les participants de marché dans leurs anticipations de poursuite des resserrements de la politique monétaire de la BCE.

Les taux implicites des contrats Euribor 3 mois se sont tendus dans un mouvement de pentification (+ 11 points de base pour l'échéance mars 2007, à 3,92 % et + 32 points de base, à 4,08 % pour l'échéance décembre 2007). Les participants de marché attendaient fin décembre une nouvelle hausse à l'horizon mars 2007, suivie d'une autre à l'été 2007.

Les rendements obligataires à 2 et 10 ans en zone euro ont également augmenté de respectivement de 24 et 27 points de base à 3,90 % et 3,98 %. Cette tension est intervenue au vu du raffermissement des estimations de croissance de long terme mesurées sur les marchés : les taux réels des obligations indexées sur l'inflation tant française qu'européenne ont fortement augmenté

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

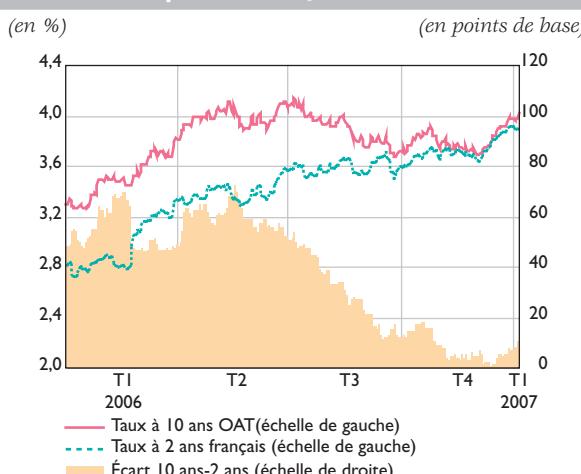


(+ 25 points de base pour l'OAT indexée sur l'inflation européenne de maturité 2015), alors que le point mort d'inflation restait stable (à 2,14 % pour l'inflation européenne sur la maturité 2015).

Les taux monétaires et les rendements obligataires britanniques ont suivi une évolution parallèle à celle des taux en zone euro : la poursuite de la vigueur de l'activité économique comme le maintien attendu en 2007 de l'inflation à des niveaux élevés ont conforté les anticipations de hausses de taux supplémentaires par la Banque d'Angleterre.

A contrario, les rendements obligataires japonais comme les taux monétaires sont restés quasiment inchangés en décembre : les chiffres d'activité et d'inflation publiés au cours de la période sous revue

Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



ont conforté les attentes relatives au rythme des resserrements monétaires de la Banque du Japon.

L'optimisme entourant les perspectives économiques a favorisé les financements d'actifs non dénués de risques. Sur les marchés de l'emprunt des émetteurs privés, les écarts de rendement avec les taux souverains ont continué de se resserrer tant en euro qu'en dollar, pour se situer encore davantage à des niveaux historiquement faibles. De la même façon, l'écart de rendement entre les dettes souveraines émergentes et la dette publique américaine a baissé de 202 à 169 points de base. Il s'agit de la plus faible différence jamais constatée.

3 | 3 Les marchés boursiers

Les principaux indices boursiers internationaux (à l'exception du Nasdaq) ont poursuivi leur progression en décembre, clôturant l'année sur des plus hauts niveaux historiques (*Dow Jones*) ou sur des valorisations renouant avec les niveaux de 2002.

Partout les résultats des entreprises étaient à nouveau attendus en hausse pour 2007, après avoir connu une progression de 15 % à 30 % au cours des années précédentes. La forte augmentation des opérations de structuration conduisant à des rachats d'actions et retraits de cotations a, en outre, constitué un facteur de soutien des marchés boursiers.

En décembre, les secteurs des biens de consommation et de la grande distribution ont plus particulièrement contribué à la hausse des indices américains, dans un contexte de croissance toujours soutenue des ventes au détail aux États-Unis. En revanche, les compagnies pétrolières et minières se sont inscrites en recul, les prix du pétrole et des matières premières ayant reflué.

Les bourses européennes ont affiché des performances encore supérieures à celles des marchés américains, sous l'effet de statistiques économiques encourageantes. Les secteurs pharmaceutiques, de télécommunications et de fourniture de services de réseau ont affiché les hausses les plus fortes.

L'indice *Nikkei* a fortement progressé, soutenu par les entreprises exportatrices japonaises qui bénéficient tant du rebond des ventes au détail aux États-Unis que de la faiblesse du yen.

ACTUALITÉ

Les marchés de capitaux

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

(base 100 = 1^{er} janvier 2006)



Indices boursiers

(variation en %)

	2006		
	Niveau au 29 déc.	Variation par rapport au 1 ^{er} déc.	Variation par rapport au 1 ^{er} janv.
CAC 40	5 541,7	5,5	16,5
DAX	6 596,9	5,7	21,0
DJ EuroStoxx 50	4 119,4	4,8	14,3
FTSE	6 220,8	3,3	9,4
Nasdaq	2 415,3	0,1	9,5
Dow Jones	12 463,1	2,2	16,3
Nikkei	17 225,8	5,5	6,9

ENCADRÉ 4

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

Activité sur le marché de la pension livrée

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

	Décembre 2006		Moyenne année 2006	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	308,9	69	392,5	70,0
Pensions à taux fixe	125,6	28	166,5	29,7
Pensions à taux variable	183,3	41	226,0	40,3
BTAN	109,7	24	119,9	21,4
Pensions à taux fixe	29,4	7	39,5	7,0
Pensions à taux variables	80,3	18	80,4	14,3
BTF	30,7	7	48,7	8,7
Pensions à taux fixe	3,3	1	13,3	2,4
Pensions à taux variable	27,4	6	35,4	6,3
Total	449,4	100	561,1	100,0
Pensions à taux fixe	158,4	35	219,3	39,1
Pensions à taux variable	291,0	65	341,8	60,9

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	29 déc. 2006	1 ^{er} déc. 2006	Variation
1 mois	3,47	3,35	12
3 mois	3,50	3,47	3
6 mois	3,66	3,53	13
12 mois	3,86	3,66	20
2 ans	3,90	3,66	24
5 ans	3,93	3,62	31

**Les incidences de la réforme de l'usure
sur les modalités de financement des PME**
Daniel GABRIELLI, Maryam HOUSNI-FELLAH et Vichett OUNG
Direction des Études et des Statistiques monétaires

19

Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro
Jérôme COFFINET, Julien MATHERON et Céline POILLY
*Direction de la Recherche
Service d'Études et de Recherche sur la Politique Monétaire, service de Recherche en économie et en finance
et Université de Cergy-Pontoise – THEMA*

25

**Les risques de ré-endettement
des pays en développement
après les annulations de dettes**
Emmanuel ROCHER
*Direction des Relations internationales et européennes
Service de la Zone Franc*

35

Le coût du crédit aux entreprises
Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires*

45

Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME

Daniel GABRIELLI, Maryam HOUSNI-FELLAH et Vichett OUNG

Direction des Études et des Statistiques monétaires

La réglementation de l'usure vise à protéger les emprunteurs en fixant des plafonds aux taux d'intérêt débiteurs pratiqués par les banques pour diverses catégories de concours. Elle peut cependant engendrer dans certains cas des effets non désirés ou contreproductifs. C'est la raison pour laquelle elle a été considérablement allégée ces dernières années pour les crédits aux entreprises.

La loi du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique et celle du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises (PME) ont ainsi restreint tour à tour le champ d'application de cette réglementation aux découverts en compte pour les sociétés puis pour les entrepreneurs individuels. Conformément aux dispositions de la loi en faveur des PME, la Banque de France vient de remettre au Parlement un rapport dressant le bilan des effets de cette réforme sur les modalités de financement de ces entreprises¹. Un article de ce bulletin en résume les principales analyses et conclusions.

Les allégements concernant les entreprises sont intervenus dans un contexte général de libéralisation des régimes de l'usure qui étaient en vigueur dans la plupart des pays développés jusque dans les années soixante-dix. En France, la réforme de ce régime a fait suite à la montée des critiques sur ses inconvénients durant les années quatre-vingt-dix. Celles-ci se sont renforcées avec la baisse des taux d'intérêt qui est venue accentuer l'obsolescence du dispositif en restreignant encore la marge de manœuvre des banques en matière de tarification du crédit.

Les analyses menées par la Banque confirment que la réglementation de l'usure avait des effets indésirables sur le financement des entreprises : rationnement de certaines PME risquées qui auraient pu faire face aux charges financières d'un crédit facturé à des conditions supérieures à celles de l'usure ; péréquation des taux pratiqués par les établissements de crédit au sein de leur clientèle de PME au détriment des moins risquées (pour financer les plus risquées à des taux inférieurs au seuil de l'usure) ; recours à des financements de substitution (crédit-bail, location avec option d'achat...) pouvant se révéler moins adaptés aux besoins des emprunteurs.

Conformément aux attentes du législateur, la quasi suppression de ce régime a permis une amélioration des conditions de financement des PME sous ces différents aspects : elle a facilité l'accès au crédit des PME les plus risquées, notamment les plus récentes et les entrepreneurs individuels, sans pour autant conduire à une détérioration de la qualité globale des portefeuilles d'engagements des banques sur les entreprises ; elle a encouragé les établissements prêteurs à améliorer leur tarification et à délaisser leurs pratiques de péréquation des conditions de crédit entre PME ; elle a enfin réduit, tant pour les prêteurs que pour les emprunteurs, les incitations à recourir à des solutions plus coûteuses que le crédit traditionnel.

Le contexte économique a sans doute aussi contribué à la réussite de cette réforme : l'offre de crédit a été en forte augmentation et la concurrence sur le marché du crédit aux PME s'est renforcée. Cette évolution est également intervenue dans un contexte où la préparation de la mise en œuvre de l'accord de Bâle II a permis aux établissements bancaires de mieux évaluer leur risque de crédit.

Un tel succès invite à s'interroger sur les éventuels prolongements qui pourraient être donnés à cette réforme.

¹ Ce rapport est disponible sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telechar/stat_mone/rapport_bdf_28_12_2006.pdf).

D'une manière générale, lorsque le système bancaire et financier fonctionne efficacement, les interventions publiques sur le niveau des conditions débitrices doivent, pour conserver leur utilité, être parcimonieuses, très ciblées et respectueuses des conditions concurrentielles d'un espace européen soumis à une politique monétaire unique. Le régime de l'usure devrait ainsi avant tout concerter les segments de marché où les emprunteurs risquent de se trouver en position de faiblesse face au pouvoir de marché des prêteurs.

C'est en particulier le cas des découverts en compte consentis aux entreprises comme aux ménages, ou encore du financement des ventes à tempérament pour lequel les établissements prêteurs sont en position de force, notamment sur les lieux de vente.

Si les leçons de cette réforme devaient s'appliquer à d'autres secteurs, une réflexion pourrait être conduite sur l'opportunité de supprimer ou du moins d'aménager le dispositif pour certains segments du marché des crédits aux particuliers, où le plafonnement des taux est susceptible parfois d'entraver la distribution de crédits aux ménages.

Mots-clés : taux d'intérêt, usure, PME, entrepreneurs individuels, rationnement, péréquation, risque de défaut, distribution du crédit, conditions de financement
Codes JEL : D45, E43, G21, G32

Les lois du 1^{er} août 2003 et du 2 août 2005 ont tour à tour écarté du champ de la réglementation de l'usure² la quasi-totalité des crédits aux sociétés³, puis la plupart de ceux consentis aux personnes physiques exerçant une activité marchande (entrepreneurs individuels, commerçants, artisans...)⁴. Ces mesures sont respectivement entrées en application en mars 2004 et en août 2005. Seules les dispositions applicables aux découverts en compte consentis à ces deux catégories d'emprunteurs ont été maintenues en l'état.

Le législateur⁵ a chargé la Banque de France, institution responsable du calcul du taux de l'usure pour les différentes catégories d'emprunteurs et de la collecte des données de taux d'intérêt permettant de procéder à ce calcul, d'élaborer un rapport visant à « apprécier l'impact de la suppression de la notion de taux d'usure sur les modalités de financement des petites et moyennes entreprises ».

Les résultats de cette évaluation ont été réunis dans un rapport transmis à l'Assemblée nationale et au Sénat en décembre 2006. La préparation de ce rapport a conduit à examiner les leçons pouvant être tirées des expériences étrangères similaires et à procéder à une analyse théorique des effets de la réglementation de l'usure et de sa déréglementation. Le cœur du diagnostic s'est fondé sur l'analyse des statistiques disponibles en matière de crédit et de taux d'intérêt et sur les résultats d'enquêtes spécifiques :

- d'une part, les réponses aux questions *ad hoc* ajoutées à l'enquête trimestrielle sur la distribution du crédit réalisée par la Banque de France auprès des responsables des engagements d'un échantillon représentatif de banques ;
- d'autre part les retours de deux enquêtes ponctuelles menées à cette occasion par le réseau des succursales de la Banque de France : l'une auprès d'un échantillon de guichets bancaires et l'autre auprès d'un échantillon de petites et moyennes entreprises (PME) comprenant des entrepreneurs individuels.

Cet article résume les analyses développées dans le rapport transmis au Parlement et en présente les principales conclusions.

II Objectifs de la réglementation de l'usure sur les crédits aux entreprises et effets sur le financement des PME

La finalité de toute réglementation de l'usure est de protéger les emprunteurs contre un coût excessif du crédit et d'empêcher le prélèvement d'une rente abusive par le prêteur dans le contexte d'un marché du crédit insuffisamment concurrentiel⁶. L'extension d'une telle réglementation au financement des entreprises, relativement récente, a ainsi visé à assurer la protection des petites et moyennes entreprises (PME)⁷, catégorie qui inclut notamment les très petites entreprises (TPE) et les entrepreneurs individuels (EI) dont les ressources d'emprunt proviennent principalement des banques. Ce faisant, cette mesure était censée notamment contribuer à réduire le nombre et le coût économique des faillites.

Dans sa configuration d'avant 2003, le dispositif de l'usure paraît avoir exercé des contraintes significatives sur l'offre de crédit, notamment celle adressée aux entrepreneurs individuels. Le mécanisme de plafonnement permettait certes de contenir le niveau des taux débiteurs sur un marché du crédit aux PME jugé alors relativement peu concurrentiel et fortement concentré mais au prix de plusieurs inconvénients :

- il tendait à exclure des entreprises présentant pour le prêteur un risque important, bien que capables d'assumer la charge financière d'un crédit à taux élevé, ou incitait à réduire le montant des prêts qui leur étaient consentis ; ce rationnement semble avoir affecté de manière plus prononcée les entrepreneurs individuels que les autres PME ;

2 La réglementation de l'usure (c'est-à-dire la fixation de taux débiteurs plafonds pour les prêts consentis par les établissements de crédit) trouve ses fondements dans les lois du 28 décembre 1966 et du 31 décembre 1989.

3 Personnes morales exerçant une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle commerciale

4 Les crédits aux personnes morales n'exerçant pas d'activité marchande (industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou professionnelle non commerciale) – associations, institutions sans but lucratif... – restent en revanche inclus dans le champ de la réglementation de l'usure.

5 Loi n° 2005-882 du 2 août 2005 en faveur des petites et moyennes entreprises

6 À l'heure actuelle, l'ensemble des pays de la zone euro maintiennent une réglementation de l'usure pour les crédits aux ménages ; seuls deux pays, la France et l'Italie, continuent d'y inclure, en tout ou partie, les crédits aux entreprises ou assimilées.

7 Cette catégorie est délicate à délimiter et ses contours varient selon le critère retenu. Dans le rapport, c'est le critère de chiffre d'affaires qui a été choisi pour les qualifier : elles sont ainsi définies comme des entreprises de chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros ou comme des entrepreneurs individuels au sens de la comptabilité nationale.

- dans le même temps, il incitait banques et PME à recourir à des méthodes d'accommodement de la contrainte réglementaire (financements alternatifs non réglementés ou demande de garanties supplémentaires) qui pouvaient se révéler onéreuses ou moins adaptées aux besoins des emprunteurs ;
- il pouvait enfin conduire les banques à opérer une péréquation des taux appliqués à leur clientèle de PME au détriment des moins risquées afin de financer les plus risquées à des taux inférieurs aux seuils de l'usure.

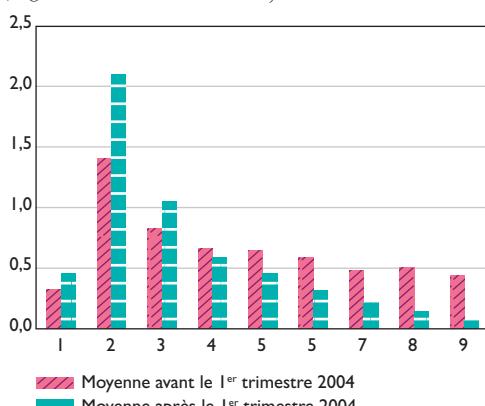
Ces divers inconvénients ont suscité, durant les années quatre-vingt-dix, des critiques croissantes sur l'efficacité de ce dispositif pour les entreprises. Celles-ci se sont renforcées avec la très sensible baisse des taux débiteurs intervenue depuis lors, qui a encore restreint la marge de manœuvre des établissements de crédit pour moduler leurs barèmes de taux d'intérêt en fonction des risques et des contraintes de couverture des coûts fixes, surtout pour les crédits de faible montant. Prenant ces griefs en considération, les pouvoirs publics ont allégé substantiellement le dispositif en 2003 et 2005.

2| Effets de la réforme de la réglementation de l'usure

Graphique I Taux d'obtention d'un premier crédit pour les jeunes entreprises en fonction de leur durée d'existence

2^e trimestre 2003 - 2^e trimestre 2006

(en %, âge en nombre de trimestres)



Source : Banque de France

Conformément aux attentes du législateur, la levée de la réglementation de l'usure a eu d'incontestables effets positifs.

- Elle a facilité l'accès au crédit des PME, et notamment des plus risquées, des entrepreneurs individuels et des unités de création récente (du point de vue du nombre de PME financées comme des montants octroyés) : le graphique 1 montre que le nombre des premiers crédits consentis à de jeunes entreprises (moins de trois ans d'existence) s'est accru et que les délais d'obtention se sont raccourcis.
- Elle a incité prêteurs et emprunteurs à davantage recourir au crédit traditionnel en délaissant les solutions palliatives précédemment utilisées (cf. graphiques 2).
- Elle a favorisé l'élargissement de l'accès des PME au financement bancaire sans accroître pour autant le risque de défaillance de cette catégorie d'emprunteurs (cf. graphiques 3), alors que l'on a parallèlement observé une augmentation du risque de défaut de l'ensemble des entreprises depuis 2001 : tout en se livrant à une concurrence de plus en plus vive sur le marché du crédit aux PME, les banques ont continué de gérer de façon rigoureuse leur risque de crédit, dans un contexte, il est vrai, où les besoins de financements externes des entreprises sont restés modérés.
- Comme escompté, elle a permis aux établissements de crédit de sélectionner leurs emprunteurs de manière plus rationnelle et de mieux prendre en compte le coût du risque dans la tarification des crédits.

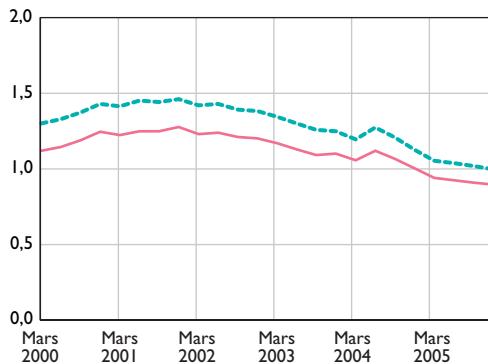
Les réponses aux enquêtes montrent cependant que ces effets ont été perçus différemment selon les acteurs.

- Les établissements de crédit, auparavant responsables pénalement en cas d'infraction à la réglementation, font logiquement preuve d'une bonne connaissance des problèmes qu'elle soulevait et citent volontiers les effets positifs qu'a engendrés sa quasi-suppression (facilitation de l'accès au crédit des entreprises les plus risquées, amélioration de la tarification du risque chez les établissements prêteurs...).
- À l'inverse, les réponses des PME, notamment des plus petites, font ressortir une large méconnaissance de la réglementation de l'usure : plus de la moitié d'entre elles ignorent ce qu'est le taux de l'usure et

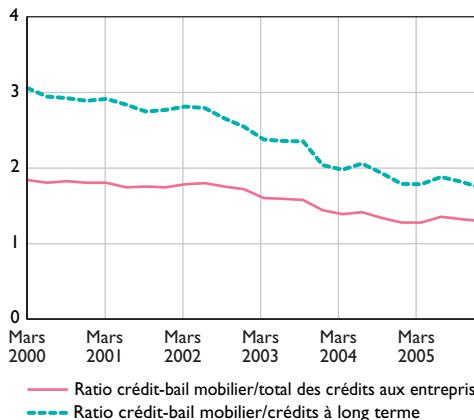
Graphique 2 Évolution de la part du crédit-bail mobilier

(en %)

dans le total des crédits aux entreprises individuelles cotées X (a)



dans le total des crédits aux PME cotées X (a)



— Ratio crédit-bail mobilier/total des crédits aux entreprises
- - - Ratio crédit-bail mobilier/ crédits à long terme

(a) La Banque de France (direction des Entreprises) publie des évaluations du risque de crédit des entreprises sous forme de cotations. La cotation X caractérise les entreprises au sujet desquelles aucune information de bilan à jour n'est disponible pour permettre la production d'une cote de crédit. Il s'agit généralement de très petites entreprises.

NB : Total des crédits = total des crédits échéancés + crédit-bail mobilier + crédit-bail immobilier

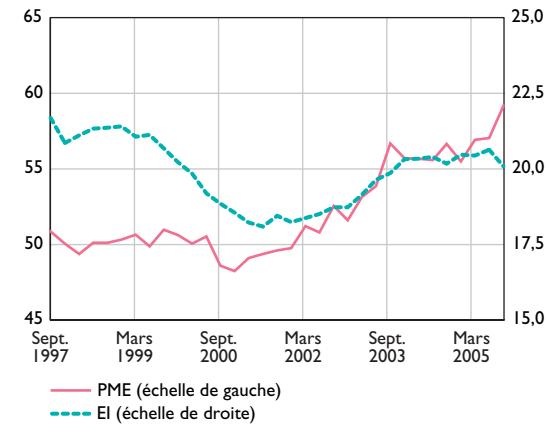
Source : Banque de France

celles qui en connaissaient le dispositif déclarent, dans leur grande majorité, n'être pas au fait des assouplissements intervenus en 2003 et 2005. Les réponses obtenues tendent à confirmer que la réforme a profité à une population restreinte de PME : tout au plus 10 % des entreprises au fait des réformes déclarent avoir constaté des effets positifs sur leur accès au crédit, majoritairement sous forme d'un accroissement du montant des financements obtenus.

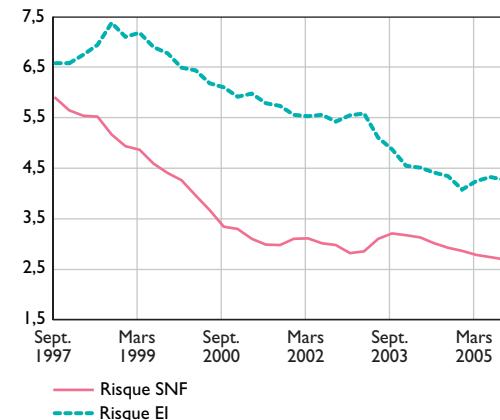
Graphique 3 Exposition des banques au risque PME et EI

(en % des crédits aux sociétés non financières - SNF)

Part des crédits PME et EI dans les portefeuilles bancaires



Provisions pour risques dans les portefeuilles bancaires SNF et EI



Source et calculs : Banque de France

3 | Conclusion et perspectives

La suppression de l'essentiel des dispositions du régime de l'usure pour les prêts aux entreprises a globalement amélioré les mécanismes de financement des PME, sans qu'il soit possible, à ce stade, d'en identifier d'éventuelles répercussions négatives.

Ce constat amène à formuler deux séries de considérations générales.

L'efficacité d'un déplafonnement des taux, ainsi que la prévention d'éventuels effets indésirables d'une telle mesure (taux excessifs, prise de risques inconsidérés),

dépendent largement du bon fonctionnement du marché du crédit. Ceci presuppose une organisation satisfaisante de la concurrence, et notamment une bonne transparence du marché : la clientèle doit bénéficier d'une information suffisante sur les conditions pratiquées par les établissements de crédit (normalisation de l'affichage, publicité...) et ces derniers doivent pouvoir sélectionner les emprunteurs et tarifer leurs concours de façon appropriée. Les initiatives récentes des pouvoirs publics en faveur de la publication par les banques de statistiques sur le financement des PME ainsi que celles relayées par le Comité consultatif du secteur financier en faveur de la mise en place d'outils de communication entre les banques et les PME participent pleinement de cette démarche. Celle-ci devrait être également confortée par la mise en œuvre de l'accord de Bâle II qui incitera les établissements prêteurs à utiliser davantage la notation interne du risque pris sur les entreprises.

Ces considérations invitent à s'interroger sur l'opportunité d'étendre cette libéralisation à d'autres catégories de concours (déboursé, financement de l'habitat, prêts de faible montant...) ou d'emprunteurs (entreprises non commerciales, particuliers...). À cet égard, deux séries de remarques peuvent être formulées.

• Tout élargissement du champ du déplafonnement des taux débiteurs bancaires serait d'autant plus pertinent

et efficace qu'il s'accompagnerait de mesures visant à conforter ou renforcer la concurrence en matière de distribution de crédit ;

- les leçons tirées du financement des PME ne sont certes pas directement transposables aux crédits aux particuliers (divers critères autres que des considérations purement économiques doivent être également pris en compte : solidarité, coût humain de l'exclusion financière, surendettement...). Néanmoins, une réflexion pourrait être conduite sur l'opportunité d'aménager ce dispositif (modification des catégories existantes, changement du mode de calcul du seuil de l'usure...) pour certains segments du marché. En effet, le plafonnement des taux est également susceptible d'entraver dans certains cas la distribution de crédits aux ménages. Cela peut plus particulièrement concerter les prêts de petits montants et assortis de TEG (taux effectif global) élevés (en raison notamment du fait que les frais de dossier ne peuvent être amortis facilement) : comme pour certaines PME à risque, il se peut que des particuliers soient aujourd'hui privés d'accès à ces financements du fait de la contrainte exercée par les seuils d'usure en vigueur pour cette catégorie de concours. Les réflexions du Comité consultatif du secteur financier⁸ évoquent sur ce point quelques axes de réforme qui mériteraient sans doute d'être explorés plus avant.

⁸ *Avis sur « l'élargissement de l'accès au crédit et la prévention des situations de surendettement » du 16 mai 2006.*

Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro

Jérôme COFFINET

Direction de la Recherche

Service d'Études et de Recherche
sur la Politique Monétaire

Julien MATHERON

Direction de la Recherche

Service de Recherche
en économie et en finance

Céline POILLY

Direction de la Recherche

Service de Recherche en économie et en finance
et Université de Cergy-Pontoise –THEMA

Dans cet article, le ratio de sacrifice de la zone euro, qui caractérise le coût à court terme d'un épisode de désinflation en terme de croissance, est évalué à partir de trois méthodes : une méthode ad hoc, une approche VAR (Vector Auto Regressive) structurel et un modèle d'équilibre général.

Les estimations sont réalisées à partir des données de la zone euro pour la période du premier trimestre 1985 au quatrième trimestre 2004. Les trois méthodes aboutissent à une évaluation du ratio de sacrifice comprise entre 1,2 et 1,4 %. Autrement dit, le coût à court terme d'une réduction permanente de l'inflation d'un point serait de l'ordre de plus d'un point de produit intérieur brut. Compte tenu du coût à long terme de l'inflation, ce résultat illustre l'intérêt de maintenir la stabilité des prix.

Une série d'exercices contrefactuels permet de mesurer la sensibilité du résultat à différents degrés de rigidités sur le marché du travail considérés dans cette étude. Au voisinage des valeurs estimées, deux résultats importants sont mis en évidence :

- une réduction de l'indexation des salaires à l'inflation passée ou de la rigidité salariale se traduit par une baisse plus que proportionnelle du ratio de sacrifice ;
- toutefois, au voisinage des valeurs estimées, l'impact d'une baisse de la rigidité nominale des salaires reste limité ; en revanche, une hausse de cette rigidité conduirait à une augmentation du ratio de sacrifice. En outre, l'impact d'une variation de la rigidité nominale des salaires est asymétrique, une hausse de cette rigidité ayant des conséquences particulièrement dommageables sur le ratio de sacrifice.

Mots-clés : ratio de sacrifice, flexibilité du marché du travail,
désinflation

Codes JEL : E52, E58

NB : Cette étude s'inscrit dans le cadre du projet « Flexibilité du marché du travail et efficacité de la politique monétaire ». Le présent article reprend les principaux résultats d'un travail de recherche (Coffinet, Matheron et Poilly, 2007) auquel le lecteur pourra se référer. Les auteurs remercient Thomas Heckel pour ses remarques sur une version antérieure de cet article.

I | Le ratio de sacrifice, un outil d'analyse pour la politique monétaire

I | I Définition et intérêt du ratio de sacrifice pour la politique monétaire

Au cours des années quatre-vingt, les politiques monétaires des pays développés ont fait de la stabilité des prix un objectif prioritaire. En effet, cette dernière contribue à accroître le potentiel de croissance d'une économie, en améliorant la transparence sur les prix relatifs, en réduisant la prime de risque sur l'inflation et en prévenant les redistributions arbitraires de la richesse et des revenus (BCE, 2004). De nombreuses études confirment les effets bénéfiques sur la croissance à long terme d'une maîtrise de l'inflation (Barro, 1996 ; Feldstein, 1999). Toutefois, à court terme, les effets récessionnistes induits par une politique désinflationniste sont susceptibles de peser sur la croissance.

C'est pourquoi le ratio de sacrifice, défini comme la perte cumulée en croissance liée à une réduction permanente d'un point d'inflation¹, est devenu un objet d'intérêt et d'étude pour les banques centrales. En effet, l'objectif — la stabilité des prix — étant établi, il importe d'en comprendre les mécanismes, les avantages mais aussi les coûts éventuels.

I | 2 Ratios de sacrifice et marché du travail

Il est courant dans la littérature, tant empirique que théorique, de relier le ratio de sacrifice aux rigidités des prix et des salaires.

D'un point de vue théorique, deux types d'arguments sont généralement invoqués. En premier lieu, les rigidités salariales dues aux mécanismes de fixation des salaires (fréquence des changements, degré d'indexation), traduisant une moindre flexibilité du marché du travail, sont susceptibles de peser sur l'ajustement de l'économie lors d'une phase de désinflation et de ce fait d'accroître le ratio de sacrifice.

Gordon (1982) explique ainsi le fait que les ratios de sacrifice soient plus importants aux États-Unis qu'au Japon au cours de la période 1960-1980. *A contrario*, le point de vue néo-keynésien attribue la non-neutralité à court terme de la monnaie aux prix de production plus qu'aux salaires (Mankiw, 1990). De ce fait, les institutions de fixation des salaires pourraient ne jouer qu'un rôle secondaire dans le niveau du ratio de sacrifice.

D'un point de vue empirique, les rigidités sur le marché du travail ne constituent généralement qu'une variable de contrôle des estimations et non un objet d'étude en tant que tel. En effet, l'analyse du lien entre les rigidités sur le marché du travail et les ratios de sacrifice se heurte à certaines difficultés. Premièrement, les études qui y sont consacrées sont exclusivement réalisées dans le cadre d'un équilibre partiel, ce qui restreint la compréhension des mécanismes à l'origine du ratio de sacrifice. Deuxièmement, l'estimation des ratios de sacrifice elle-même repose sur deux méthodologies différentes, qui ont fait émerger des résultats parfois divergents : une approche basée sur une identification *ad hoc* des épisodes de désinflation (Ball, 1994 ; Zhang, 2005) d'une part, une méthodologie VAR structurel (Cecchetti et Rich, 2001) d'autre part.

I | 3 Objectifs de cette étude

Cette étude vise à estimer le ratio de sacrifice dans la zone euro depuis les années 1980 à partir d'une méthode *ad hoc*, d'une représentation VAR structurel et d'un modèle d'équilibre général, puis, à partir de ce dernier, à en analyser les interactions avec le marché du travail. La partie 2| propose des estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro réalisées à partir des deux méthodes classiques (*ad hoc* et VAR structurel). Puis, la partie 3| présente une évaluation réalisée dans le cadre d'un modèle d'équilibre général. Par la suite, des exercices contrefactuels et des analyses de sensibilité permettent de mieux comprendre les mécanismes par lesquels un épisode de désinflation est susceptible de se traduire par une perte de produit à court terme. Par souci de cohérence, l'ensemble des données exploitées directement² dans cette étude est issu de la base *Area-Wide Model* (Fagan, Henry et Mestre, 2005) dite « AWM » pour la période allant du premier trimestre 1985 au quatrième trimestre 2004.

1 Pour une présentation détaillée du concept de ratio de sacrifice, le lecteur est invité à se reporter à Coffinet (2006).

2 Ce n'est pas le cas pour le VAR structurel.

2 | Estimations classiques du ratio de sacrifice en zone euro

2 | 1 Méthode *ad hoc*

L'approche initiée par Ball (1994) consiste à identifier les épisodes de désinflation *ex ante*, puis à calculer le ratio de sacrifice sur chacun d'eux. La perte de croissance est égale à la somme cumulée sur l'ensemble de l'épisode de désinflation de la différence entre la croissance et la croissance potentielle. Le ratio de sacrifice est alors défini comme le rapport de la perte en croissance à la variation de l'inflation tendancielle au cours de l'épisode³.

Un seul épisode de désinflation est mis en évidence au cours de la période 1985-2004 (cf. tableau 1). Il débute au deuxième trimestre de l'année 1991 et s'achève au quatrième trimestre de 1998. La baisse de l'inflation tendancielle se chiffre à 3,72 % et le ratio de sacrifice à 1,37 %.

Ces résultats semblent cohérents avec ceux de Coffinet (2006), selon lequel le ratio de sacrifice en Allemagne et en France au cours de la même période s'élèverait à environ 2 % contre 0,7 % en Italie.

Tableau 1 Ratios de sacrifice en zone euro selon la méthode de Ball

Variable	Valeur
Niveau initial de l'inflation	5,10 %
Niveau final de l'inflation	1,38 %
Date de début de l'épisode de désinflation	2 ^e trimestre 1991
Date de fin de l'épisode de désinflation	4 ^e trimestre 1998
Ratio de sacrifice	1,37 %

2 | 2 Représentation VAR structurel⁴

L'utilisation d'une représentation VAR structurel pour estimer les ratios de sacrifice a été initiée par Cecchetti (1994) et reprise par Cecchetti et Rich (2001). Cette démarche consiste à estimer dans un premier temps un modèle VAR structurel bivarié (incluant la production

et l'inflation) ou trivarié (incluant production, inflation et taux d'intérêt réel) tenant compte le cas échéant de restrictions identifiantes⁵. Dans un deuxième temps, les fonctions de réponse impulsionale des variables s'écrivent comme une somme pondérée des différents chocs. Enfin, le ratio de sacrifice se calcule comme le rapport de la perte de croissance cumulée due à un choc monétaire à l'effet cumulé de ce même choc monétaire sur le taux d'inflation.

Selon Durand, Huchet-Boudon et Licheron (2005), le ratio de sacrifice moyen en zone euro serait de l'ordre de 1,19 % sur la période allant du premier trimestre 1994 au quatrième trimestre 2003.

2 | 3 Limites de ces approches

La méthode *ad hoc*, si elle permet une étude précise du lien entre les ratios de sacrifice estimés et des indicateurs de rigidités sur le marché du travail, n'en est pas moins sujette à plusieurs critiques. En premier lieu, le calcul des ratios de sacrifice est très sensible à l'identification des dates de début et de fin des épisodes de désinflation. En deuxième lieu, les nombreuses méthodologies proposées pour estimer la croissance potentielle spécifique à chaque épisode ont fait émerger des résultats contrastés. Enfin, ces méthodes ne permettent pas d'isoler les chocs monétaires. Autrement dit, l'épisode de désinflation est intégralement et arbitrairement attribué à un choc monétaire, sans tenir compte d'éventuels autres chocs d'offre et de demande.

Si l'approche VAR structurel permet de mieux distinguer les chocs structurels d'offre et de demande et autorise une ventilation de la politique monétaire entre composantes systématique (fonction de réaction des autorités monétaires) et stochastique (chocs de politique monétaire), deux critiques peuvent lui être adressées. En premier lieu, les résultats sont instables à la spécification du modèle. Cette sensibilité des résultats provient en partie de la difficulté d'identification des chocs. En second lieu, ces derniers n'imposent pas assez de contraintes théoriques pour être vraiment structurels. Ils sont donc vulnérables à la critique de Lucas et ne permettent pas d'analyser les mécanismes économiques à l'origine du ratio de sacrifice.

3 Cette méthode est explicitée dans Coffinet (2006).

4 La représentation VAR accorde le même statut à toutes les variables sélectionnées issues du modèle théorique. On s'intéresse alors à des relations purement statistiques.

5 Les modèles VAR structurels introduisent certains enseignements de la littérature économique pour identifier les chocs structurels du VAR (par exemple, les chocs de demande agrégée n'ont pas d'effet permanent sur le niveau du PIB réel).

3| Estimation dans le cadre d'un modèle d'équilibre général

3| I Présentation du modèle

Cette troisième partie se fonde sur un petit modèle d'équilibre général dynamique stochastique, dont la structure repose sur des fondements microéconomiques susceptibles de rendre compte du comportement dynamique des variables en réponse à un choc. De ce fait, cette méthodologie permet non seulement de calculer le ratio de sacrifice et d'en tester la significativité, mais également d'étudier les mécanismes en jeu au cours d'un épisode de désinflation. En outre, cette approche autorise une évaluation de la sensibilité du ratio de sacrifice aux différentes rigidités sur le marché du travail. Le modèle retenu, dont les prix et les salaires sont visqueux et

indexés sur l'inflation passée, s'inscrit dans le courant de pensée néo-keynésien.

Le modèle est synthétisé à l'équilibre par six équations de comportement (encadré 1) ⁶.

L'équation d'Euler (1) traduit le comportement de consommation du ménage représentatif, qui dépend de la consommation passée, des anticipations de consommation future et de λ_t , l'utilité marginale de la richesse. Cette variable peut s'interpréter ici comme un taux d'intérêt réel de long terme cumulé.

L'équation (2) est l'équation d'évaluation des titres nominaux non risqués. Elle relie le taux de rendement de ces actifs au taux de croissance espéré de l'utilité marginale de la richesse.

L'équation de fixation des prix (3) est la nouvelle courbe de Phillips. Elle relie l'inflation au coût marginal réel et aux anticipations d'inflation future.

ENCADRÉ 1

Équations du modèle théorique

- (1) **Équation d'Euler :** $y_t = \beta \eta E_t \{y_{t+1}\} + y_{t-1} - (1 - (\eta(1 + \beta))) \lambda_t + g_t - \eta \xi_t$
- (2) **Équation des titres non risqués :** $\lambda_t = i_t + E_t \{\lambda_{t+1} - \pi_{t+1}\}$
- (3) **Équation de fixation des prix :** $\pi_t - \gamma_p \pi_{t-1} = \kappa_p (w_t + \omega_p y_t) + \beta E_t \{\pi_{t+1} - \gamma_p \pi_t\}$, où $\kappa_p = f(\alpha_p)$ avec $f(\cdot)$ fonction décroissante
- (4) **Équation de fixation des salaires :** $\pi_w^t - \gamma_w \pi_{t-1} = \kappa_w (\omega_w \varphi y_t - \lambda_t - w_t) + \beta E_t \{\pi_{t+1}^w - \gamma_w \pi_t\} + \chi_t$ où $\kappa_w = g(\alpha_w)$ avec $g(\cdot)$ fonction décroissante
- (5) **Égalité comptable :** $\pi_w^t = \pi_t + w_t - w_{t-1} + \xi_t$
- (6) **Règle de politique monétaire :** $i_t = \rho_i i_{t-1} + (1 - \rho_i)[a_p \pi_{t-1} + a_y y_{t-1}] + \varepsilon_t$

y_t est la production, λ_t est le multiplicateur de Lagrange, interprété comme un taux d'intérêt réel de long terme cumulé, π_t est le taux d'inflation, π_w^t est le taux d'inflation salarial, w_t est le salaire réel et i_t est le taux d'intérêt nominal. Ce modèle n'incluant pas de capital, la consommation est égale à la production. Toutes les variables non stationnaires sont exprimées en écart par rapport à leur tendance stochastique.

De plus, ξ_t , g_t , χ_t et ε_t sont des chocs aléatoires (de productivité, de préférence, d'offre de travail et monétaire, respectivement). Excepté ξ_t , qui est iid, tous ces chocs sont supposés suivre un processus autorégressif d'ordre 1.

Les paramètres sont $0 < \beta < 1$, $\eta > 0$, $0 < \gamma_p \leq 1$, $\kappa_p > 0$, $\omega_p > 0$, $0 < \gamma_w \leq 1$, $\kappa_w > 0$, $\omega_w > 0$, $\varphi > 0$, $\rho_i > 0$, $a_y > 0$, $1 < a_p$.

⁶ Plus précisément, nous avons dérivé le programme d'optimisation de chaque agent (ménage, firme) et imposé une règle de politique monétaire ad hoc, puis nous avons exprimé chaque solution sous sa forme loglinéarisée. Chaque variable est donc exprimée comme la déviation de sa valeur logarithmique par rapport à sa valeur stationnaire. Une présentation plus détaillée du modèle et des hypothèses retenues est proposée dans le document de travail compagnon Coffinet, Matheron et Poilly (2007).

Les paramètres α_p et γ_p mesurent le degré de rigidité sur le marché des biens : plus ces paramètres ont une valeur élevée, plus les prix sur le marché des biens sont visqueux. α_p est la probabilité pour une firme d'être contrainte de ne pas pouvoir modifier son prix à une date donnée (Calvo, 1983). γ_p est le degré d'indexation des prix à l'inflation passée⁷.

L'équation de fixation des salaires (4) représente la courbe de Phillips salariale. Elle résulte de l'hypothèse de rigidités sur le marché du travail *via* la fixation des salaires. Ainsi, l'inflation salariale est reliée aux anticipations d'inflation salariale future — similairement au marché des biens, à la désutilité marginale du travail, au salaire réel et à l'inflation passée. Les paramètres α_w et γ_w sont respectivement la probabilité d'être contraint, pour un ménage, de ne pas pouvoir modifier son salaire à une date donnée et le degré d'indexation du salaire à l'inflation passée⁸.

Par ailleurs, l'inflation salariale et l'inflation sont reliées par l'identité (5).

Enfin, la règle de politique monétaire (6) stipule que la banque centrale fixe le taux d'intérêt nominal en réaction à l'inflation passée et à la production (Taylor, 1993). Les coefficients α_p et α_y mesurent,

respectivement, les degrés de réaction à l'inflation passée et à la consommation passée. Par ailleurs, dans la lignée de Clarida, Gali et Gertler (2001), le taux d'intérêt nominal possède un comportement inertiel dont le degré est mesuré par ρ_i .

3 | 2 Estimation du modèle et du ratio de sacrifice

L'estimation du modèle est basée sur la reproduction des autocovariances des séries considérées (encadré 2)⁹. Dans un souci de lisibilité, seules les valeurs estimées des paramètres clefs pour l'étude du ratio de sacrifice et de sa sensibilité aux rigidités sur le marché des biens et du travail sont présentées (tableau 2)¹⁰. Pour le jeu de paramètres estimés, le modèle est capable de répliquer correctement les moments empiriques¹¹.

Concernant les rigidités nominales, il apparaît qu'en moyenne un ménage ne modifie pas son salaire pendant environ trois trimestres (ce qui correspond à une valeur de α_w égale à 0,67). De plus, les salaires sont intégralement indexés à l'inflation passée ($\gamma_w = 1$), résultat caractéristique de la zone euro (Avouyi-Dovi et Matheron, 2005)¹². Par ailleurs, le degré de rigidité des prix est relativement plus élevé que celui des salaires ($\alpha_p = 0,86$), ce qui signifie qu'en moyenne

ENCADRÉ 2

Méthode d'estimation des paramètres du modèle

Dans une première étape, on définit θ_T comme le vecteur empilant les autocovariances d'ordre 0 à 6 des variables d'intérêt (production, inflation, inflation salariale et taux nominal). Ce vecteur est estimé à partir d'un modèle vectoriel autorégressif (VAR) d'ordre 2.

Dans une deuxième étape, on calcule $h(\psi)$, le vecteur des contreparties théoriques de θ_T . Plus précisément, pour une valeur donnée des paramètres ψ , le modèle théorique résolu s'écrit sous la forme d'un modèle VAR dont on déduit la valeur des moments des mêmes variables. Ainsi, le vecteur de moments théoriques $h(\psi)$ est une fonction de la valeur des paramètres du modèle, contenus dans un vecteur noté ψ .

Dans une troisième étape, on estime la valeur des paramètres qui permet de minimiser la distance quadratique entre le vecteur de moments empiriques, θ_T , et sa contrepartie théorique. Formellement, le vecteur des paramètres estimés, ψ_T , est choisi tel que : $\psi_T = \text{Argmin} (h(\psi) - \theta_T)' W_T (h(\psi) - \theta_T)$, où W_T est une matrice de pondération.

Les écarts-types des paramètres estimés sont calculés par intégration numérique directe.

7 Symétriquement, $1 - \gamma_p$ mesure le degré d'indexation des prix à la cible d'inflation.

8 De même que pour le marché des biens, $1 - \gamma_w$ mesure le degré d'indexation des salaires à la cible d'inflation.

9 Tous les paramètres du modèle ne sont pas estimés, certains étant étalonnés car leur valeur se déduit des grands ratios ou parce que ces paramètres ne sont pas identifiables.

10 L'ensemble des résultats de l'estimation est disponible dans le document de travail. Toutes les valeurs estimées de paramètres sont compatibles avec la littérature existante.

11 Ce résultat est décrit dans le document de travail. Par ailleurs, un ensemble d'exercices sur les fonctions de réponse théoriques et la décomposition de variance nous permettent d'évaluer de façon plus approfondie la qualité du modèle estimé.

12 La valeur estimée de ce paramètre, pour des données zone euro, tendait à être très élevée. Afin de nous limiter à un cadre raisonnable, nous avons contraint ce dernier à sa borne supérieure.

Tableau 2 Résultats de l'estimation du modèle

Paramètre	Interprétation	Valeur
α_p	Degré de rigidité nominale des prix	0,84***
α_w	Degré de rigidité nominale des salaires	0,67***
γ_p	Indexation des prix	0,47***
γ_w	Indexation des salaires	1,00
b	Persistance des habitudes	0,86***
a_y	Elasticité de i par rapport à y	0,10***
a_p	Elasticité de i par rapport à p	1,44***
ρ_i	Degré de lissage de i	0,07

Dans ce tableau, le symbole *** correspond à un seuil de significativité de 1 %.

les entreprises ne modifient pas leur prix pendant un an et trois trimestres. Enfin, le degré d'indexation des prix sur l'inflation atteint 0,44, conformément à Smets et Wouters (2003).

Concernant la règle de politique monétaire, il apparaît que le degré de lissage du taux d'intérêt est très faible et non significatif, tandis que les poids de l'inflation et de la production dans la règle (1,44 et 0,10 respectivement) correspondent globalement aux valeurs usuelles.

Le graphique 1 illustre l'évolution de la perte en croissance cumulée sur un horizon de soixante-dix trimestres suite à un choc permanent d'un point sur l'inflation (la méthode d'estimation est explicitée dans l'encadré 3). La zone grisée correspond à l'intervalle de confiance à 95 %. Par construction, une fois le choc de désinflation résorbé, la perte cumulée en production se stabilise à la valeur

du ratio de sacrifice, soit à 1,28 % (cette valeur est significativement différente de zéro). Ce résultat est proche de celui obtenu avec la méthode *ad hoc* et compatible avec la littérature existante (Durand, Huchet-Bourdon et Licheron, 2005).

3 | 3 Rigidités salariales et ratio de sacrifice

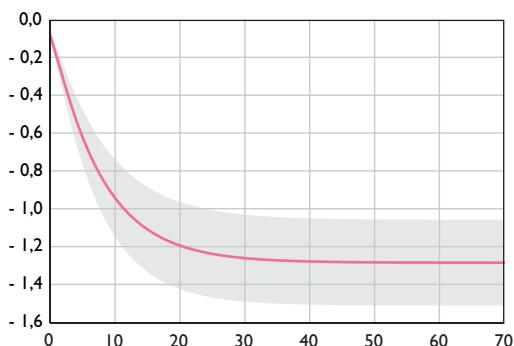
Contrairement à la méthode *ad hoc*, le modèle structurel offre la possibilité d'interpréter précisément les mécanismes économiques qui interviennent à la suite d'une période de désinflation. En particulier, le graphique 2 illustre le comportement de la production (y_t), des salaires réels (w_t), de l'inflation salariale (π^w_t), de l'inflation (π_t), du taux d'intérêt nominal (i_t) et du taux d'intérêt réel de long terme cumulé (λ_t) en réponse à une baisse permanente de l'inflation dans le cadre de ce modèle.

Sur ce graphique, l'épisode considéré correspond à une désinflation d'un point donc les déviations relatives de l'inflation, de l'inflation salariale et du taux d'intérêt nominal sont égales à 1 % avant le début de l'épisode de désinflation.

La valeur du ratio de sacrifice se mesure comme l'aire comprise entre l'axe des abscisses et la réponse de la production. L'importance de cette aire dépend de l'amplitude et de la persistance de la réponse de la production. Ces dernières, à leur tour dépendent de la dynamique du taux d'intérêt réel cumulé, comme l'indique l'équation (1).

Graphique 1 Perte en croissance cumulée en réponse à une désinflation d'un point

(déviation relative en %, données trimestrielles)

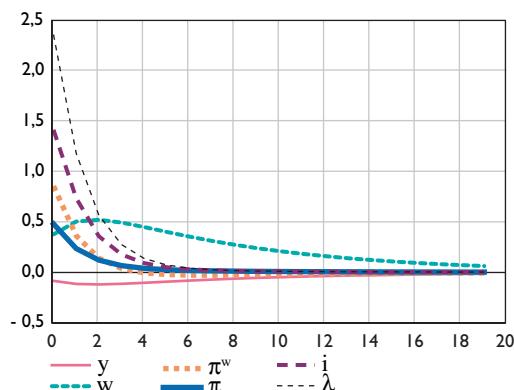


Source : base AWM

Estimation des auteurs.

Graphique 2 Dynamiques transitionnelles en réponse à une désinflation d'un point

(déviation relative en %, données trimestrielles)



Source : base AWM

Estimation des auteurs.

ENCADRÉ 3

Estimation du ratio de sacrifice

Le ratio de sacrifice se calcule habituellement comme la perte cumulée en production d'une réduction permanente d'un point d'inflation. Dans le cadre du modèle estimé, le calcul du ratio de sacrifice se fait alors de la manière suivante. À la date $t = 0$, la cible d'inflation (c'est-à-dire l'inflation de long terme), passe de π^1 à $\pi^2 < \pi^1$. Il en découle qu'en $t = 0$, par rapport au nouvel état stationnaire, la déviation relative de l'inflation est $\pi_{-1} \simeq \pi^1 - \pi^2 > 0$. Par ailleurs, l'inflation salariale et le taux d'intérêt nominal, en régime permanent, sont liés à l'inflation. Il s'ensuit que les valeurs initiales des variables sont toutes fixées à 0, hormis celles relatives à l'inflation, l'inflation salariale et le taux d'intérêt nominal, qui sont fixées à π_{-1} . On itère alors sur le système et le ratio de sacrifice R_t est défini par la relation $R_t = (\sum_{t=0 \dots T} y_t) / |\pi^1 - \pi^2|$.

Par la suite, l'épisode de désinflation correspond à une réduction de l'inflation d'un point, de sorte que $|\pi^2 - \pi^1| = 1$. Une valeur négative de R_t traduit une perte en production.

Contrairement à l'approche ad hoc, la valeur du ratio de sacrifice dépend ici des paramètres estimés du modèle. Il est alors possible d'en calculer l'intervalle de confiance en fonction des paramètres estimés.

Dans le cas étudié ici, le mécanisme de la désinflation peut être décrit comme suit : compte tenu de la fonction de réaction de la banque centrale, donnée par l'équation (6), relativement agressive en réponse à l'inflation ($\alpha_p = 1,44$), le taux d'intérêt nominal croît d'un montant plus élevé que l'inflation. Par ailleurs, la politique monétaire est faiblement réactive aux déviations de la production ($\alpha_y = 0,10$). Il en découle, au moins à court terme, un accroissement du taux d'intérêt réel. Sous réserve que cet accroissement soit persistant, les agents anticipent également une hausse du taux d'intérêt de long terme cumulé. Cela induit, par le biais des équations de comportements (1) et (2), une baisse de la production à l'impact, qui est elle-même reliée à l'ampleur et à la persistance de la hausse du taux d'intérêt réel de long terme cumulé.

Celles-ci dépendent des degrés de rigidité nominale et d'indexation des salaires nominaux. En effet, le graphique 2 montre que l'inflation salariale est initialement plus élevée que l'inflation. Ce phénomène provient de la forte indexation des salaires nominaux à l'inflation passée ($\gamma_w = 1$ dans l'équation (4)). De ce fait, les salaires réels croissent et réduisent la capacité de l'inflation à s'ajuster à sa nouvelle cible de long terme. Plus cette pression inflationniste est marquée et plus elle appelle une réaction ferme de la banque centrale, prolongeant la hausse du taux d'intérêt réel.

En outre, la dynamique de l'inflation dans le modèle est d'autant plus inertielle que l'élasticité de l'inflation par rapport au coût marginal réel est faible (α_p grand).

Cette caractéristique tend à renforcer l'accroissement persistant du taux d'intérêt réel.

Le modèle structurel permet d'étudier plus en détail l'influence sur le ratio de sacrifice des différents degrés d'indexation et de rigidité nominale des salaires. À cette fin, le ratio de sacrifice est réévalué en faisant varier ces paramètres α_w et γ_w au voisinage de leur valeur estimée, les autres coefficients restant inchangés. Il est important de souligner que cet exercice est conduit à politique monétaire inchangée. Les résultats sont reportés dans le tableau 3 qui à chaque couple (α_w, γ_w) fait correspondre la valeur associée du ratio de sacrifice.

Par rapport à sa valeur estimée ($\alpha_w = 0,67$), le choix de fixer α_w à 0,72 signifie que les salaires ne peuvent pas être réoptimisés pendant environ un demi-trimestre supplémentaire¹³, ce qui traduit une augmentation modeste du degré de rigidité nominale des salaires.

Tableau 3 Ratio de sacrifice en fonction des degrés de rigidité nominale des salaires (α_w) et d'indexation à l'inflation passée (γ_w)

γ_w		α_w		
		0,62	0,67	0,72
	0,90	- 0,89 %	- 1,01 %	- 1,18 %
	0,95	- 0,98 %	- 1,14 %	- 1,37 %
	1,00	- 1,07 %	- 1,28 %	- 1,57 %

¹³ La durée moyenne de fixité des salaires en trimestres, notée D, est définie par la formule suivante : $D = 1/(1 - \alpha_w)$.

Il apparaît qu'une baisse du degré d'indexation des salaires à l'inflation passée se traduit par une diminution du ratio de sacrifice. En effet, lorsque γ_w diminue, l'inflation salariale s'ajuste plus rapidement à sa cible de long terme, ce qui contribue à modérer les pressions inflationnistes engendrées par des salaires visqueux.

Par ailleurs, une diminution de la rigidité nominale sur le marché du travail implique une baisse du ratio de sacrifice, et ce d'autant plus que les salaires sont indexés. En effet, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de 5 % de γ_w entraîne une hausse du ratio de sacrifice de 0,14 point pour α_w fixé à sa valeur estimée. Il convient de remarquer qu'au voisinage des valeurs estimées, la diminution du ratio de sacrifice obtenue à la suite d'une baisse de la fréquence de changement des salaires, α_w , est relativement

modeste. En revanche, une hausse de α_w aurait des conséquences plus dommageables pour le ratio de sacrifice (une hausse de 5 % de α_w engendre une perte du ratio de sacrifice de 0,29 point, toutes choses égales par ailleurs). Ce résultat reflète l'effet non linéaire de la rigidité nominale des salaires (α_w) et de la durée moyenne de fixité des salaires sur la dynamique de l'économie engendrée par un choc de désinflation. En particulier, plus α_w est élevé et plus l'économie est inertielle.

Ainsi, cette approche structurelle conforte la présomption selon laquelle les rigidités sur le marché du travail ne sont pas neutres sur la perte en production d'une période de désinflation. Toutefois, elle en relativise l'impact dans la mesure où l'ampleur des variations du ratio en fonction des rigidités nominales des salaires semble relativement faible.

Cet article propose une évaluation structurelle du ratio de sacrifice en zone euro compatible avec les autres estimations disponibles (méthode ad hoc et représentation VAR structurel). La valeur du ratio de sacrifice dans la zone euro au cours de la période d'étude serait comprise entre 1,2 % et 1,4 %.

Afin de mieux comprendre l'influence des rigidités salariales sur le ratio de sacrifice, une série d'exercices contrefactuels est menée. Elle montre que :

- une baisse de l'indexation et des rigidités nominales des salaires se traduit par une baisse du ratio de sacrifice ;
- toutefois, au voisinage des valeurs estimées, l'impact d'une baisse de la rigidité nominale des salaires reste limité ; en revanche, une hausse de cette rigidité peserait sur le ratio de sacrifice. En outre, l'impact d'une variation de la rigidité nominale des salaires est asymétrique, une hausse de cette rigidité ayant des conséquences relativement dommageables sur le ratio de sacrifice. Cette asymétrie est une conséquence de l'influence non linéaire de la rigidité nominale des salaires sur les propriétés de persistance du modèle.

Bibliographie

Avouyi-Dovi (S.) et Matheron (J.) (2005)

“Technology shocks and monetary policy in an estimated sticky price model of the euro area”, Note d’Études et de Recherche, n° 126, Banque de France

Ball (L.) (1994)

“What determines the sacrifice ratio?”, publié dans Mankiw (N. G.) *“Monetary Policy”,* University of Chicago Press, p. 155-182

Barro (R.) (1996)

“Inflation and Growth”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Review (mai/juin)

BCE (2004)

« La politique monétaire de la BCE ». Disponible sur le site de la BCE (www.ecb.int)

Calvo (G.A.) (1983)

“Staggered prices in a utility-maximizing framework”, Journal of Monetary Economics, vol. 12, p. 383-398

Cecchetti (S. G.) (1994)

“Comment”, publié dans Mankiw (N. G.), *“Monetary Policy”,* University of Chicago Press, p. 188-193

Cecchetti (S. G.) et Rich (R. W.) (2001)

“Structural estimates of the US sacrifice ratio”, Journal of Business and Economic Statistics, vol. 19(4), p. 416-427

Clarida (R.), Galí (J.) et Gertler (M.) (2001)

“Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory”, Quarterly Journal of Economics, vol. 115, p. 147-180

Coffinet (J.) (2006)

« Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », *Bulletin de la Banque de France*, juillet

Coffinet (J.), Matheron (J.) et Poilly (C.) (2007)

« Une évaluation structurelle du ratio de sacrifice dans la zone euro », *Note d’Études et de Recherche*, à paraître, Banque de France

Durand (J.), Huchet-Bourdon (M.) et Licheron (J.) (2005)

“Sacrifice ratio dispersion in the euro area: what can we learn for the conduct of a single monetary policy?”, 22^e Journées d’Économie Monétaire et Bancaire, juin

Fagan (G.), Henry (J.) et Mestre (R.) (2005)

“An area-wide model (AWM) for the euro area.”, Economic Modelling, vol. 22, p. 39-59

Feldstein (M.) (1999)

“The Costs and Benefits of Achieving Price Stability”, University of Chicago Press

Gordon (R.) (1982)

“Why stopping inflation may be costly: Evidence from fourteen historical periods”, publié dans Hall (R.), *“Inflation: Causes and Effects”,* University of Chicago Press

Mankiw (G.) (1990)

“A quick refresher course in macroeconomics”, Journal of Economic Literature, vol. 28, p. 1645-1660

Rudebusch (G.D.) (2002)

“Term structure evidence on interest rate smoothing and monetary policy inertia”, Journal of Monetary Economics, vol. 49, p. 1161-1187

Smets (F.) et Wouters (R.) (2003)

“An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area”, Journal of the European Economic Association, MIT Press, vol. 1, p. 1123-1175

Taylor (J.B.) (1993)

“Discretion versus policy rules in practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, p. 195-214

Zhang (L. H.) (2005)

“Sacrifice ratios with long-lived effects”, International Finance, vol. 8, p. 231-262.

Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes

Emmanuel ROCHER

Direction des Relations internationales et européennes

Service de la Zone Franc

En mettant en œuvre l'initiative en faveur des Pays pauvres très endettés (PPTE) et l'initiative d'annulation de leur dette multilatérale (IADM), les principaux créanciers bilatéraux et les institutions financières internationales se sont engagés dans une action importante de réduction de la dette des pays en développement. La question de leur ré-endettement fait désormais l'objet de discussions soutenues au sein des instances internationales.

De fait, tant les besoins financiers des pays pauvres que la restauration de leur situation financière laissent augurer une certaine reprise des flux d'endettement.

Cet article souligne, dans une première partie, l'importance de l'amélioration de la situation d'endettement des pays post-PPTE et IADM suite à l'effort d'annulation de dettes consenti par la communauté internationale. Des illustrations sont données, notamment, pour les pays de la Zone franc.

Dans ce contexte, il met en exergue, dans une deuxième partie, les risques que font peser sur les économies en développement les politiques actuelles de ré-endettement de certains pays, conduites en particulier sous l'influence de nouveaux prêteurs internationaux. En effet, ces derniers n'inscrivent pas nécessairement leur action dans le cadre coopératif traditionnel et mettent en œuvre des politiques de prêt difficilement compatibles avec la préservation de la soutenabilité à long terme de la dette des pays pauvres.

Il ressort de cette étude que la prévention du risque de surendettement et des crises financières qui y sont liées requiert plus que jamais un effort accru de coordination des créanciers bilatéraux et des institutions financières internationales. La troisième partie explore les pistes de réflexion pour développer des stratégies coordonnées. La recherche d'un dialogue constructif avec les prêteurs émergents, la sensibilisation des parties prenantes, la définition de codes de bonne conduite, l'amélioration des dispositifs de suivi mais également la mise en place de mesures plus contraignantes à l'égard des pays débiteurs figurent parmi les pistes actuellement privilégiées ou envisagées.

Mots-clés : AID, annulation de dette, BAD, Banque mondiale, Club de Paris, DSF, endettement non concessionnel, FMI, initiative PPTE, IADM, notation, OMD, prêteurs émergents, ré-endettement, soutenabilité, termes de Cologne, Zone franc
Codes JEL : F02, F33, F34, 019

NB : Cet article a bénéficié des commentaires de Ch. Eugène, chef du Service de l'Endettement (SEDET). L'auteur remercie également S. Itam, A.-M. Gulde, H. Weisfeld (African Department), M. Plant, A. Berg, H. Joly, S. Brunschwig et B. Barkbu (Policy Development and Review Department) du Fonds monétaire international, pour leurs commentaires et suggestions.

I | L'amélioration de la situation financière des pays en développement après les annulations de dettes

I | I L'impact de l'initiative PPTE¹

L'initiative PPTE, lancée en 1996, a permis aux 21 pays (dont 17 en Afrique) ayant atteint le « point d'achèvement » de bénéficier d'une annulation quasi intégrale du stock de leur dette bilatérale par les créanciers du Club de Paris et d'annulations partielles de leur dette par les créanciers multilatéraux (FMI, Banque mondiale et banques régionales de développement). Avant même que ne soit atteint le « point d'achèvement », le dispositif PPTE prévoit par ailleurs, dès le « point de décision » qui marque l'entrée d'un pays débiteur dans l'initiative, des mesures d'allégements de leur dette par les créanciers du Club de Paris et les créanciers multilatéraux (effort de flux réduisant très fortement le *service* de la dette au point de décision²).

Le tableau 1 présente l'impact estimé de l'initiative PPTE pour l'ensemble des pays concernés en distinguant, d'une part, le montant des allégements déjà accordés aux 21 pays ayant atteint le point d'achèvement, d'autre part, le montant susceptible d'être consenti aux 9 pays ayant atteint le point de décision et aux 10 pays n'ayant pas franchi le point de décision mais potentiellement éligibles.

Ainsi, au 31 décembre 2006, le montant total des allégements mis en œuvre a représenté 30,3 milliards de dollars (exprimé en valeur actualisée nette –VAN– à fin 2005)³ pour les seuls 21 pays ayant atteint, à cette date, le point d'achèvement. Les pays d'Afrique sub-saharienne ont bénéficié de près de 75 % de ce montant (23,2 milliards de dollars). Pour les 6 pays de la Zone franc concernés, les allégements ont représenté 4,6 milliards de dollars (15 % des annulations totales).

Tableau I Impact de l'initiative PPTE sur la réduction de la dette (en VAN) des 40 pays éligibles

(en milliards de dollars)

	Réductions (VAN 2005)
	Au 31 décembre 2006
Pour les 21 pays au point d'achèvement	
Total	30,3
dont Afrique sub-saharienne (17 pays)	23,2
dont Zone franc (6 pays)	4,6
Pour les 9 pays au point de décision	
Total	11,1
dont Afrique sub-saharienne (8 pays)	11,0
dont Zone franc (3 pays)	2,5
Pour les 10 pays potentiellement éligibles	
Total	21,8
dont Afrique sub-saharienne (8 pays)	20,7
dont Zone franc (4 pays)	4,6
Total 40 pays	63,2

Source : données FMI - Banque mondiale, décembre 2006

Calculs Banque de France

VAN : valeur actualisée nette

Selon les estimations du FMI et de la Banque mondiale, les efforts consentis par les créanciers bilatéraux devraient représenter près de 49 % du montant total des allégements en faveur des 40 pays éligibles, dont 35 % par les créanciers du Club de Paris (soit un effort de 22 milliards de dollars). Parmi les contributeurs multilatéraux (46 %), la part de la Banque mondiale atteindrait 20 %, celle du FMI 9 % et celle de la Banque africaine de développement (BAD) 7 %. Enfin, les créanciers commerciaux devraient fournir environ 5 % de l'effort d'annulation.

Au total, pour les 30 pays ayant franchi le point de décision (qui ont tous bénéficié, au moins, de réductions immédiates du service de leur dette avec l'application des termes de Cologne du Club de Paris et les efforts intérimaires du FMI et de la Banque mondiale), la mise en œuvre de l'initiative PPTE devrait *in fine* permettre de réduire de près de 60 %, en moyenne, le stock de leur dette extérieure. Le service de la dette de ces pays, rapporté à leurs recettes d'exportations, passerait en moyenne de 14 % à 6 %. A l'issue de la mise en œuvre du processus PPTE, une fois le point d'achèvement atteint, la dette multilatérale devrait représenter près de 75 % du stock de dette extérieure de ces pays.

¹ Pour une présentation détaillée des initiatives PPTE et IADM, cf. Rapport annuel de la Zone franc 2005.

² Pendant la période dite « intérimaire », entre le point de décision et la date attendue du point d'achèvement, les pays bénéficient, de la part des créanciers du Club de Paris, en application des termes de Cologne, d'un traitement de flux, consistant en une annulation de 90 % des échéances de dette commerciale, dues au titre du service de la dette, tombant pendant cette période ainsi que d'un rééchelonnement des dettes liées à l'aide publique au développement.

³ Sauf mention contraire, les données citées dans cette étude sont extraites du rapport du FMI et de la Banque mondiale, « HIPC Initiative and The Multilateral Debt Relief Initiative: Status of Implementation » (août 2006). L'atteinte ultérieure du point d'achèvement PPTE par le Malawi et la Sierra Leone, et du point de décision par Haïti, a été prise en compte dans les données fournies dans cette section.

I | 2 La contribution additionnelle des institutions multilatérales

annoncée lors du sommet du G8 de Gleneagles de juillet 2005, l'IADM constitue une étape supplémentaire dans la restauration de la capacité financière des pays les plus pauvres. L'IADM permet aux pays ayant franchi le point d'achèvement PPTE de bénéficier d'une annulation de 100 % de leur dette contractée auprès du FMI, de l'Association internationale pour le développement (AID), guichet concessionnel de la Banque mondiale, et du Fonds africain de développement (FAD), guichet concessionnel de la Banque africaine de développement (BAD) ⁴.

Ainsi, au 31 décembre 2006, 23 pays (dont 17 pays d'Afrique sub-saharienne, notamment 6 en Zone franc) ont bénéficié de l'IADM : aux 21 pays ayant atteint le point d'achèvement PPTE se sont ajoutés deux pays non éligibles à l'initiative PPTE (le Cambodge et le Tadjikistan), mais qui ont pu bénéficier d'une annulation de leur dette à l'égard du FMI, du fait d'un revenu par habitant inférieur à 380 dollars.

Dans une deuxième phase, 19 autres pays (dont 16 pays d'Afrique sub-saharienne, et notamment 7 en Zone franc) devraient bénéficier de l'IADM, une fois le point d'achèvement PPTE atteint.

Au total, le montant des annulations de dette consenties au titre de l'IADM (en termes nominaux) devrait représenter 49 milliards de dollars (37 milliards de dollars pour l'AID ; 8 milliards de dollars pour le FAD ; 4 milliards de dollars pour le FMI). Au 31 décembre 2006, les annulations de dette d'ores et déjà consenties par l'AID et le FMI au bénéfice des 23 premiers pays éligibles ont atteint, respectivement, 28 milliards de dollars et 3,2 milliards de dollars. Mises en œuvre à compter du 1^{er} septembre, avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2006, les annulations de dette à l'égard du FAD devraient s'élever à 6,5 milliards de dollars au titre de l'année 2006.

Pour les 6 pays de la Zone franc ayant atteint le point d'achèvement, le montant total des annulations de dette a représenté environ 9 milliards de dollars (dont 6,2 milliards de dollars pour la Banque mondiale, 2,1 milliards de dollars pour la BAD et 0,7 milliard de dollars pour le FMI).

I | 3 Une nouvelle situation d'endettement pour les pays en développement

La mise en œuvre des initiatives PPTE et IADM en faveur des pays à bas revenus permet ainsi une amélioration sensible de leur situation financière. Pour les 30 pays ayant franchi le point de décision,

Tableau 2 Impact des initiatives PPTE et IADM sur les ratios d'endettement des pays de la Zone franc ayant atteint le point d'achèvement

(en %)

		Ratios avant PPTE ^(a)	Ratios post-PPTE ^(b)	Ratios post-IADM ^(c)
Bénin	Dette/PIB	67,3	51,3	11
	Service payé de la dette/exportations	14,2	8	2,9
Burkina Faso	Dette/PIB	57,4	47,7	17
	Service payé de la dette/exportations	21,5	11,5	4,6
Cameroun	Dette/PIB	76,6	12,7	3
	Service payé de la dette/exportations	12,5	3,2	1,5
Mali	Dette/PIB	111,9	73,6	27
	Service payé de la dette/exportations	14,6	5,8	4,3
Niger	Dette/PIB	101,9	69,7	34
	Service payé de la dette/exportations	8,4	4,2	3,6
Sénégal	Dette/PIB	82,2	49,5	13
	Service payé de la dette/exportations	17,1	7,6	4,7

Source : FMI, Banque mondiale, Rapport annuel de la Zone franc 2004 et 2005. Données en termes nominaux

(a) données à fin 2000

(b) données constatées au 31 décembre de l'année de franchissement du point d'achèvement

(c) estimations FMI-Banque mondiale et AFD pour 2006 (2007 pour le Cameroun)

⁴ Les montants concernés sont ceux constatés au 31.12.2004 pour le FMI et le FAD, au 31.12.2003 pour l'AID.

cette mise en œuvre devrait se traduire par une forte réduction du service de leur dette. Celui-ci, rapporté à leurs recettes d'exportations, passerait en moyenne de 14 % l'année précédant le point de décision à 3,9 % en 2006 et 3,1 % en 2007.

Le tableau 2 présente plus spécifiquement l'impact des initiatives PPTE et IADM⁵ sur les ratios d'endettement des pays de la Zone franc ayant atteint le point d'achèvement.

L'amélioration du profil de risque de ces pays est d'ailleurs reflétée par l'évolution de leurs notes souveraines, plusieurs d'entre elles ayant été récemment rehaussées par les agences de notation internationales⁶.

2| Les risques créés par la stratégie actuelle de ré-endettement de certains pays en développement

2|1 Les besoins de financement des pays en développement restent importants

En restaurant la situation financière des États les plus pauvres, les initiatives multilatérales d'annulation de la dette ouvrent des perspectives de ré-endettement pour ces pays, alors que ceux-ci restent confrontés à d'importants besoins de financement au regard de leurs objectifs de développement.

À titre illustratif, le montant des financements nécessaires à la réalisation des Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD) pourrait atteindre, pour les pays à bas revenus, près de 150 milliards de dollars d'ici à 2015⁷. Pour la majorité des pays d'Afrique sub-saharienne, les coûts de financement des OMD devraient représenter plus de 20 % de leur PIB.

La réalisation de ces objectifs, arrêtés par l'Assemblée générale des Nations unies en septembre 2000, nécessitera ainsi la mobilisation d'importantes ressources extérieures, du fait en particulier :

- de taux de croissance globalement insuffisants dans les pays à bas revenus (entre 5 % et 6 % pour les pays africains⁸) au regard des performances estimées à l'origine nécessaires pour atteindre les OMD (7 % à 8 % par an), ce qui se traduit par de moindres rentrées fiscales ;
- des difficultés rencontrées pour accéder aux marchés internationaux de capitaux, compte tenu de la qualité de la signature de ces pays.

2|2 Une reprise parfois rapide de l'endettement

De fait, certains pays ayant bénéficié d'allègements de leur dette, au titre de l'initiative PPTE et/ou de l'IADM, enregistrent d'ores et déjà une progression rapide de leurs taux d'endettement. Par exemple :

• L'Ouganda, qui a figuré parmi les premiers pays à bénéficier des mesures d'allègement de la dette au titre de l'initiative PPTE en 2000, a des taux d'endettement élevés : le ratio de dette extérieure rapportée aux exportations, qui avait été fortement réduit à l'issue de la mise en œuvre de l'initiative PPTE en 2000 (150 %), atteint 204 % en 2004 et 186 % en 2005 (les projections réalisées par le FMI à l'horizon 2007 sont stables). Ces taux d'endettement sont tout juste inférieurs au seuil indicatif de soutenabilité défini par le DSF (*Debt Sustainability Framework*) – cf. encadré au chapitre 3|1 ci-après – (200 % pour les pays dont les performances, évaluées selon la notation CPIA (*Country Policy and Institutional Assessment*), sont « fortes »)⁹.

• L'Éthiopie, qui a atteint le point d'achèvement PPTE en avril 2004, présente également un taux d'endettement rapporté aux exportations relativement élevé. À fin juillet 2004, ce ratio représentait 126 %. À la suite de la mise en œuvre de l'IADM par le FMI, ce ratio atteint 108 % à fin juillet 2005. Si le seuil maximal

⁵ En tenant compte des annulations de dette attendues du FAD

⁶ Ainsi la note attribuée par Fitch au Cameroun a été rehaussée de B - à B en juin 2006, et la note du Ghana (B+) est désormais assortie de perspectives favorables

⁷ UN Millennium Project, *Investing in Development*, 2005

⁸ Selon le rapport BAD-OCDE, *Perspectives économiques en Afrique 2005-2006*

⁹ FMI, *Review of Uganda's Performance under Past Fund-supported Programs, janvier 2006*

d'endettement prévu pour les pays à performances « moyennes » (150 %) est respecté, le FMI anticipe une détérioration progressive des ratios d'endettement du pays (132 % en 2009) et relativise les améliorations constatées récemment, étroitement dépendantes de bonnes performances à l'exportation (+ 36 % en 2005), qui pourraient être difficiles à reconduire¹⁰.

2 | 3 L'action des nouveaux prêteurs internationaux

La reprise de l'endettement dans certains pays en développement s'inscrit dans un contexte international marqué par l'apparition de nouveaux prêteurs (pays émergents d'Asie et d'Amérique latine, pays du Golfe), dont les pratiques de financement diffèrent à plusieurs titres de celles observées par les bailleurs « traditionnels ».

En effet, cherchant à pénétrer sur des marchés devenus attractifs au regard notamment des besoins en matières premières, les prêteurs émergents offrent des financements pour des montants très substantiels, souvent largement supérieurs à ceux susceptibles d'être mobilisés par le FMI ou l'AID, et, en outre, sans conditionnalité de politique interne, liée notamment à la gouvernance. Ces financements sont souvent proposés sous forme peu ou non concessionnelle et peuvent être gagés sur des ressources naturelles ou assortis d'engagements de la part des pays récipiendaires (achats de biens d'équipement, fourniture de pétrole à un prix fixé à l'avance...). Par exemple :

- La République du Congo, qui a atteint en mars 2006 le point de décision de l'initiative PPTE, a obtenu de la Chine, en décembre 2005 et juin 2006, deux prêts de, respectivement, 552 millions de dollars et 32 millions de dollars (dont le plus récent est non concessionnel). Le Congo avait bénéficié en décembre 2004 d'annulations de dette de la part des créanciers du Club de Paris et de la mise en place, par le FMI, d'une Facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance (FRPC), d'un montant de

81,3 millions de dollars. À fin 2005, la dette extérieure de ce pays représente encore près de 120 % de ses recettes d'exportation, soit un niveau supérieur au seuil jugé soutenable dans le cadre du DSF (100 % pour les pays à performances « faibles »)¹¹.

Par ailleurs, les exemples suivants montrent que les tendances au ré-endettement concernent également des pays n'ayant pas encore bénéficié des allègements PPTE, voire non éligibles à cette initiative.

- Ainsi, à fin 2005, la dette extérieure du Soudan atteignait 27,7 milliards de dollars, constituée pour l'essentiel d'arriérés, et représentait 690 % de ses recettes d'exportation. L'existence d'arriérés vis-à-vis du FMI lui interdit d'accéder aux programmes avec financement du Fonds. Mais le Soudan, éligible aux initiatives PPTE et IADM, a contracté auprès de pays émergents des prêts non concessionnels (800 millions de dollars en 2005¹², 700 millions de dollars étant prévus pour 2006). Ces nouveaux créanciers ont reçu en 2005 près de 84 millions de dollars de remboursements et intérêts, alors que les paiements partiels consentis par le Soudan au FMI pour le règlement des intérêts sur la dette s'élevaient à 30 millions de dollars seulement et qu'aucun versement n'était effectué aux créanciers bilatéraux membres du Club de Paris¹³.

- L'Angola, dont la dette extérieure s'élevait à 10,8 milliards de dollars à fin décembre 2004, a bénéficié en 2005 d'un prêt de 3 milliards de dollars, gagé sur des livraisons de pétrole¹⁴. À fin 2005, la dette extérieure de ce pays représentait 38,5 % du PIB, soit un niveau supérieur à celui défini comme soutenable par le DSF pour les pays à performances « faibles » (30 %)¹⁵.

Une étude réalisée par la Banque mondiale sur un échantillon de 39 pays en développement bénéficiant de dons de l'AID confirme l'importance croissante de l'endettement non concessionnel dans leurs modes de financement. Ainsi, à fin décembre 2004, près de 27 % de l'encours de dette de l'échantillon serait non concessionnel¹⁶.

¹⁰ FMI, Rapport sur l'Éthiopie n° 06/159, mai 2006

¹¹ FMI, Seconde Revue de l'Accord FRPC avec la République du Congo, juillet 2006

¹² Selon des informations de presse, ce prêt aurait été accordé par la Chine (cf. The Wall Street Journal, 12 juin 2006)

¹³ FMI, Rapport sur le Soudan n° 06/182, mai 2006

¹⁴ L'origine de ce financement est attribuée, selon l'article du Wall Street Journal susmentionné, à la Chine.

¹⁵ FMI, 2006 Article IV Consultation with Angola, novembre 2006

¹⁶ Banque mondiale, "IDA Countries and Non-Concessional Debt: Dealing with the « Free Rider » Problem", 19 juin 2006.

2 | 4 Les risques des politiques actuelles de ré-endettement

Par rapport aux financements reposant sur des dons, ce nouveau recours à l'endettement comme soutien au financement du développement peut présenter certains avantages :

- du point de vue de l'emprunteur, il permet de bénéficier de l'effet de levier ;
- pour les créanciers internationaux, il met plus fortement en œuvre la responsabilité des pays récipiendaires et peut servir de base à un dialogue régulier entre gouvernements et bailleurs de fonds.

Le recours à l'endettement par les pays en développement doit toutefois s'effectuer en respectant une double contrainte :

- Les ressources financières obtenues par endettement doivent contribuer prioritairement au financement du développement, dans le cadre de stratégies pluri-annuelles identifiant les secteurs les plus fragiles et les actions à conduire. Lorsqu'un pays est « sous programme », le respect de ce critère est suivi par les institutions multilatérales. Ces dernières exigent, en contrepartie de leur appui financier, le maintien d'un cadre économique et monétaire sain et la définition de stratégies de réduction de la pauvreté. Elles cherchent à s'assurer de l'affectation effective des moyens budgétaires aux secteurs sociaux prioritaires.
- La soutenabilité de l'endettement extérieur des États au regard de leurs capacités de remboursement et de leur potentiel de croissance doit être préservée.

Au regard de ce dernier objectif, les politiques de prêt des pays émergents font l'objet de critiques, dans la mesure où ces pays ne participent pas aux instances multilatérales de gestion ou de suivi de la dette (Club de Paris, OCDE) et ne sont donc pas soumis aux disciplines collectives que leurs membres ont progressivement élaborées. De fait, compte tenu de l'importance des financements offerts dans un cadre non coopératif (« *free riding* »), les politiques de certains prêteurs émergents présentent des risques :

- **Pour les pays en développement**, le risque principal consiste en un ré-endettement rapide et non maîtrisé, aboutissant à une situation de surendettement identique à celle prévalant avant la mise en œuvre des

initiatives d'annulation de dettes. Les financements non concessionnels sont particulièrement coûteux pour les budgets nationaux. En outre, ces prêts, lorsqu'ils sont gagés sur des matières premières, ne s'inscrivent pas toujours dans une stratégie de gestion cohérente de ces ressources aux fins de favoriser le développement. Enfin, en l'absence, le plus souvent, de contrepartie en termes de politique économique relative à l'utilisation des financements mis en place, ces pratiques n'incitent pas les pays bénéficiaires à une gestion optimale de ces fonds et à une amélioration de leurs systèmes de gouvernance. Elles peuvent aussi ne pas être cohérentes avec les recommandations formulées par la communauté internationale en matière de lutte contre la corruption.

- **Pour les créanciers internationaux**, le ré-endettement à des taux non concessionnels de pays qui ont bénéficié des initiatives PPTE et IADM remet en cause l'efficacité des efforts déployés afin de restaurer la solvabilité de ces pays, les abandons de créances consentis pouvant n'aboutir qu'à l'accumulation de nouvelles dettes, à des conditions compromettant leur situation financière. Le ré-endettement à des taux non concessionnels auprès de créanciers non coopératifs est en outre d'autant plus contestable, au regard des efforts consentis par la communauté internationale pour l'annulation de la dette des pays les plus pauvres, qu'un appui financier de la part des instances multilatérales (prêts du FMI, aides d'urgence, etc.) pourrait de nouveau être sollicité en cas de réurgence de situations de surendettement.

3 | Les pistes de réflexion pour développer des stratégies de ré-endettement coordonnées

3 | I La recherche d'une référence commune

En dépit des efforts de prévention mis en œuvre, le risque de crises financières liées au surendettement des États ne peut être écarté, compte tenu, en particulier, de la vulnérabilité des économies en développement à des chocs externes.

Aussi, le FMI et la Banque mondiale ont conjointement défini un cadre d'analyse de la soutenabilité de la dette pour les pays à bas revenus (*Debt Sustainability Framework*, DSF). Adopté par les Conseils

ENCADRÉ

Le cadre d'analyse de la soutenabilité de la dette (Debt Sustainability Framework, DSF)

Le DSF classe les pays en trois groupes, en fonction de leurs *performances* à la fois institutionnelles et de politique économique (estimées à partir des notes CPIA, Country Policy & Institutional Assessment, de la Banque mondiale) : qualité faible, moyenne et forte. À chaque niveau de performance correspondent des ratios d'endettement maximum.

Seuils d'endettement maximum par niveau de performances

	Stock de dette (en VAN) en % de			Service de la dette en % de	
	Exportations	PIB	Recettes budgétaires ^(a)	Exportations	Recettes budgétaires ^(a)
Qualité faible	100	30	200	15	25
Qualité moyenne	150	40	250	20	30
Qualité forte	200	50	300	25	35

(a) recettes budgétaires hors dons

Source : FMI et Banque mondiale, mars 2005

VAN : valeur actualisée nette

Une analyse de la soutenabilité à long terme de la dette est ensuite effectuée, dans le cadre d'un scénario de base et face à des chocs externes (variation du niveau des recettes d'exportation, du prix des matières premières, etc.), cet exercice de stress testing ayant pour objet de s'assurer du respect des seuils d'endettement maximum dans le cadre de scénarios macroéconomiques défavorables. L'analyse de soutenabilité permet alors de répartir les pays entre trois classes de *risques* (risque faible, modéré et élevé), en fonction de la réaction des ratios d'endettement selon les différents scénarios :

- les pays à risque faible sont ceux dont les ratios actuels sont inférieurs aux plafonds indiqués ci-dessus (en fonction du classement en termes de performances) et pour lesquels les différents scénarios ne prévoient pas de dépassement significatif des plafonds au cours des vingt ans à venir ;
- les pays à risque modéré sont ceux dont les ratios de dette ne dépassent pas les plafonds dans le cadre du scénario de base mais pour lesquels un dépassement des ratios de stock de dette et/ou une hausse significative du service de la dette s'approchant des plafonds sont observés dans d'autres scénarios (incluant l'impact de chocs) ;
- les pays à risque élevé présentent un dépassement des plafonds quel que soit le scénario retenu.

Le niveau de risque de défaut détermine la répartition de l'aide mise en œuvre par l'AID entre prêts et dons : les pays à risque faible ne sont éligibles qu'aux prêts ; ceux à risque modéré auront accès pour moitié aux prêts et pour moitié aux dons ; ceux à risque élevé seront éligibles aux dons exclusivement.

d'administration des deux institutions en avril 2005, le DSF a pour objet de faciliter l'identification *ex ante* des situations de fragilité et de guider les pratiques de financement des bailleurs ainsi que les décisions d'emprunt des pays à bas revenus, en leur apportant une analyse prospective de leur solvabilité (cf. encadré).

L'efficacité et la crédibilité du DSF comme instrument de prévention du risque de surendettement dépendent cependant en priorité de son utilisation la plus large possible par les prêteurs internationaux. À cet égard, il

est encourageant de noter que le DSF fait l'objet, depuis son entrée en vigueur, d'une utilisation croissante par les institutions multilatérales, notamment pour la définition et le suivi des programmes du FMI et l'allocation des interventions de la Banque mondiale. La Banque africaine de développement y a également recours pour l'allocation de ses ressources. D'autres bailleurs coopératifs (notamment les autres banques multilatérales de développement et les créanciers bilatéraux « traditionnels ») ont marqué leur soutien à une utilisation élargie du DSF. La généralisation de

cette référence commune, au-delà des institutions multilatérales, constitue désormais l'un des principaux enjeux soulevés par les nécessités d'une coordination accrue entre bailleurs.

3 | 2 La nécessité de solutions complémentaires

En complément de la promotion de l'utilisation du DSF, la communauté internationale cherche aussi à privilégier le dialogue avec les nouveaux pays créanciers, afin de leur proposer de participer aux instances multilatérales de gestion de la dette. Les efforts déployés en ce domaine ont principalement porté sur :

- **la sensibilisation des parties prenantes** : avec toutes les limites que comportent des alertes sans conséquence pratique, elle est néanmoins utile. Plusieurs institutions et responsables ont ainsi récemment « tiré la sonnette d'alarme ». Les ministres des finances et les gouverneurs de banques centrales des pays du G8, réunis à Londres en juin 2005, ont souligné leur engagement à privilégier les financements par dons afin d'éviter que « les pays ne réaccumulent immédiatement des dettes extérieures insoutenables ». En juin 2006, dans un document préparé à l'occasion du cinquantième anniversaire du Club de Paris, le directeur général adjoint du FMI, A. Carstens¹⁷, indique également que certains prêteurs émergents « devraient désormais être associés aux principales instances internationales de créanciers », soulignant que ces pays « pourraient être tentés de prêter pour des montants élevés aux pays à bas revenus qui ont bénéficié des initiatives d'annulation de dette », ce qui soulève des problèmes de soutenabilité de la dette dans ces pays. Il souligne en outre que « la communauté internationale doit trouver les moyens d'instaurer un dialogue avec les bailleurs émergents » et « les convaincre que le financement des pays à bas revenus doit s'inscrire dans un cadre international coordonné ». De même, les ministres des finances de la Zone franc, réunis à Paris le 12 septembre 2006, ont adopté une résolution soulignant la nécessité de « préserver la soutenabilité à moyen terme de leur dette », en portant une « attention particulière au rythme et aux conditions de ré-endettement ».

« Les risques qu'entraîne le recours à des financements non concessionnels » ont été soulignés. Enfin, à l'issue de sa réunion du 17 septembre 2006 à Singapour, le Comité monétaire et financier international du FMI a invité « instamment tous les créanciers et emprunteurs à utiliser [le DSF] pour prendre leurs décisions en matière de prêt et d'emprunt ». Le Comité a engagé « tous les créanciers à se concerter avec le FMI et la Banque mondiale pour observer le mot d'ordre du crédit responsable ».

- **la responsabilisation des nouveaux prêteurs internationaux** : l'insertion croissante de ces pays dans le fonctionnement des institutions internationales (comme en témoigne la révision récente des quotes-parts FMI allouées à certains pays émergents) devrait être de nature à les conduire à une plus grande responsabilité dans ce domaine¹⁸.

- **la définition, dans le cadre de l'OCDE, d'un code de bonne conduite** s'appliquant aux organismes publics d'aide au développement et aux agences de financement des exportations. En cas de non respect du code de bonne conduite, un dispositif de signalement des créanciers non coopératifs pourrait être mis en œuvre, afin de désigner les pays s'affranchissant des règles communes destinées à prévenir les risques de surendettement. L'OCDE poursuit sa réflexion sur ce sujet.

À l'égard des pays débiteurs, certaines pistes ont été proposées et/ou pratiquées, incluant des solutions contraignantes :

- **l'amélioration des dispositifs de suivi du ré-endettement**¹⁹ : le FMI a décidé le 27 novembre 2006 d'apporter des aménagements au DSF, afin d'assurer un meilleur suivi des stratégies d'endettement des pays post-IADM, y compris lorsque ceux-ci respectent les seuils de soutenabilité. La révision du DSF vise en particulier à améliorer la qualité et la rigueur des analyses de soutenabilité menées annuellement par le FMI et la Banque mondiale, en prenant plus largement en compte le poids de la dette interne ainsi que la dette à l'égard des créanciers extérieurs privés, notamment à court terme. Par ailleurs, le DSF révisé doit permettre d'identifier de façon précoce les situations de fragilité. Le rythme d'accroissement de la dette fera ainsi l'objet d'un suivi renforcé, un

¹⁷ The Paris Club, the IMF and Debt Sustainability, 15 juin 2006

¹⁸ Avec un raisonnement similaire, les États-Unis, par exemple, affirment attendre de cette insertion croissante une responsabilité accrue en termes de taux de change.

¹⁹ FMI et Banque mondiale, «Review of Low-Income Country Debt Sustainability Framework and Implications of the MDRI» (mars 2006) et «Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief» (novembre 2006)

niveau d'alerte (correspondant à une augmentation annuelle de l'endettement extérieur comprise entre 5 % et 7 % du PIB) étant mis en place dans le cadre des analyses de soutenabilité de la dette.

• la mise en place d'un régime de sanctions à l'égard des pays débiteurs²⁰ : bien qu'elles continuent à faire débat parmi les principaux bailleurs, des mesures plus contraignantes pour les emprunteurs ont été arrêtées par l'AID le 11 juillet 2006 avec l'adoption d'un dispositif de sanctions pour les pays éligibles aux dons et/ou ayant bénéficié d'annulations de dette ayant recours à des financements non concessionnels.

Le régime des sanctions est établi selon les catégories, définies dans le cadre du DSF, auxquelles appartiennent les pays : ceux présentant un risque faible (éligibles uniquement aux prêts de l'AID) se verrait appliquer des termes moins concessionnels pour leurs prêts AID ; les pays à risque modéré ou élevé (partiellement ou uniquement éligibles aux dons) recevraient un volume d'allocation de l'AID moins important. Un tel dispositif pourrait toutefois se révéler peu dissuasif dans les cas où les volumes d'allocations sont faibles en comparaison du volume potentiel de prêts non concessionnels (ce qui est le cas pour des pays disposant de larges ressources naturelles).

²⁰ Banque mondiale, IDA Countries and Non-Concessional Debt : Dealing with the « Free Rider » Problem, 19 juin 2006.

Bibliographie

Alby (S.) et Letilly (G.) (2006)

« Les annulations de dette des pays pauvres : pour quels résultats ? », BNP Paribas, Conjoncture, mars

Banque africaine de développement (2006)

« Modalités de mise en œuvre de l'Initiative d'annulation de la dette multilatérale par le FAD », avril

Banque de France (2005)

Rapport annuel de la Zone franc

Banque mondiale (2006a)

“IDA's implementation of the multilateral debt relief initiative”, 14 mars

Banque mondiale (2006b)

“IDA countries and non-concessional debt: dealing with the 'free rider' problem in IDA 14 grant-recipient and post-MDRI countries”, 19 juin

Daniel (L.) et Manas (A.) (2006)

« Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », *Bulletin de la Banque de France*, n° 152, août

Djoufelkit (H.) (2006)

« Rapport de conjoncture et prévisions pour les pays de la Zone franc », Agence française de développement, avril

FMI et Banque mondiale (2004)

“Debt sustainability – Proposal for an operational framework and policy implications”, 3 février

FMI et Banque mondiale (2005)

“Operational framework for debt sustainability assessments in low-income countries, further considerations”, 28 mars

FMI et Banque mondiale (2006a)

“Review of low-income country debt sustainability framework and implications of the MDRI”, 24 mars

FMI et Banque mondiale (2006b)

“HIPC initiative and the multilateral debt relief initiative: status of implementation”, 21 août

FMI et Banque mondiale (2006)

“Applying the debt sustainability framework for low-income countries post debt relief”, novembre

Fitch Ratings (2006)

“Sub-Saharan Africa 2006 Outlook”, 9 mai

Manas (A.) (2005)

« Pays pauvres très endettés, mécanismes et éléments d'évaluation », *Bulletin de la Banque de France*, n° 140, août

Nations Unies (2005)

“Investing in development, a practical plan to achieve the millennium development goals”, UN Millennium Project, janvier

Réunion des ministres des Finances de la Zone franc (2006)

Communiqué de presse, Paris, 12 septembre

Phillips (M.) (2006)

“G8 ministers warn about lending to poorest countries”, *The Wall Street Journal*, 12 juin

Le coût du crédit aux entreprises

Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

La remontée des taux moyens des crédits aux entreprises observée depuis la fin 2005 s'est poursuivie au quatrième trimestre 2006 pour toutes les catégories de concours et la plupart des tranches de montant. Il convient toutefois de noter que les évolutions des taux débiteurs des tranches de faible montant ont été, pour le deuxième trimestre consécutif, sensiblement moins prononcées que celles des taux des tranches de montant élevé. Le phénomène est particulièrement net pour les découverts en compte dont les taux moyens ont même diminué pour les tranches de faible montant.

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

I | Résultats de l'enquête du quatrième trimestre sur le coût du crédit

La remontée du coût du crédit aux entreprises engagée depuis la fin de l'année 2005 s'est poursuivie au cours du quatrième trimestre 2006 pour toutes les catégories de concours et la plupart des tranches de montant.

Le coût moyen de l'*escompte* toutes tranches confondues a augmenté de 35 points de base par rapport à juillet 2006, les taux des tranches de montant élevé enregistrant les hausses les plus prononcées. Par rapport à octobre 2005, la hausse du coût de l'*escompte* atteint en moyenne 55 points de base tout en se révélant également plus marquée pour les tranches de montant élevé que pour celles de faible montant.

Le taux moyen des *découverts* a augmenté de 23 points de base par rapport au troisième trimestre 2006. Cette évolution recouvre toutefois des mouvements divergents selon les tranches de montant. Les taux moyens des tranches de montant élevé (au-delà

de 76 225 euros) ont augmenté assez sensiblement (24 points de base pour la première tranche, 17 pour la deuxième et 34 pour la troisième) alors que ceux des tranches de faible montant ont fléchi (respectivement - 20 points de base pour la première, - 34 pour la deuxième et - 44 pour la troisième). Par rapport à octobre 2005, la hausse du taux moyen des découverts atteint 111 points de base et ce mouvement touche bien toutes les tranches de montant.

Le taux moyen des *autres crédits à court terme* a augmenté de 44 points de base par rapport à juillet 2006. Sensible pour toutes les tranches, l'augmentation a été plus marquée pour celles de montant élevé. Sur un an, la hausse du taux moyen de cette catégorie de crédits atteint 122 points de base.

Le taux moyen des *crédits à moyen et long termes* a augmenté de 38 points de base par rapport à juillet 2006. Comme au cours des trois trimestres précédents, les taux des tranches de montant élevé ont enregistré les hausses les plus fortes. Par rapport à octobre 2005, la hausse du taux moyen des crédits à moyen et long termes atteint 129 points de base.

Méthodologie de l'enquête

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

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

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

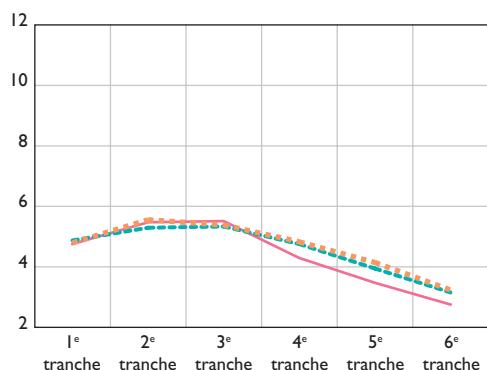
Pour chaque tranche de montant de chaque catégorie de crédits, est calculé un taux effectif moyen qui correspond à la moyenne simple des taux effectifs des crédits recensés. Pour chaque catégorie de crédits prise dans son ensemble, le taux effectif moyen calculé est la moyenne des taux des différentes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

L'enquête menée au titre du quatrième trimestre de 2006 exploite 36 518 déclarations relatives aux crédits consentis au mois d'octobre.

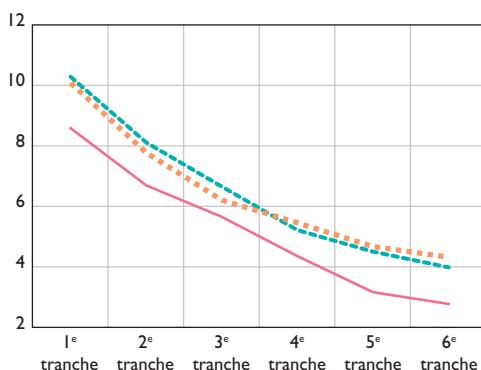
Taux observés lors des enquêtes

(en %)

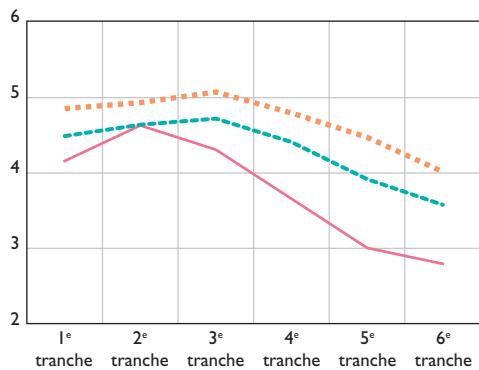
Escompte



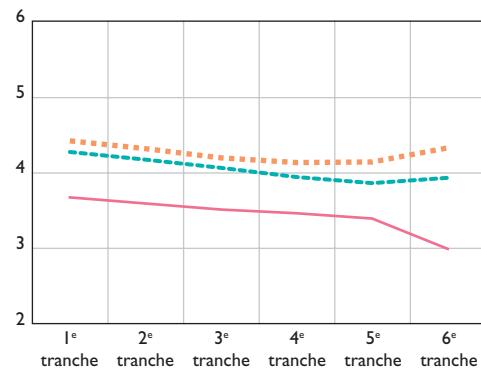
Découvert



Autres crédits à court terme



Crédits à moyen et long termes



— 4^e trimestre 2005 - - - 3^e trimestre 2006 4^e trimestre 2006

1^{re} tranche : ≤ 15 245 euros

2^{re} tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros

3^{re} tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros

4^{re} tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros

5^{re} tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros

6^{re} tranche : > 1 524 490 euros

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

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédit	Montant du crédit						Taux moyen
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	
Escompte							
2005 Quatrième trimestre	4,47	5,03	5,00	4,36	3,43	(2,98)	3,79
2006 Premier trimestre	4,87	5,47	5,47	4,69	3,66	(3,05)	4,01
Deuxième trimestre	4,84	5,26	5,30	4,72	3,91	(3,12)	3,97
Troisième trimestre	4,76	5,52	5,35	4,79	4,11	3,20	3,99
2006 Quatrième trimestre	5,07	5,49	5,35	4,94	4,46	3,82	4,34
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,31	- 0,03	0,00	0,15	0,35	0,62	0,35
Écart-type	1,07	1,41	1,39	0,88	0,59	0,18	–
1 ^{er} décile	3,98	3,82	3,87	4,03	3,82	3,59	–
9 ^e décile	6,60	7,76	7,60	6,06	5,31	3,96	–
Découvert							
2005 Quatrième trimestre	8,62	6,73	5,69	4,39	3,20	2,81	3,57
2006 Premier trimestre	9,01	8,35	7,03	4,85	3,87	(3,13)	3,99
Deuxième trimestre	9,99	8,01	7,01	5,10	4,68	(3,54)	4,47
Troisième trimestre	10,32	8,15	6,69	5,25	4,54	4,02	4,45
2006 Quatrième trimestre	10,12	7,81	6,25	5,49	4,71	4,36	4,68
dont : Trimestre/Trimestre – 1	- 0,20	- 0,34	- 0,44	0,24	0,17	0,34	0,23
Écart-type	2,24	2,28	1,73	1,89	0,89	1,27	–
1 ^{er} décile	7,10	4,89	4,28	3,78	3,68	3,41	–
9 ^e décile	12,75	10,60	9,00	8,03	5,91	5,53	–
Autres crédits à court terme							
2005 Quatrième trimestre	4,17	4,64	4,32	3,67	3,02	2,81	2,85
2006 Premier trimestre	4,28	4,73	4,66	4,10	3,42	3,03	3,08
Deuxième trimestre	4,26	4,44	4,54	4,10	3,67	3,24	3,27
Troisième trimestre	4,50	4,65	4,73	4,42	3,93	3,59	3,63
2006 Quatrième trimestre	4,86	4,94	5,08	4,80	4,48	4,03	4,07
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,36	0,29	0,35	0,38	0,55	0,44	0,44
Écart-type	1,09	1,20	0,99	0,81	0,73	0,69	–
1 ^{er} décile	3,75	3,83	3,93	3,87	3,69	3,50	–
9 ^e décile	6,33	6,60	6,38	5,90	5,63	5,04	–
Crédits à moyen et long termes							
2005 Quatrième trimestre	3,68	3,60	3,52	3,47	3,40	3,00	3,03
2006 Premier trimestre	3,83	3,75	3,61	3,58	3,49	3,30	3,31
Deuxième trimestre	4,14	4,02	3,86	3,70	3,66	3,67	3,67
Troisième trimestre	4,28	4,18	4,07	3,95	3,87	3,94	3,94
2006 Quatrième trimestre	4,43	4,32	4,20	4,14	4,15	4,33	4,32
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,15	0,14	0,13	0,19	0,28	0,39	0,38
Écart-type	0,54	0,52	0,43	0,39	0,45	0,73	–
1 ^{er} décile	3,80	3,66	3,65	3,65	3,56	3,57	–
9 ^e décile	5,15	5,02	4,80	4,70	4,80	5,33	–

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

2| Complément d'analyse : des évolutions différencierées pour les crédits aux PME

L'enquête du quatrième trimestre 2006 fait apparaître des évolutions assez différentes selon les tranches de montant des concours, ces dernières étant assez représentatives de la taille des entreprises bénéficiaires¹. D'une manière générale, on observe que la hausse des taux débiteurs sur les deux derniers trimestres a été plus modérée pour les tranches de faible montant que pour celles de montant élevé. Le contraste est encore plus net pour les découverts dont le taux moyen a augmenté au quatrième trimestre 2006 du fait de l'évolution des

taux des tranches de montant élevé alors que ceux des tranches de faible montant ont diminué. Pour cette catégorie de concours, les tableaux suivants montrent que les entrepreneurs individuels, majoritairement situés dans la première tranche de montant, ont dans la plupart des cas bénéficié d'une baisse du taux de leurs découverts au quatrième trimestre 2006.

Par ailleurs, les graphiques suivants indiquent également une diminution sur l'année 2006 de la surprime payée par les petites et moyennes entreprises, mesurée ici comme l'écart entre les taux débiteurs moyens des tranches de faible montant et le taux débiteur moyen toutes tranches confondues, et ce tant pour les crédits à court terme que pour les crédits à long terme.

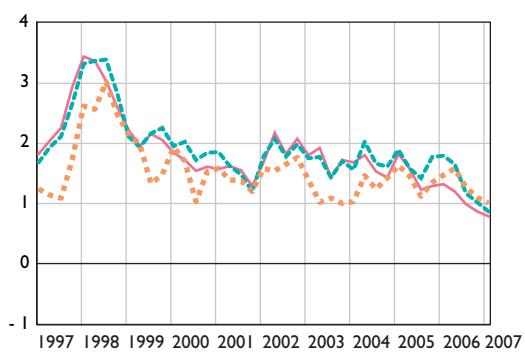
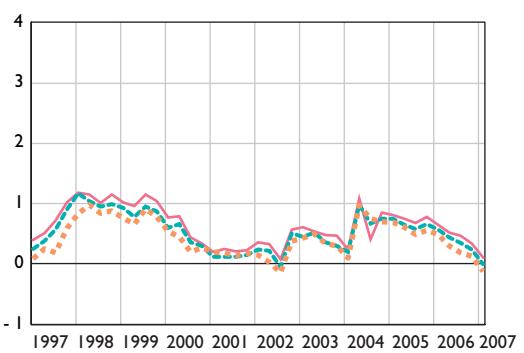
Taux moyens des découverts en fonction du bénéficiaire et des tranches de montant							
(en pourcentage)							
2006	Catégories de crédit Bénéficiaires	Montant du crédit en euros					
		≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490
Premier trimestre	04 – SNF	9,28	8,36	6,89	4,77	3,85	3,13
	07 – EI	8,79	8,34	8,66	7,52	4,57	nd
	Toutes catégories	9,01	8,35	7,03	4,85	3,87	3,13
Deuxième trimestre	04 – SNF	9,82	7,86	6,97	5,04	4,68	3,54
	07 – EI	10,14	8,48	7,43	6,48	nd	nd
	Toutes catégories	9,99	8,01	7,01	5,10	4,68	3,54
Troisième trimestre	04 – SNF	9,84	8,01	6,57	5,22	4,54	4,02
	07 – EI	10,69	8,70	8,13	6,15	5,69	nd
	Toutes catégories	10,32	8,15	6,69	5,25	4,54	4,02
Quatrième trimestre	04 – SNF	9,90	7,64	6,22	5,43	4,71	4,36
	07 – EI	10,30	8,39	6,51	7,85	4,68	nd
	Toutes catégories	10,12	7,81	6,25	5,49	4,71	4,36

Variation des taux moyens des découverts en fonction du bénéficiaire et des tranches de montant							
(en pourcentage)							
2006	Catégories de crédit Bénéficiaires	Montant du crédit en euros					
		≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490
2 ^e trimestre/1 ^{er} trimestre	04 – SNF	0,54	- 0,50	0,08	0,27	0,83	0,41
	07 – EI	1,35	0,14	- 1,23	- 1,04	ns	ns
	Toutes catégories	0,98	- 0,34	- 0,02	0,25	0,81	0,41
3 ^e trimestre/2 ^e trimestre	04 – SNF	0,02	0,15	- 0,40	0,18	- 0,14	0,48
	07 – EI	0,55	0,22	0,70	- 0,33	ns	ns
	Toutes catégories	0,33	0,14	- 0,32	0,15	- 0,14	0,48
4 ^e trimestre/3 ^e trimestre	04 – SNF	0,06	- 0,37	- 0,35	0,21	0,17	0,34
	07 – EI	- 0,39	- 0,31	- 1,62	1,70	- 1,01	ns
	Toutes catégories	- 0,20	- 0,34	- 0,44	0,24	0,17	0,34

nd : non disponible

ns : non significatif

1 Cf. article sur les résultats de l'enquête du premier trimestre 2006 paru au Bulletin de la Banque de France, n° 148, avril 2006

Écart au taux moyen des crédits**à court terme****à long terme**

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 janvier.

Figure 1

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

(données cvs)

	2006						
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	3	5	6	10	9	1	-7
Biens intermédiaires	5	1	1	3	15	11	-5
Biens d'équipement	10	10	9	9	17	18	-3
Industrie automobile	-44	-8	6	21	-37	-43	-16
Biens de consommation	4	16	14	12	8	-4	-7
Industries agricoles et alimentaires	6	0	3	7	26	10	3
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	5	-21	0	14	11	11	24
Biens intermédiaires	9	-24	0	18	14	13	20
Biens d'équipement	12	-15	8	23	17	16	23
Industrie automobile	-35	-48	-34	-18	-42	-6	42
Biens de consommation	8	-16	5	16	18	14	18
Industries agricoles et alimentaires	12	8	11	11	16	14	23
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	9	5	7	10	17	7	4
Étrangères	7	9	11	12	10	15	10
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	23	22	22	18	24	20	22
Biens intermédiaires	15	17	16	16	19	22	17
Biens d'équipement	55	58	62	65	68	63	58
Biens de consommation	23	21	18	8	15	12	15
Industries agricoles et alimentaires	16	14	13	13	19	16	14
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	2	1	1	2	2	2	5
Biens intermédiaires	-2	1	-1	-1	-2	-4	2
Biens d'équipement	5	2	9	4	10	9	8
Industrie automobile	10	2	3	-5	2	1	15
Biens de consommation	3	6	8	9	4	6	2
Industries agricoles et alimentaires	-6	-8	-9	-1	2	4	2
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	85,1	83,9	84,4	84,4	85,0	84,6	81,8
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	0	-1	-2	-2	-1	-2	-2
Au cours des prochains mois	-6	-5	-5	-6	-4	-3	-3
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	107	106	104	102	106	106	104

(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.

STATISTIQUES

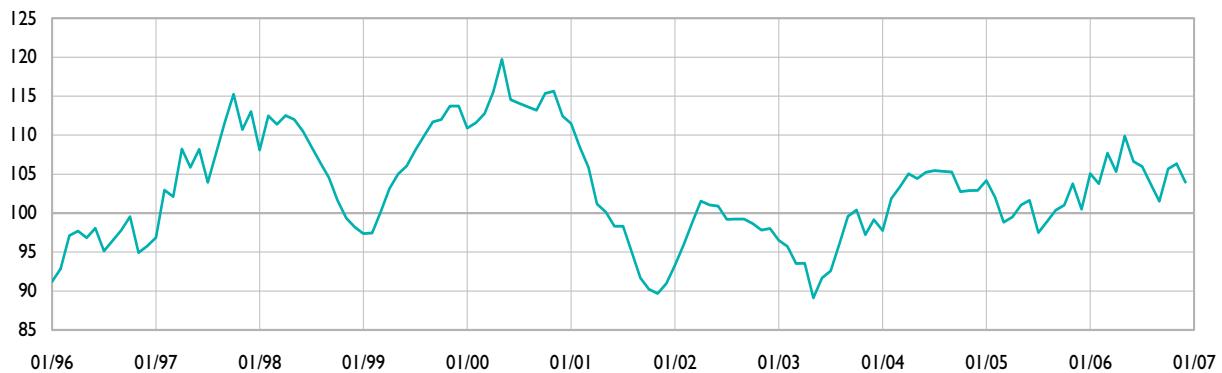
Situation économique générale

Figure 2

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

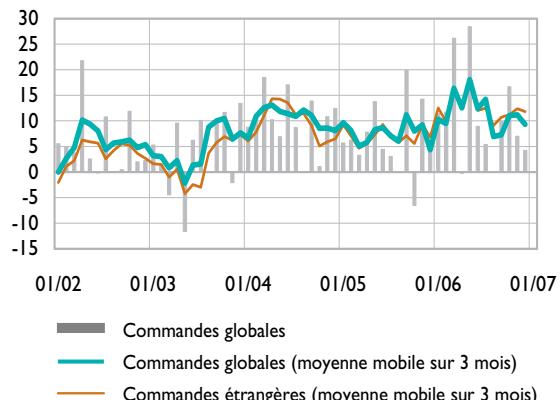
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



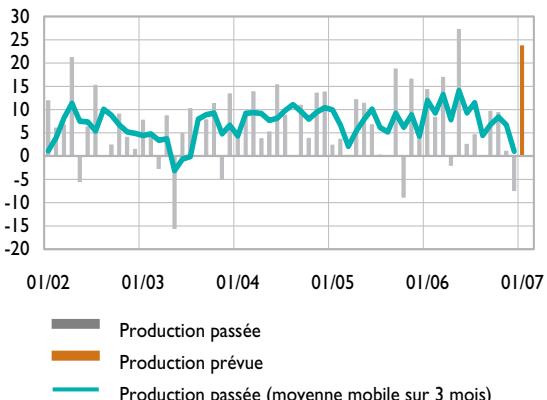
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



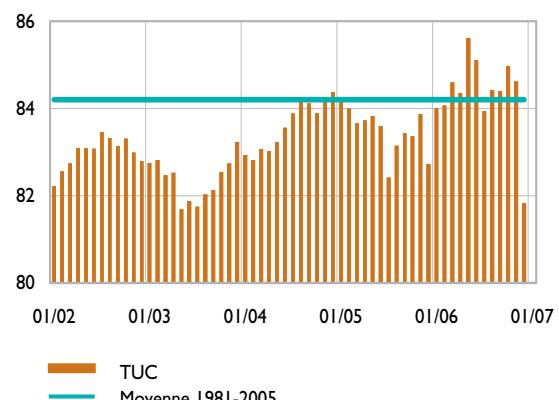
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2007

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

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

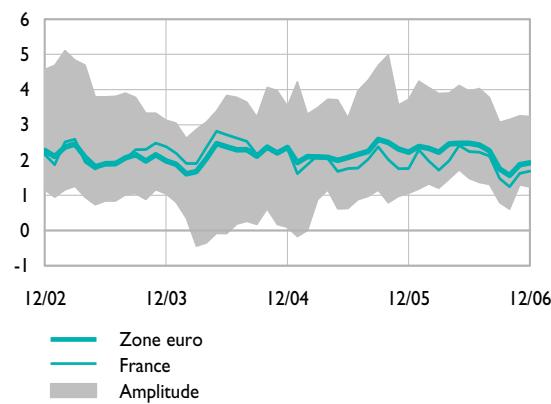
(moyenne annuelle)

(variation mensuelle CVS)

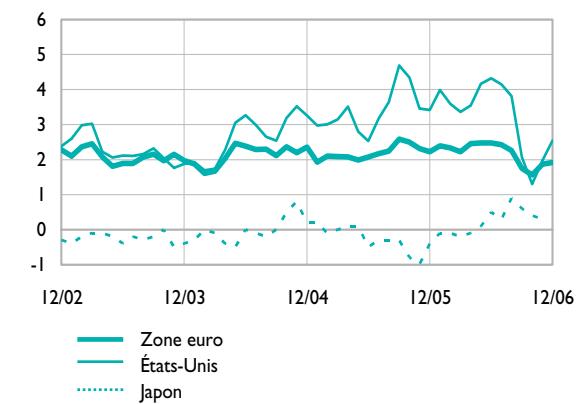
	2003	2004	2005	2006					
				juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
France	2,3	1,9	1,9	0,1	0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,2
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,1
Italie	2,3	2,2	2,2	0,2	0,2	0,3	0,0	0,2	0,2
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,4
Union européenne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

France et zone euro

(glissement annuel en %)

**Comparaisons internationales**

(glissement annuel en %)



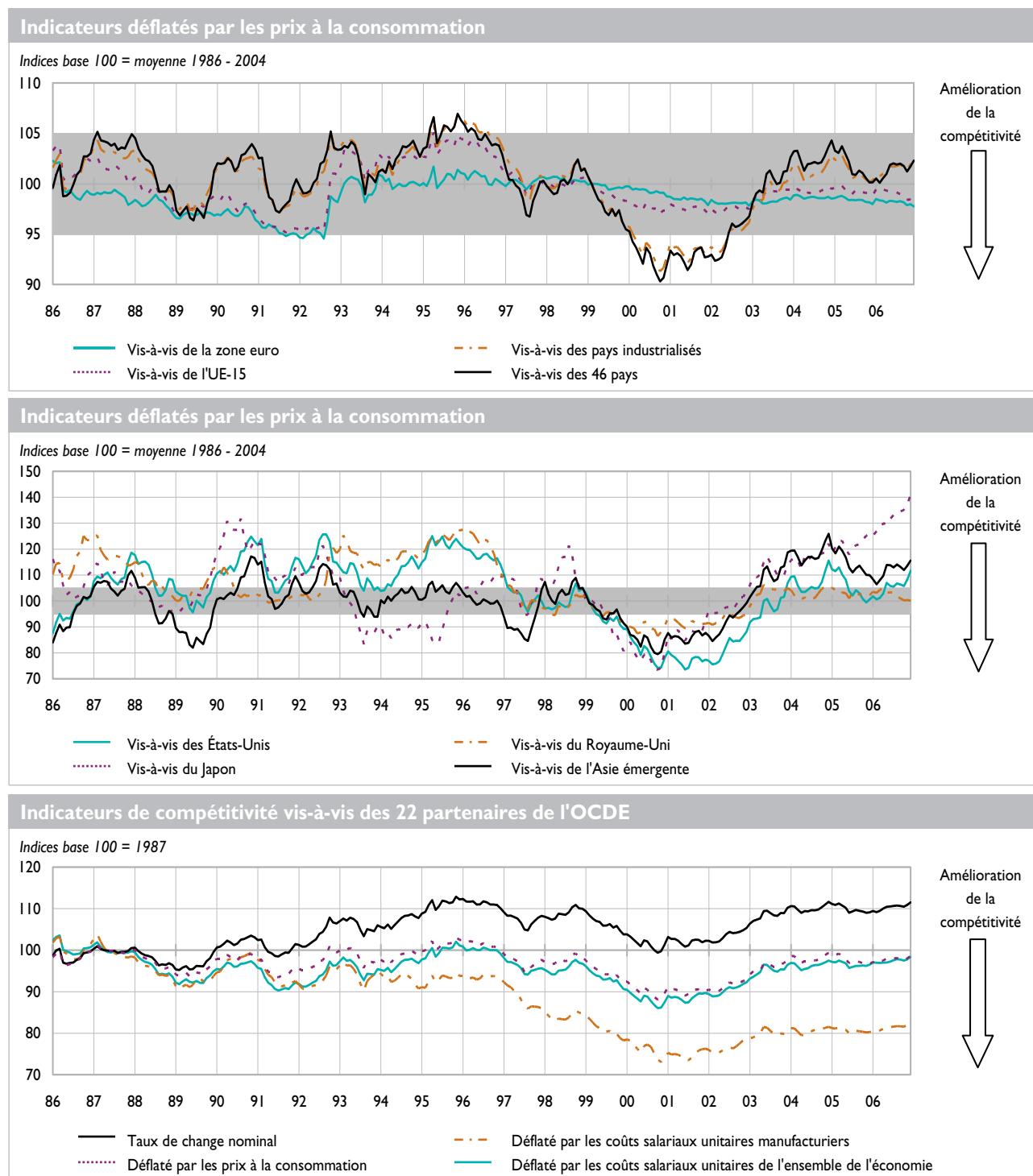
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

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

STATISTIQUES

Situation économique générale

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 Datastream

Calculs : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2007

Figure 5

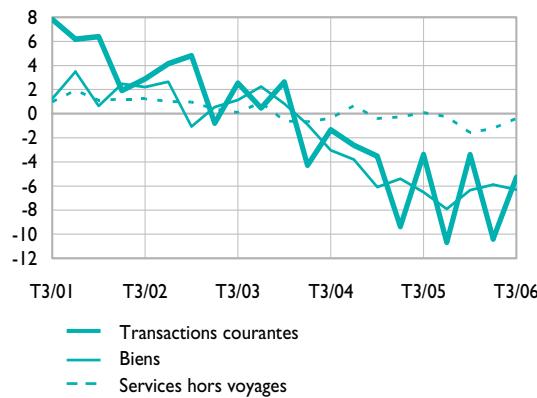
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005		2006		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)
Compte de transactions courantes	-5 609	-26 953	-3 379	-10 685	-3 393	-10 392	-5 287
Biens	-6 905	-25 904	-6 511	-7 906	-6 345	-5 894	-6 300
Services hors voyages	-1 004	-855	84	-264	-1 564	-1 223	-407
Voyages	9 813	8 911	2 666	2 559	628	2 407	2 527
Revenus	10 166	13 059	6 709	1 979	5 782	107	5 827
Transferts courants	-17 679	-22 164	-6 327	-7 054	-1 894	-5 789	-6 934
Compte de capital	1 448	506	376	-388	-201	-223	-201
Compte financier	-3 261	-15 208	11 788	-32 048	56 442	20 505	27 914
Investissements directs	-20 636	-41 887	-5 390	-32 920	12 631	-13 190	-12 702
Français à l'étranger	-45 905	-93 008	-19 058	-44 995	-3 740	-29 370	-20 419
Étrangers en France	25 271	51 121	13 668	12 075	16 371	16 180	7 717
Investissements de portefeuille	-46 563	-9 217	18 807	-17 978	-31 062	-2 065	-17 551
Avoirs	-179 891	-191 309	-29 468	-65 640	-67 223	-14 278	-53 560
Engagements	133 326	182 091	48 275	47 661	36 161	12 213	36 009
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	-379	2 795	909	2 358	1 751
Autres investissements	62 445	20 665	-3 058	13 029	74 398	35 156	60 059
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	-22 426

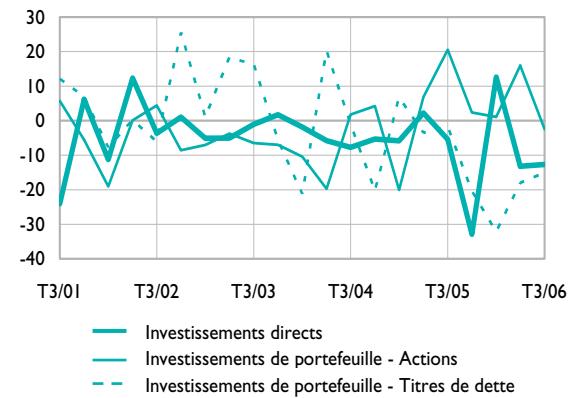
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

STATISTIQUES

Situation économique générale

Figure 6

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

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005		2006		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)
Compte de transactions courantes	-5 609	-26 953	-3 379	-10 685	-3 393	-10 392	-5 287
Biens	-6 905	-25 904	-6 511	-7 906	-6 345	-5 894	-6 300
Exportations	338 817	352 968	83 955	93 641	96 531	99 133	89 847
Importations	345 723	378 872	90 466	101 547	102 876	105 027	96 147
Marchandises générales	-6 389	-24 200	-6 068	-7 377	-5 677	-5 458	-5 840
Avitaillement	-469	-977	-270	-356	-403	-333	-386
Travail à façon et réparations	-46	-726	-173	-173	-265	-103	-74
Services hors voyages	-1 004	-855	84	-264	-1 564	-1 223	-407
Exportations	55 246	59 330	15 047	15 726	14 447	14 408	14 103
Importations	56 248	60 185	14 963	15 990	16 011	15 631	14 510
Transports	-1 001	-1 209	-145	-424	-807	-794	-136
Services de communication	915	1 103	346	242	294	297	342
Services de construction	1 152	1 632	415	512	395	468	461
Services d'assurances	-539	-935	-296	-85	-387	-322	-283
Services financiers	-838	-770	-238	-269	-366	-555	-446
Services d'informatique et d'information	34	-64	-43	-36	55	53	-78
Redevances et droits de licence	1 648	2 167	675	564	584	398	783
Autres services aux entreprises	-1 884	-2 103	-469	-501	-1 114	-591	-843
Services personnels, culturels et récréatifs	-276	-536	-125	-213	-171	-162	-178
Services des administrations publiques	-208	-136	-37	-51	-47	-15	-29
Voyages	9 813	8 911	2 666	2 559	628	2 407	2 527
Recettes	32 833	33 981	10 578	7 754	6 251	9 389	10 283
Dépenses	23 021	25 071	7 912	5 196	5 623	6 982	7 756
Revenus	10 166	13 059	6 709	1 979	5 782	107	5 827
Rémunérations des salariés	8 406	8 420	2 113	2 104	2 117	2 190	2 153
Revenus des investissements	1 761	4 638	4 597	-125	3 665	-2 083	3 674
Directs	15 561	18 070	4 088	5 551	3 577	3 740	4 239
De portefeuille	-11 434	-9 859	1 372	-5 326	943	-4 562	1 356
Autres	-2 365	-3 574	-863	-349	-855	-1 261	-1 921
Transferts courants	-17 679	-22 164	-6 327	-7 054	-1 894	-5 789	-6 934
Transferts courants du secteur des APU	-11 048	-14 925	-4 302	-5 562	125	-3 799	-4 963
Transferts courants des autres secteurs	-6 635	-7 241	-2 026	-1 493	-2 019	-1 990	-1 971
dont envois de fonds des travailleurs	-2 135	-2 091	-609	-495	-476	-524	-562
Compte de capital	1 448	506	376	-388	-201	-223	-201

(a) Chiffres semi-définitifs

Figure 7

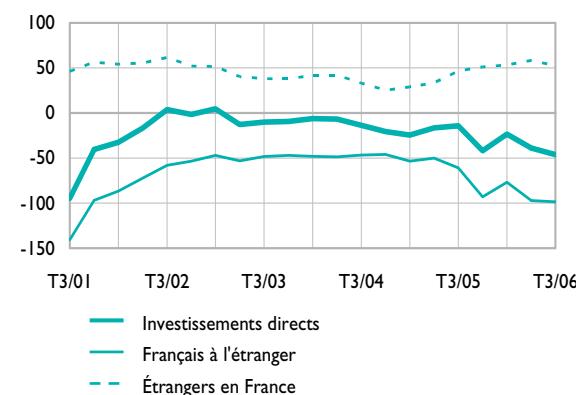
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2004 (a)	2005 (a)	2005		2006		
			T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)	T3 (a)
Compte financier	-3 261	-15 208	11 788	-32 048	56 442	20 505	27 914
Investissements directs	-20 636	-41 887	-5 390	-32 920	12 631	-13 190	-12 702
Français à l'étranger	-45 905	-93 008	-19 058	-44 995	-3 740	-29 370	-20 419
donc capitaux propres et bénéfices réinvestis	-36 429	-42 197	-9 713	-21 753	-7 338	-14 828	-9 313
Étrangers en France	25 271	51 121	13 668	12 075	16 371	16 180	7 717
donc capitaux propres et bénéfices réinvestis	9 025	20 236	3 847	6 386	7 151	6 425	1 679
Investissements de portefeuille	-46 563	-9 217	18 807	-17 978	-31 062	-2 065	-17 551
Avoirs	-179 891	-191 309	-29 468	-65 640	-67 223	-14 278	-53 560
Actions	-49 119	-42 917	-1 305	-21 085	-11 769	22 308	-20 496
Obligations	-119 312	-137 035	-19 548	-37 044	-54 200	-50 750	-31 185
Instruments du marché monétaire	-11 459	-11 358	-8 615	-7 511	-1 254	14 164	-1 879
Engagements	133 326	182 091	48 275	47 661	36 161	12 213	36 009
Actions	25 016	52 633	21 848	23 491	12 848	-6 350	18 027
Obligations	94 133	110 831	19 473	31 628	15 344	23 876	25 179
Instruments du marché monétaire	14 176	18 628	6 954	-7 460	7 969	-5 313	-7 197
Produits financiers dérivés	5 003	8 179	-379	2 795	909	2 358	1 751
Autres investissements	62 445	20 665	-3 058	13 029	74 398	35 156	60 059
donc IFM hors Banque de France (flux nets)	38 832	-2 346	6 171	-4 682	69 437	30 298	63 092
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	-22 426

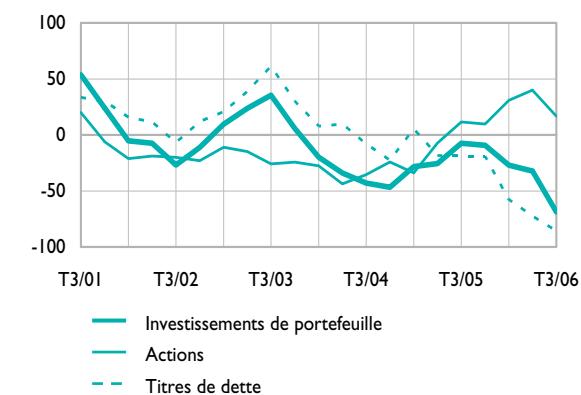
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

STATISTIQUES

Situation économique générale

Figure 8

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

(données brutes en millions d'euros)

	3ème 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	69 008	20 190	4 460	13 700	2 636	5 018
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Biens	-10 280	2 641	668	1 549	115	87
Recettes	43 865	9 875	3 690	6 260	1 395	2 343
Dépenses	54 145	7 233	3 022	4 711	1 280	2 256
Services	-694	850	48	1 024	187	-31
Recettes	7 754	3 651	428	3 305	493	970
Dépenses	8 448	2 802	381	2 281	307	1 002
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	16 253	4 893	305	3 947	732	1 430
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Transferts courants	-1 412	-3 380	-2	-100	-43	-238
Compte financier	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Investissements directs	-9 353	-2 476	-461	2 615	20	-1 002
Français à l'étranger	-13 413	-4 168	-475	1 300	-107	-1 295
Étrangers en France	4 060	1 692	13	1 315	126	293
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-31 268	-8 901	9	-1 727	-218	-3 726
Actions	-14 997	783	-32	-642	-1 283	-3 485
Obligations	-22 130	-3 564	148	-1 208	-349	7
Instruments du marché monétaire	5 859	-6 119	-106	123	1 415	-247
Autres investissements	2 578	39 867	-718	-3 676	-3 359	8 408
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	6 033	39 489	-679	-3 048	-2 970	8 637

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

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

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France
(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006				Cumul 12 mois	
		nov.		oct.		nov.	2005
		(a)	sept.	(a)	(b)	(b)	(a)
Compte de transactions courantes	-4 073	703	-2 786	-3 395	-24 916	-26 010	
Biens	-3 341	-620	-2 481	-3 047	-25 247	-26 561	
Services hors voyages	-380	-263	-880	-380	-292	-4 376	
Voyages	546	709	1 016	650	8 948	8 095	
Revenus	1 203	3 092	1 846	1 598	12 329	18 917	
Transferts courants	-2 101	-2 215	-2 287	-2 216	-20 654	-22 086	
Compte de capital	57	57	-53	66	637	-640	
Compte financier	5 053	32 135	-25 439	-1 532	13 292	45 778	
Investissements directs	-11 539	-4 497	-3 504	-272	-21 053	-35 019	
Français à l'étranger	-16 159	-10 055	-9 986	-5 614	-69 363	-93 460	
Capital social	-6 962	-693	-3 870	-3 424	-15 023	-44 627	
Bénéfices réinvestis	-1 080	-1 165	-1 166	-1 166	-12 755	-13 897	
Autres opérations	-8 117	-8 197	-4 950	-1 024	-41 587	-34 937	
Étrangers en France	4 620	5 558	6 482	5 342	48 310	58 441	
Capital social	1 463	1 176	1 611	1 113	14 016	16 155	
Bénéfices réinvestis	411	460	459	459	4 924	5 469	
Autres opérations	2 746	3 922	4 412	3 770	29 369	36 817	
Investissements de portefeuille	-25 739	21 598	-22 668	11 579	25 219	-57 891	
Avoirs	-37 252	8 848	-43 022	-13 962	-146 686	-207 715	
Actions	-17 355	3 514	-9 411	-415	-22 835	-28 416	
Obligations	-8 243	-9 581	-26 606	-18 574	-116 498	-195 810	
Instruments du marché monétaire	-11 653	14 915	-7 005	5 027	-7 354	16 511	
Engagements	11 512	12 750	20 354	25 541	171 904	149 824	
Actions	3 384	3 884	6	3 990	47 315	48 824	
Obligations	10 352	13 903	15 271	19 215	110 790	108 053	
Instruments du marché monétaire	-2 224	-5 037	5 077	2 336	13 801	-7 054	
Produits financiers dérivés	3 251	1 775	-868	-1 069	8 118	2 395	
Autres investissements	39 217	15 017	2 142	-12 184	-4 390	140 193	
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	14 664	13 749	-879	-27 860	-26 556	124 318	
Avoirs de réserve	-137	-1 758	-541	414	5 401	-3 900	
Erreurs et omissions nettes	-1 037	-32 895	28 278	4 861	10 986	-19 129	

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

STATISTIQUES

Situation économique générale

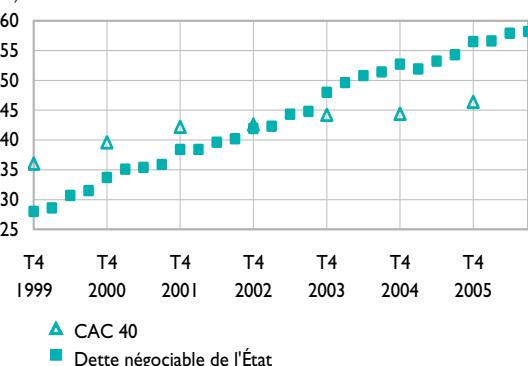
Figure 10

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.	T3
Créances	2 327,6	2 347,0	2 529,4	2 860,8	3 604,5	3 948,5
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	764,8
Capitaux propres	409,6	390,2	380,1	404,6	462,9	485,2
Autres opérations	167,8	168,9	193,5	204,3	260,3	279,6
Investissements de portefeuille	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 712,8
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	301,8	390,5	480,3	566,0	663,6	748,5
Non IFM (secteur résident détenteur)	524,8	498,1	604,1	717,2	910,5	964,2
Produits financiers dérivés	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7	292,4
Autres investissements	732,3	737,4	707,4	788,0	1 052,4	1 106,8
IFM	514,2	516,4	492,0	578,9	840,7	894,4
Non IFM	218,1	221,0	215,4	209,1	211,7	212,4
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0	71,8
Engagements	-2 356,9	-2 315,0	-2 594,8	-2 939,2	-3 675,8	-4 158,1
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-547,7
Capitaux propres	-212,2	-232,3	-267,4	-276,7	-296,9	-312,2
Autres opérations	-122,9	-135,1	-150,4	-178,2	-212,4	-235,5
Investissements de portefeuille	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8	-1 886,0
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	-251,1	-242,9	-287,6	-323,2	-409,8	-447,8
Non IFM (secteur résident émetteur)	-866,9	-811,5	-1 000,2	-1 138,9	-1 357,0	-1 438,2
Produits financiers dérivés	-118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4	-313,3
Autres investissements	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4	-1 411,2
IFM	-622,1	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 229,6
Non IFM	-162,7	-154,0	-148,1	-153,3	-177,2	-181,6
Position nette	-29,3	32,1	-65,4	-78,4	-71,3	-209,6

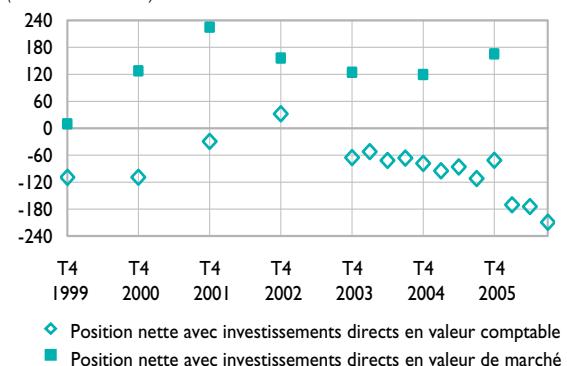
Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2007

Figure 11

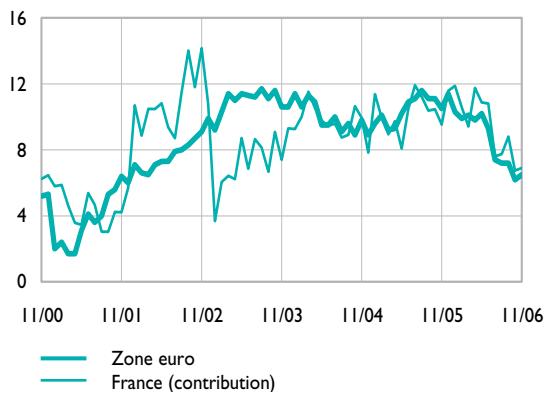
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

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

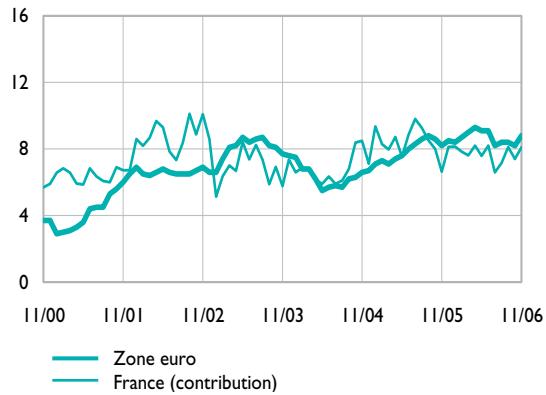
M1

(taux de croissance annuel en %)



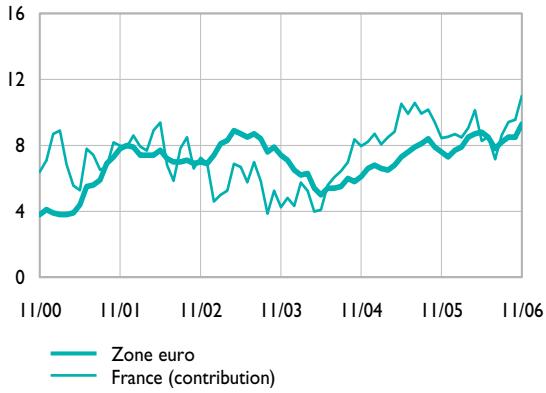
M2

(taux de croissance annuel en %)



M3

(taux de croissance annuel en %)



Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 janvier 2007

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.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
Actif								
Territoire national	16,4	23,3	34,2	41,3	36,0	38,4	30,7	32,7
Crédits	11,5	17,7	27,4	34,1	28,7	30,5	22,7	24,7
IFM	11,1	17,3	27,1	33,8	28,4	30,3	22,5	24,4
Administration centrale	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Secteur privé	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Titres autres que des actions	4,9	5,5	6,8	7,2	7,3	7,8	8,0	8,1
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	4,9	5,5	6,8	7,2	7,3	7,8	8,0	8,1
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	9,1	15,6	17,9	21,0	16,9
Reste du monde	18,3	22,9	22,8	23,6	30,7	32,9	34,6	34,3
Avoirs en or	32,1	30,9	39,5	38,4	43,3	42,1	42,1	43,0
Non ventilés par zones géographiques (a)	59,6	73,9	93,1	86,3	98,2	101,6	99,5	100,0
Total	158,9	174,9	210,0	198,7	223,9	232,9	227,9	227,0
Passif								
Dépôts – Territoire national	28,8	29,3	29,6	27,4	35,3	39,0	35,1	31,8
IFM	27,8	28,7	28,6	26,5	34,5	38,1	34,1	31,0
Administration centrale	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,8	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	1,2	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	8,7	12,5	15,5	13,3	14,6
Non ventilés par zone géographique	126,3	138,2	172,2	161,4	176,1	178,4	179,5	180,6
Billets et pièces en circulation (b)	85,0	97,8	110,2	105,6	114,2	114,9	115,9	116,7
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	48,4	48,4	48,4
Autres	5,8	7,4	16,3	13,9	14,0	15,2	15,2	15,5
Total	158,9	174,9	210,0	198,7	223,9	232,9	227,9	227,0

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

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

Figure 13

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

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
Actif								
Territoire national	3 001,7	3 202,7	3 291,8	3 383,3	3 516,2	3 565,5	3 562,3	3 591,0
Crédits	2 265,7	2 416,4	2 523,4	2 580,7	2 690,7	2 727,5	2 715,3	2 718,8
IFM	947,8	1 013,1	996,3	1 084,9	1 061,1	1 079,2	1 052,5	1 052,3
APU	142,0	139,5	150,8	134,8	150,0	153,8	150,8	150,5
Secteur privé	1 175,9	1 263,8	1 376,4	1 361,0	1 479,6	1 494,5	1 512,0	1 516,0
Titres autres que des actions	431,3	461,0	455,6	479,7	492,2	500,9	504,2	498,3
IFM ≤ 2 ans	129,8	162,6	140,0	146,9	174,5	179,2	183,3	178,4
IFM > 2 ans	49,9	53,3	57,4	56,1	63,1	64,4	66,8	64,1
APU	157,5	155,8	168,6	179,3	160,0	158,5	157,6	161,1
Secteur privé	94,2	89,4	89,6	97,4	94,6	98,9	96,5	94,8
Titres d'OPCVM monétaires	63,7	67,8	78,1	81,3	84,5	83,8	86,1	84,3
Actions et autres participations	241,0	257,5	234,6	241,7	248,9	253,2	256,8	289,6
Autres États de la zone euro	467,1	555,1	727,0	741,3	834,7	848,4	861,0	887,9
Reste du monde	503,4	608,9	869,4	885,7	916,7	945,5	978,3	996,1
Non ventilés par zones géographiques	379,3	417,0	602,9	595,9	674,7	762,3	729,2	798,5
Total	4 351,5	4 783,8	5 491,1	5 606,1	5 942,3	6 121,7	6 130,8	6 273,5
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 047,7	2 180,2	2 242,3	2 289,8	2 245,0	2 281,0	2 240,3	2 239,7
IFM	933,1	1 006,6	1 011,3	1 106,2	1 039,9	1 058,9	1 022,3	1 030,5
Administration centrale	39,0	43,9	45,2	28,8	10,6	24,2	11,6	15,2
Autres secteurs	1 075,6	1 129,6	1 185,8	1 154,8	1 194,5	1 198,0	1 206,4	1 194,1
Dépôts à vue	344,1	357,1	395,3	372,0	390,5	398,7	395,4	391,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	49,6	45,5	53,4	52,5	61,6	61,9	64,3	64,2
Dépôts à terme > 2 ans	299,4	306,4	307,1	302,9	295,7	294,0	292,9	291,4
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	351,8	377,5	392,6	385,2	408,1	407,9	409,3	408,5
Pensions	30,7	43,2	37,4	42,4	38,7	35,4	44,5	38,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	201,8	238,6	271,1	286,7	340,3	345,0	336,5	338,8
IFM	173,6	201,5	226,4	243,2	276,3	279,9	271,1	273,9
Autres secteurs	28,2	37,1	44,7	43,5	64,0	65,1	65,5	64,9
Dépôts – reste du monde	429,9	511,7	757,2	790,7	873,0	921,4	951,0	950,9
Non ventilés par zones géographiques	1 672,1	1 853,2	2 220,5	2 239,0	2 484,0	2 574,2	2 603,0	2 744,1
Titres de créance émis ≤ 2 ans	218,3	259,4	271,3	286,8	333,9	331,2	352,5	344,9
Titres de créance émis > 2 ans	375,2	404,8	458,6	456,7	498,2	503,0	508,7	520,9
Titres d'OPCVM monétaires	327,8	354,1	387,8	399,8	436,1	434,7	439,4	449,9
Capital et réserves	299,2	313,8	318,7	315,4	337,0	336,6	338,1	358,4
Autres	451,6	521,1	784,2	780,2	878,8	968,7	964,3	1 070,1
Total	4 351,5	4 783,8	5 491,1	5 606,1	5 942,3	6 121,7	6 130,8	6 273,5

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 ».

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

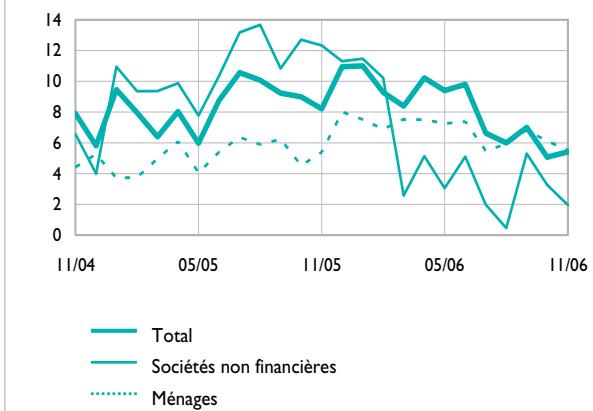
Figure 14 Dépôts – France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	361,7	384,9	425,6	394,1	406,3	415,4	413,9	411,6
Ménages et assimilés	202,4	212,9	230,1	217,2	232,4	234,3	234,0	229,1
Sociétés non financières	120,0	124,2	139,9	132,4	129,9	136,7	133,3	133,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	39,2	47,8	55,6	44,4	44,0	44,4	46,6	48,6
Autres agents	19,2	17,5	22,6	20,6	27,0	26,1	26,4	25,6
Total – Encours	380,9	402,4	448,1	414,7	433,3	441,5	440,2	437,2
Total – Taux de croissance	6,6	5,8	10,9	8,2	6,0	7,0	5,1	5,4
Comptes sur livret								
Livrets A	112,2	113,5	112,1	110,0	112,7	112,8	112,7	112,4
Livrets bleus	15,5	16,3	16,9	16,5	17,7	17,8	17,8	17,8
Comptes épargne logement	36,0	38,5	39,1	38,5	38,7	38,5	38,3	38,0
Codevi	43,2	45,7	47,0	46,0	49,6	49,6	49,9	49,8
Livrets d'épargne populaire	53,8	56,7	56,8	55,8	56,7	56,9	57,2	57,1
Livrets jeunes	5,7	6,1	6,4	6,3	6,5	6,6	6,6	6,7
Livrets soumis à l'impôt	85,3	100,7	114,2	112,0	126,0	125,8	126,8	126,7
Total – Encours	351,8	377,5	392,6	385,2	408,1	407,9	409,3	408,5
Total – Taux de croissance	10,0	7,3	4,0	4,4	4,6	5,0	5,5	6,1

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

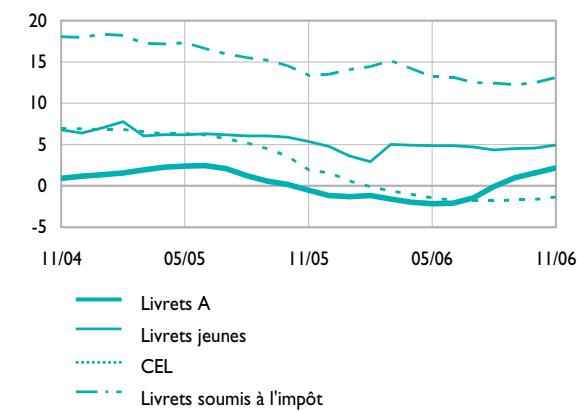
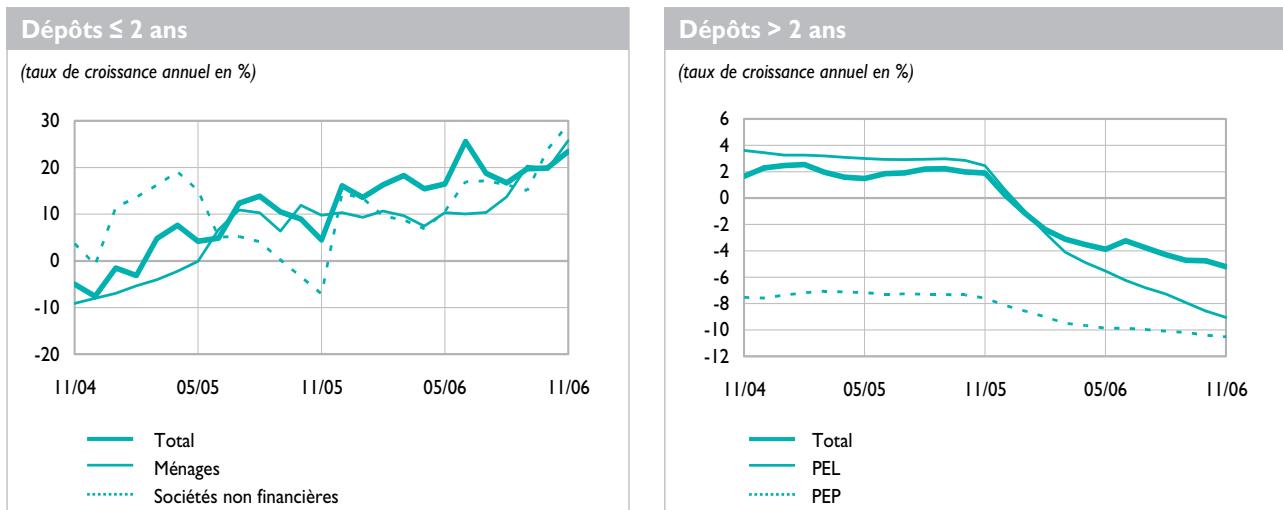


Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2003	2004	2005	2005	2006			
	déc.	déc.	déc.	nov.	août	sept.	oct.	nov.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	44,1	41,7	47,6	46,1	53,9	54,4	57,9	58,3
Ménages et assimilés	20,4	18,6	20,8	21,2	24,5	25,1	25,8	26,3
Sociétés non financières	23,3	22,8	26,5	24,6	28,9	28,9	31,7	31,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Autres agents	5,5	3,8	5,8	6,3	7,7	7,6	6,4	5,9
Total – Encours	49,6	45,5	53,4	52,5	61,6	61,9	64,3	64,2
Total – Taux de croissance	-16,9	-7,6	16,1	4,5	16,7	19,7	19,9	23,4
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	289,0	295,8	294,9	290,7	274,5	273,3	272,2	270,8
Ménages et assimilés	279,1	282,6	281,4	277,4	261,0	259,5	258,1	256,6
PEL	216,7	224,2	225,6	222,2	207,1	205,7	203,9	202,1
PEP	46,0	42,5	39,0	38,6	35,6	35,3	34,9	34,6
Autres	16,4	15,9	16,8	16,6	18,3	18,6	19,3	20,0
Sociétés non financières	9,9	13,1	13,5	13,2	13,5	13,8	14,0	14,1
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	12,2	21,1	20,7	20,7	20,6
Total – Encours	299,4	306,4	307,1	302,9	295,7	294,0	292,9	291,4
Total – Taux de croissance	4,9	2,3	0,2	1,9	-4,3	-4,7	-4,8	-5,2



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 janvier 2007

STATISTIQUES

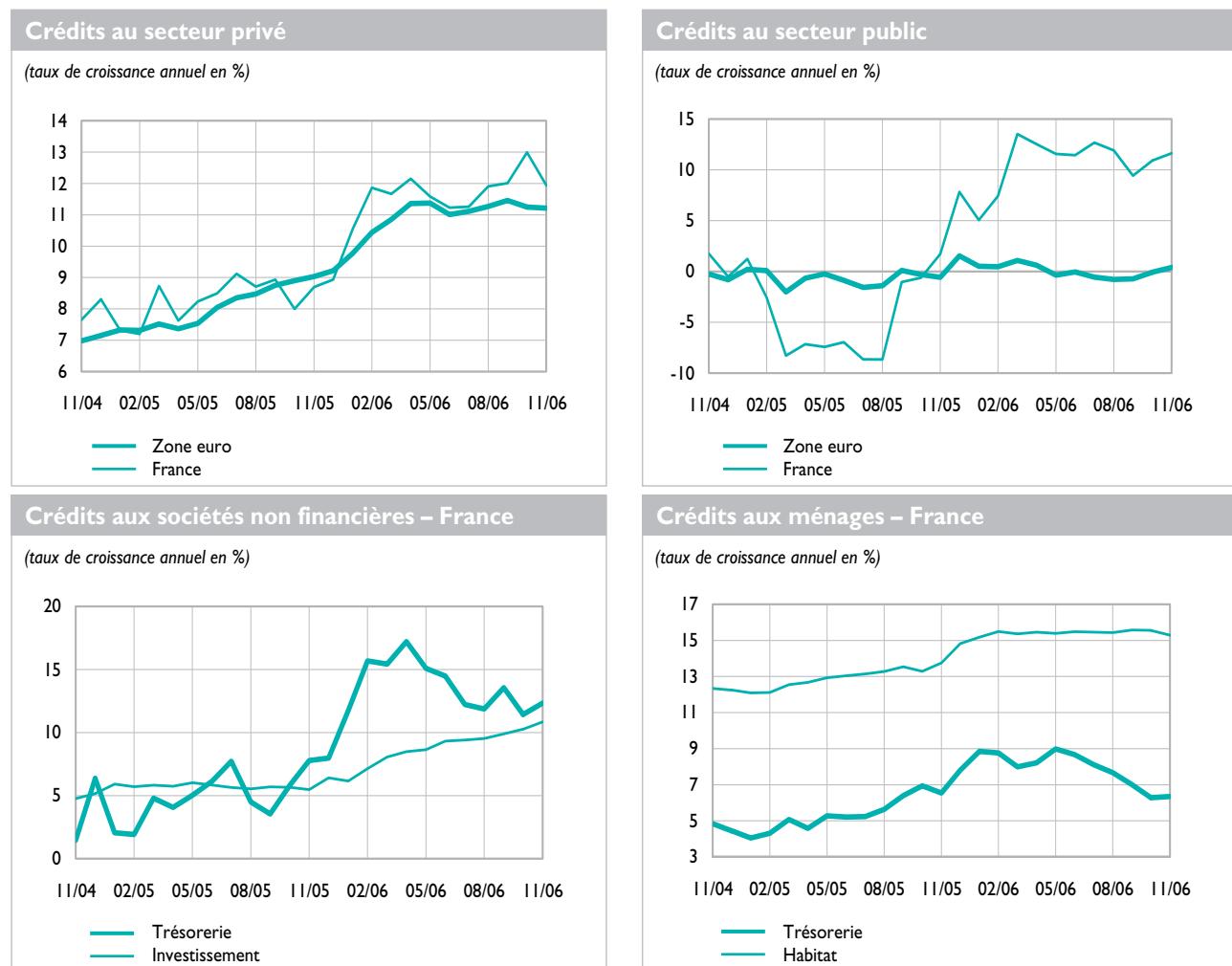
Monnaie, placements et financements

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.	nov.	juil.	août	sept.	oct.	nov.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 176,2	1 264,0	1 376,6	1 361,2	1 480,7	1 479,8	1 494,8	1 512,2	1 516,2
Administrations publiques	142,2	139,7	150,9	134,9	147,6	150,1	153,9	150,9	150,6
Total – Encours	1 318,4	1 403,7	1 527,5	1 496,1	1 628,3	1 629,9	1 648,6	1 663,1	1 666,8
Secteur privé	5,2	8,3	8,9	8,7	11,3	11,9	12,0	13,0	11,9
Administrations publiques	12,5	-0,5	7,8	1,7	12,7	11,9	9,4	10,9	11,6
Total – Taux de croissance	6,0	7,4	8,8	8,0	11,4	11,9	11,8	12,8	11,9
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	207,1	216,3	229,9	224,7	243,4	244,0	245,5	247,1	249,0
Trésorerie	136,6	144,4	156,7	153,0	170,3	164,3	166,5	169,8	171,0
Autres objets	171,2	180,9	193,0	190,3	200,4	199,5	202,4	206,7	203,9
Total – Encours	514,8	541,5	579,6	568,0	614,1	607,9	614,4	623,6	623,8
Total – Taux de croissance	-1,1	6,0	7,2	6,9	10,0	10,0	10,7	10,8	10,3
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	385,5	438,1	503,6	493,4	548,8	554,0	560,4	563,5	568,2
Trésorerie	113,7	118,7	128,0	125,1	132,2	131,1	131,8	132,3	133,0
Autres objets	81,3	82,8	81,4	82,4	81,5	81,0	80,7	80,6	80,5
Total – Encours	580,5	639,5	712,9	700,8	762,5	766,1	772,9	776,4	781,8
Total – Taux de croissance	7,8	9,6	11,7	10,8	12,1	12,0	12,2	11,9	11,9

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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 18

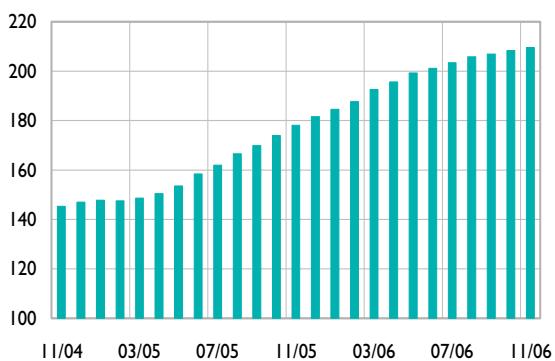
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

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

	2005			2006		
	sept.	oct.	nov.	sept.	oct.	nov.
Ensemble des contrats nouveaux	433,6	445,7	460,1	524,7	524,0	521,3
Crédits aux ménages	169,8	173,9	178,1	206,9	208,3	209,6
Consommation (hors découvert)	49,1	49,1	49,2	51,9	52,5	53,0
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	40,6	41,6	42,1	38,8	37,9	37,3
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	80,2	83,3	86,7	116,2	117,9	119,3
Crédits aux sociétés non financières	263,8	271,7	282,0	317,8	315,7	311,8
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	203,9	209,5	217,5	229,9	224,7	218,9
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	59,8	62,3	64,5	87,9	91,0	92,8

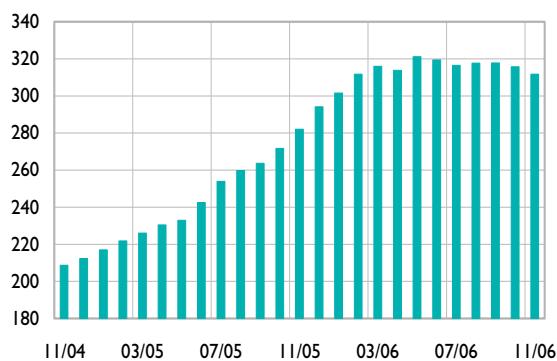
Ménages

(en milliards d'euros)



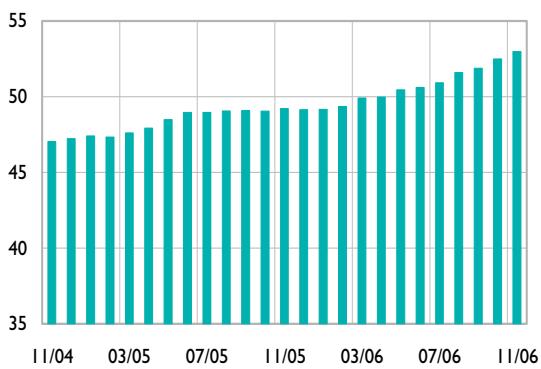
Sociétés

(en milliards d'euros)



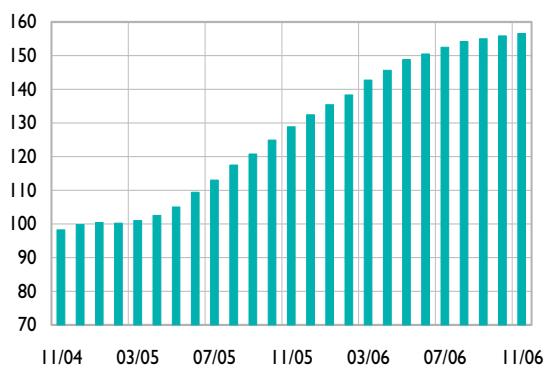
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 janvier 2007

Figure 19

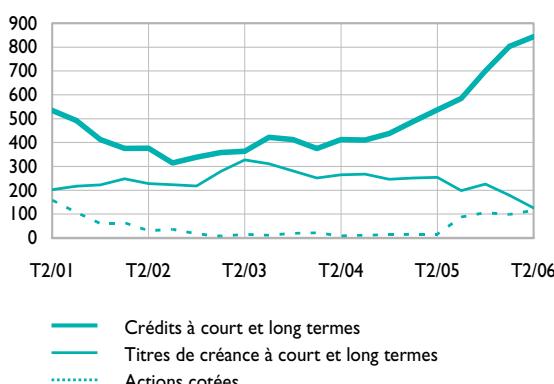
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006		2006	2006	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	15,1	88,1	105,9	98,7	115,5	18,2	3 940,1
Actions cotées	13,3	13,4	12,7	13,3	13,0	3,1	320,2
Placements							
Dépôts et titres à court terme	59,0	55,7	53,3	50,1	47,1	19,2	478,9
Monnaie fiduciaire	188,1	176,2	230,2	182,3	174,6	103,2	2 619,4
Dépôts à vue	76,8	70,0	45,3	47,1	32,0	-4,1	1 501,6
Dépôts remboursables avec préavis	27,9	41,2	26,2	70,2	108,0	27,7	1 653,9
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-12,3	-22,0	10,8	5,4	-3,4	15,2	207,4
Dépôts des administrations centrales	23,4	18,8	24,0	35,4	23,3	-4,7	360,6
Dépôts auprès des non IFM	17,1	12,2	-8,1	31,7	28,1	6,0	258,2
Titres de créance à court terme	-14,3	-8,1	-0,3	-1,6	-3,3	-2,7	379,5
Titres d'OPCVM monétaires	-2,5	-5,2	-8,2	2,1	7,1	3,3	84,2
Placements à moyen et long termes	120,6	113,3	114,6	129,0	132,0	36,1	1 602,9
Dépôts à terme à plus de 2 ans	51,3	37,9	58,0	66,6	81,3	34,7	1 831,6
Titres de créance à moyen et long termes	-19,1	-35,5	22,6	-27,7	-2,6	45,3	2 847,8
Actions cotées	284,0	297,4	306,9	324,4	319,6	69,0	4 653,7
Assurance-vie et fonds de pension	60,5	79,5	81,9	64,3	45,4	-1,5	1 765,0
Titres d'OPCVM non monétaires							

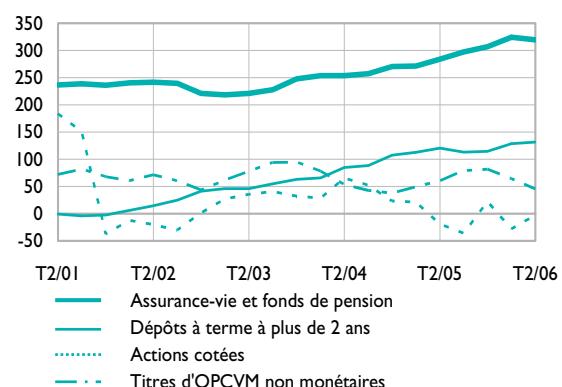
Financements

(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 18 janvier 2007

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

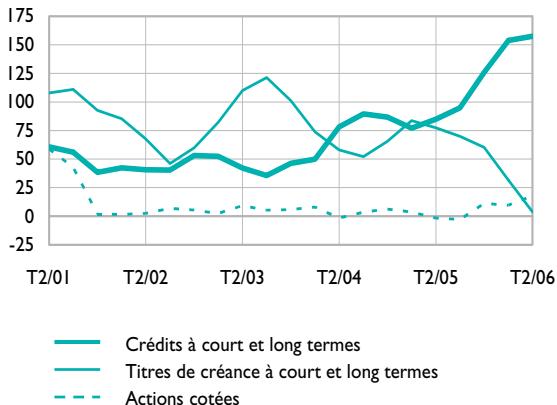
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(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	

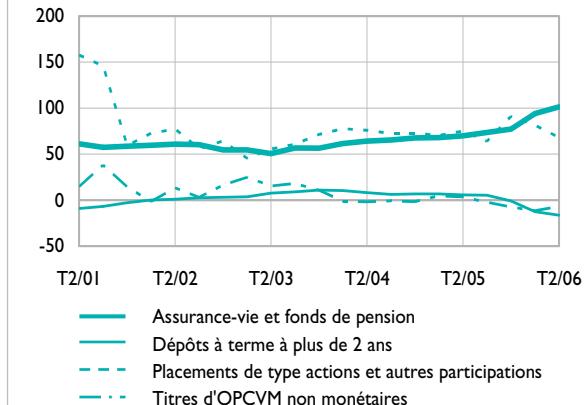
Financements

(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 18 janvier 2007

Figure 21

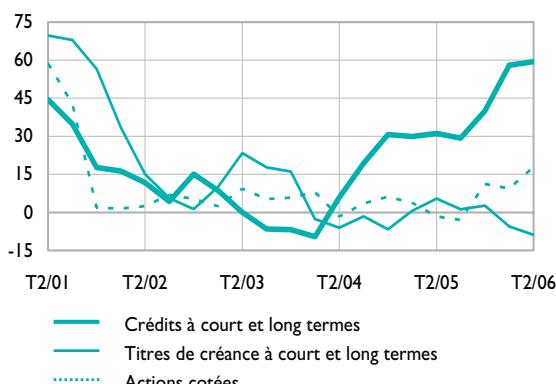
Financements et placements des sociétés non financières – France

(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

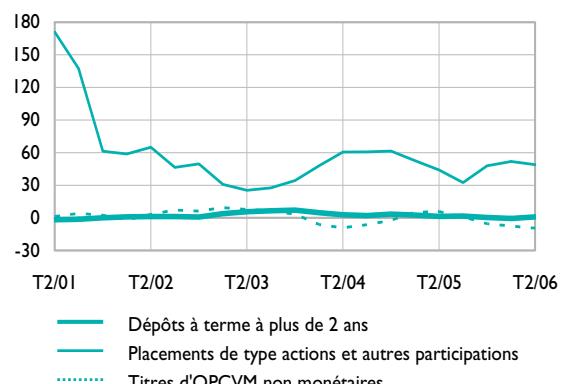
Financements

(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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

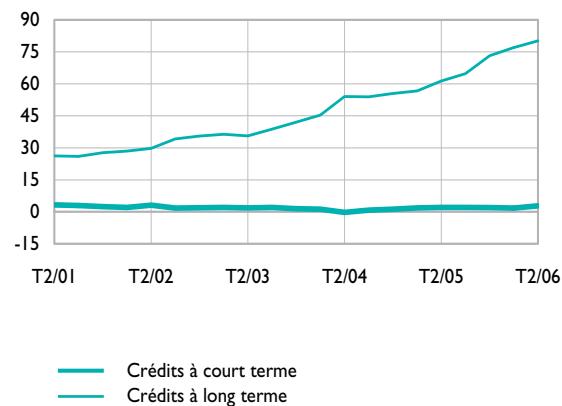
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(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	

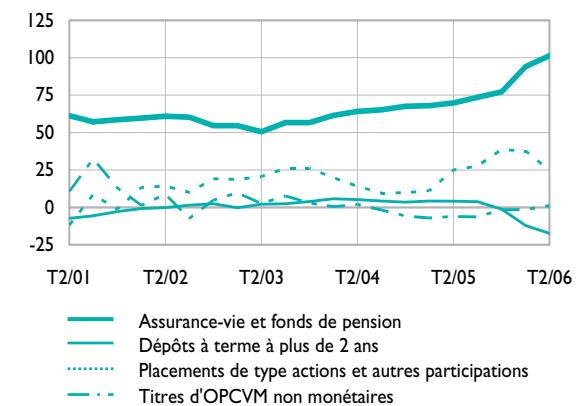
Financements

(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

Figure 23

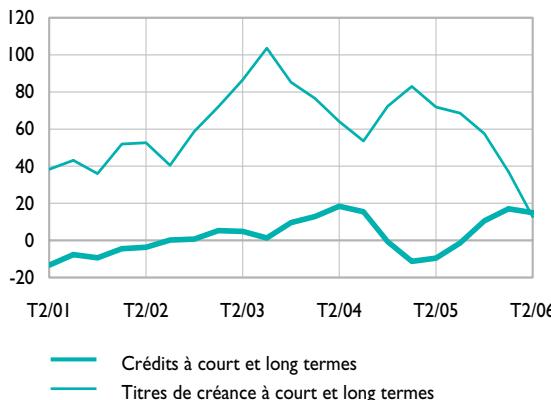
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006		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

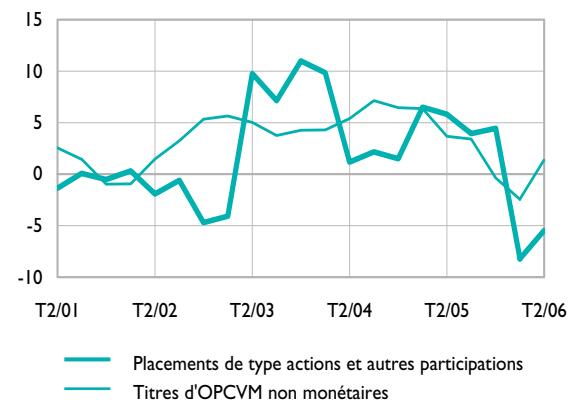
Financements

(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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 24

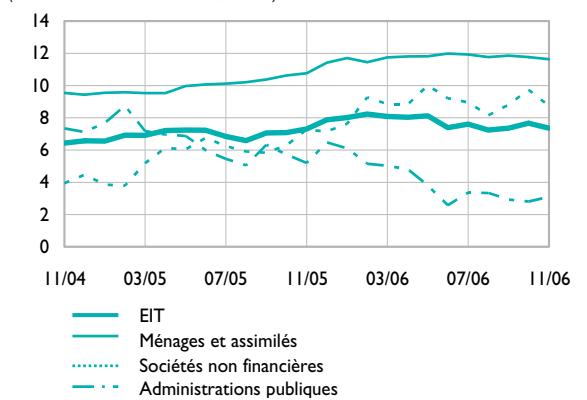
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours	
	2003	2004	2005	2006				
	déc.	déc.	déc.	sept.	oct.	nov.		
Endettement Intérieur Total	6,2	6,6	7,9	7,4	7,7	7,4	3 240,7	
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,9	11,8	11,6	803,5	
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	7,9	7,3	7,1	41,0	
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	12,0	11,9	762,5	
Sociétés non financières	1,8	4,5	7,2	8,8	9,7	8,7	1 295,1	
≤ 1 an	-1,4	8,0	11,4	11,2	12,3	9,0	481,4	
> 1 an	3,5	2,7	4,8	7,5	8,3	8,6	813,7	
Administrations publiques	10,7	7,1	6,5	2,9	2,8	3,1	1 142,0	
≤ 1 an	26,6	1,2	-3,4	-10,4	-9,3	-6,6	129,8	
> 1 an	8,3	8,2	8,1	4,9	4,6	4,5	1 012,2	
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	3,7	6,8	9,1	10,9	11,0	10,8	1 609,4	
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,9	11,8	11,6	803,5	
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	7,9	7,3	7,1	41,0	
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	12,0	11,9	762,5	
Sociétés non financières	-1,2	5,7	6,9	10,1	10,2	9,7	654,1	
≤ 1 an	-3,0	4,5	5,0	11,0	10,7	8,6	156,4	
> 1 an	-0,6	6,1	7,5	9,8	10,0	10,0	497,7	
Administrations publiques (c)	7,3	-0,5	7,4	9,3	10,8	11,5	151,7	
≤ 1 an	50,3	-9,6	10,0	22,8	31,4	40,1	34,0	
> 1 an	0,3	1,4	6,9	5,9	6,0	5,3	117,7	
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	4,3	9,0	14,1	15,9	18,8	14,6	355,9	
Financements de marché	9,8	5,8	5,1	1,2	1,2	1,6	1 275,4	
Sociétés non financières (e)	5,6	-2,3	0,9	-1,0	-0,1	0,7	294,6	
≤ 1 an	-29,4	-0,3	17,6	-6,8	-3,3	-6,9	34,6	
> 1 an	10,2	-2,4	-0,5	-0,2	0,4	1,8	260,0	
Administrations publiques	11,4	8,7	6,3	1,9	1,5	1,9	980,8	
≤ 1 an	24,2	4,7	-6,7	-20,6	-20,9	-18,4	86,4	
> 1 an	9,7	9,3	8,2	4,8	4,4	4,4	894,4	

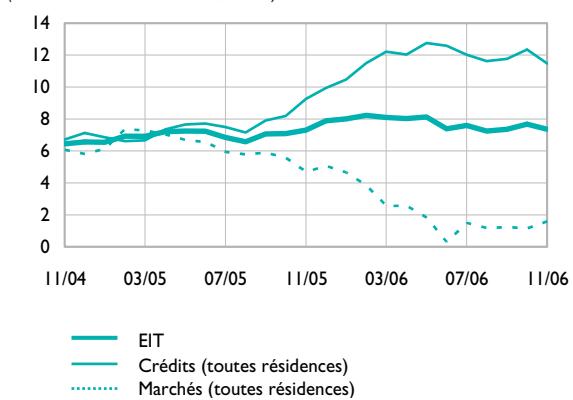
EIT – Répartition par agents

(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.

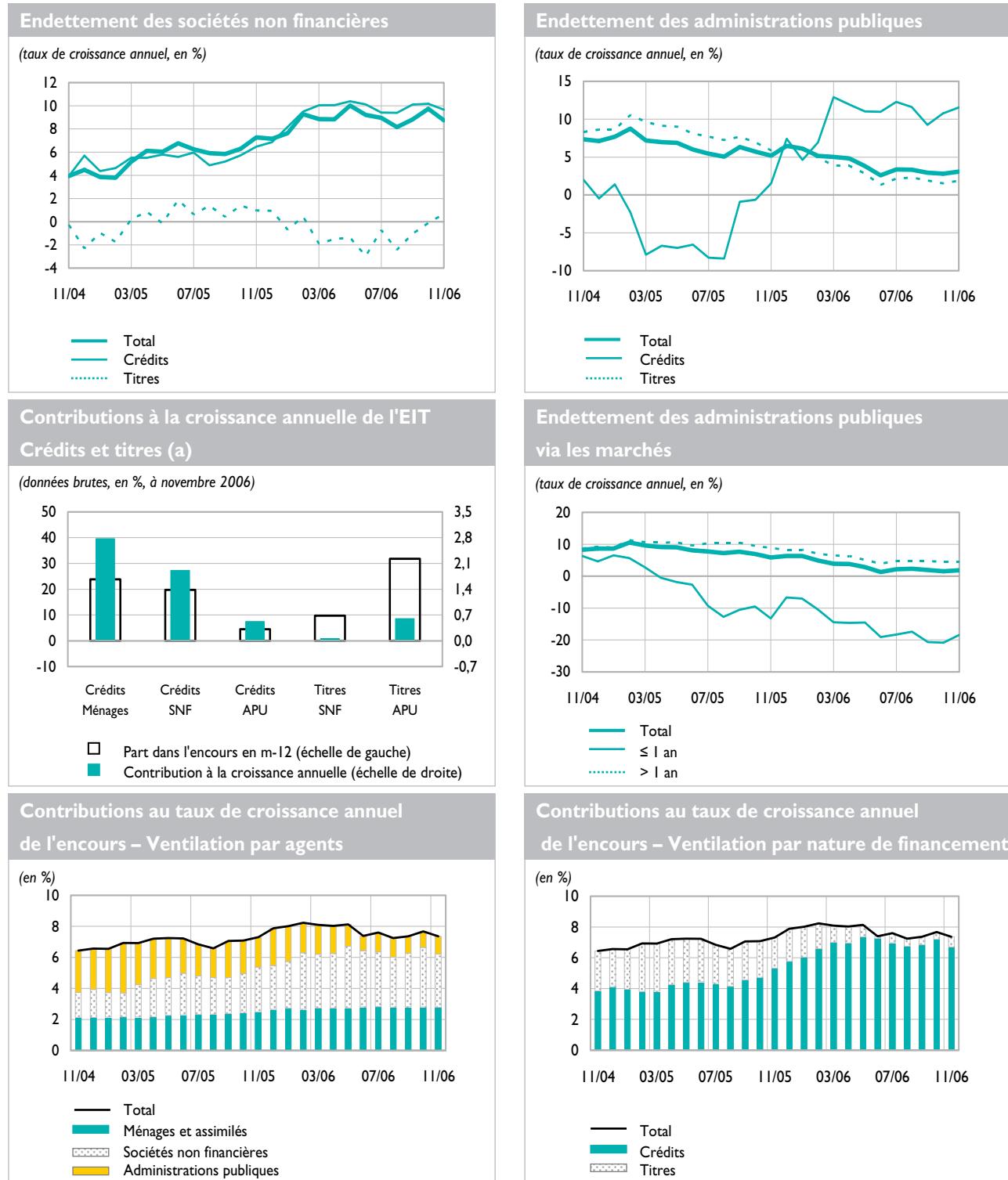
(d) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

(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 18 janvier 2007

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2007

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

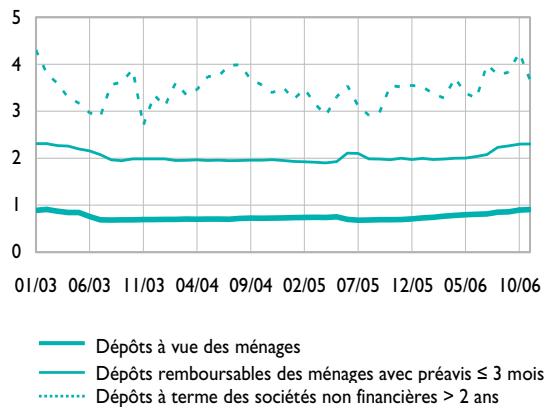
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2004	2005	2005	2006				
	déc.	déc.	nov.	juil.	août	sept.	oct.	nov.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,73	0,71	0,70	0,81	0,85	0,86	0,90	0,91
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,95	1,97	2,00	2,08	2,23	2,26	2,30	2,30
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,50	3,55	3,52	3,99	3,78	3,82	4,24	3,66
France								
Livret A (fin de période)	2,25	2,00	2,00	2,25	2,75	2,75	2,75	2,75
Livrets à taux réglementés	2,35	2,10	2,10	2,35	2,82	2,82	2,82	2,82
Livrets à taux de marché	2,33	2,18	2,12	2,33	2,44	2,51	2,64	2,67
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,40	2,65	2,49	2,90	3,08	3,13	3,22	3,26
Dépôts à terme > 2 ans	3,69	3,68	3,59	3,49	3,54	3,46	3,57	3,53

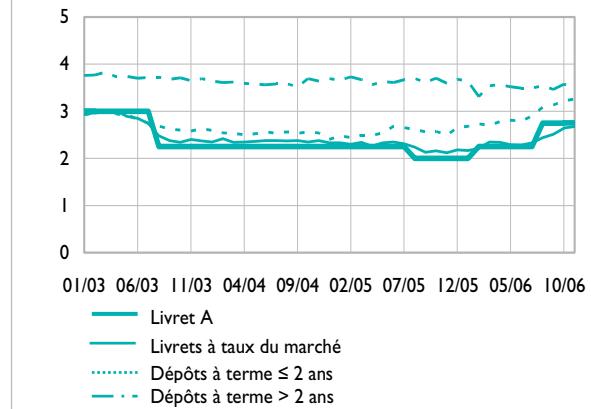
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



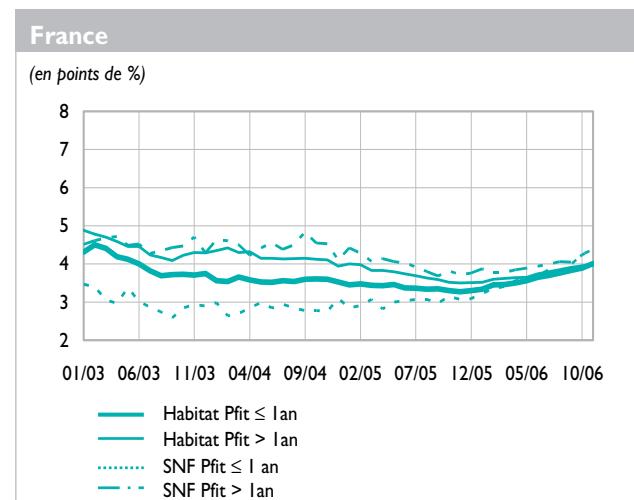
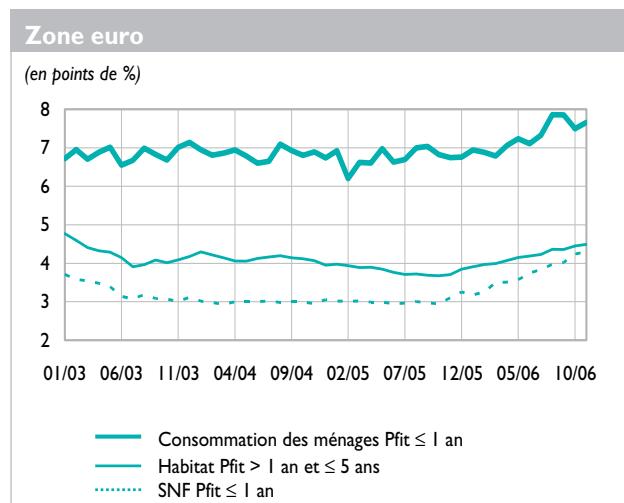
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 janvier 2007

Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2006											
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,76	6,94	6,88	6,79	7,06	7,24	7,11	7,33	7,86	7,86	7,50	7,66
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,85	3,91	3,97	3,99	4,07	4,15	4,19	4,23	4,36	4,36	4,45	4,49
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,25	3,18	3,26	3,50	3,51	3,57	3,74	3,84	3,97	4,02	4,24	4,31
France												
Consommation des ménages	6,11	6,21	6,09	5,94	5,94	6,12	5,98	6,07	6,21	6,18	6,06	6,26
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,30	3,34	3,45	3,46	3,50	3,56	3,65	3,70	3,76	3,83	3,89	4,01
Pfit > 1 an (a)	3,51	3,52	3,60	3,62	3,64	3,65	3,74	3,80	3,85	3,91	3,95	3,97
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,09	3,23	3,35	3,41	3,56	3,64	3,68	3,85	3,82	3,98	4,25	4,37
Pfit > 1 an (a)	3,76	3,87	3,78	3,78	3,85	3,89	3,94	3,99	4,06	4,05	4,24	4,37



(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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2005	2006			
	T4	T1	T2	T3	T4
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	13,03	13,36	13,65	14,11	14,30
Prêts personnels > 1 524 €	5,92	6,30	6,36	6,40	6,33
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,29	4,35	4,49	4,62	4,79
Prêts à taux variable	4,02	4,11	4,18	4,30	4,59
Seuils applicables à partir du 1^{er} jour de la période indiquée					
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	17,37	17,81	18,20	18,81	19,07
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	7,89	8,40	8,48	8,53	8,44
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	5,72	5,80	5,99	6,16	6,39
Prêts à taux variable	5,36	5,48	5,57	5,73	6,12
	2005	2006			
	T4	T1	T2	T3	T4
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,47	4,87	4,84	4,76	5,07
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,03	5,47	5,26	5,52	5,49
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,00	5,47	5,30	5,35	5,35
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,36	4,69	4,72	4,79	4,94
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,43	3,66	3,91	4,11	4,46
> 1 524 490 €	2,98	3,05	3,12	3,20	3,82
Découvert					
≤ 15 245 €	8,62	9,01	9,99	10,32	10,12
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	6,73	8,35	8,01	8,15	7,81
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,69	7,03	7,01	6,69	6,25
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,39	4,85	5,10	5,25	5,49
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,20	3,87	4,68	4,54	4,71
> 1 524 490 €	2,81	3,13	3,54	4,02	4,36
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,17	4,28	4,26	4,50	4,86
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,64	4,73	4,44	4,65	4,94
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,32	4,66	4,54	4,73	5,08
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,67	4,10	4,10	4,42	4,80
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,02	3,42	3,67	3,93	4,48
> 1 524 490 €	2,81	3,03	3,24	3,59	4,03
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,68	3,83	4,14	4,28	4,43
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,60	3,75	4,02	4,18	4,32
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,52	3,61	3,86	4,07	4,20
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,47	3,58	3,70	3,95	4,14
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,40	3,49	3,66	3,87	4,15
> 1 524 490 €	3,00	3,30	3,67	3,94	4,33

Source : Banque de France

Réalisé le 19 janvier 2007

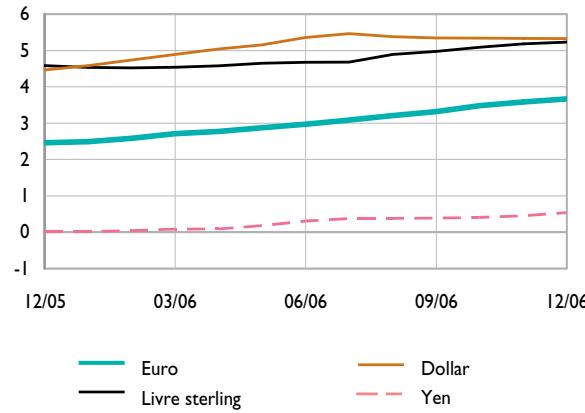
Figure 29
Taux d'intérêt

(en %)

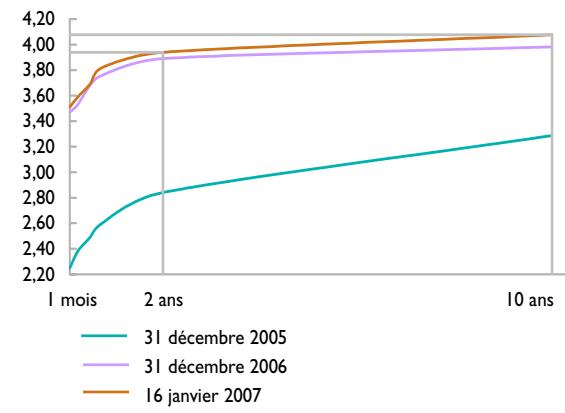
	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/01/07	
	2006											
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.		
Taux d'intérêt interbancaires à court terme												
Euro												
Au jour le jour	2,51	2,61	2,57	2,69	2,81	2,97	3,03	3,27	3,33	3,49	3,50	
À 3 mois	2,71	2,77	2,87	2,97	3,09	3,21	3,31	3,48	3,58	3,67		
À 1 an	3,09	3,21	3,29	3,38	3,53	3,60	3,70	3,78	3,85	3,91		
Livre sterling												
Au jour le jour	4,47	4,49	4,51	4,58	4,55	4,81	4,79	4,83	5,01	5,09	5,25	
À 3 mois	4,54	4,58	4,65	4,68	4,68	4,89	4,98	5,09	5,18	5,23		
À 1 an	4,67	4,74	4,92	4,94	4,96	5,18	5,25	5,34	5,38	5,44		
Dollar												
Au jour le jour	4,58	4,78	4,98	5,04	5,27	5,26	5,25	5,26	5,25	5,26	5,25	
À 3 mois	4,89	5,04	5,15	5,36	5,47	5,38	5,35	5,34	5,33	5,33		
À 1 an	5,16	5,29	5,36	5,57	5,63	5,46	5,34	5,33	5,28	5,21		
Yen												
Au jour le jour	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,29	0,31	0,31	0,31	0,35	0,40	
À 3 mois	0,09	0,09	0,18	0,31	0,38	0,38	0,39	0,41	0,45	0,54		
À 1 an	0,31	0,39	0,51	0,57	0,65	0,62	0,57	0,63	0,68	0,72		
Taux des emprunts phares à 10 ans												
France	3,69	3,95	4,00	4,01	4,03	3,90	3,77	3,81	3,74	3,81		
Allemagne	3,66	3,92	3,98	3,99	4,01	3,89	3,76	3,79	3,73	3,79		
Zone euro	3,73	4,01	4,06	4,07	4,10	3,97	3,84	3,88	3,80	3,90		
Royaume-Uni	4,31	4,51	4,64	4,64	4,64	4,63	4,55	4,61	4,55	4,64		
États-Unis	4,78	5,04	5,17	5,17	5,16	4,94	4,78	4,78	4,65	4,61		
Japon	1,70	1,91	1,91	1,87	1,91	1,81	1,68	1,76	1,70	1,65		

Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)

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

(en %)



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

Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 18 janvier 2007

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Figure 30

Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/11/2006 au 12/12/2006)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	433,3	0,1	433,2
Opération principale de refinancement	313,1		313,1
Opération de refinancement à plus long terme	120,0		120,0
Facilités permanentes	0,1	0,1	0,0
Autres opérations	0,1	0,0	0,1
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	393,4	653,5	-260,1
Billets en circulation		598,6	-598,6
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		54,9	-54,9
Réserves nettes de change (y compris l'or)	327,0		327,0
Autres facteurs (net)	66,4		66,4
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			173,1
<i>dont réserves obligatoires</i>			<i>172,5</i>

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/11/2006 au 12/12/2006)

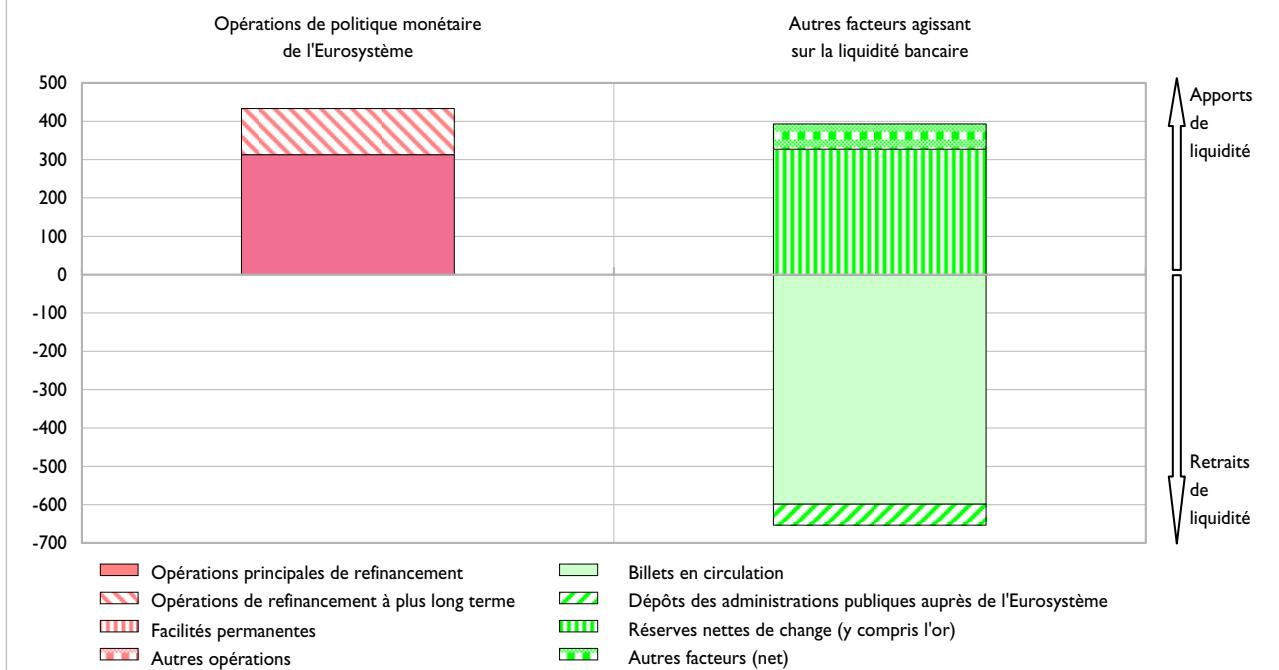


Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

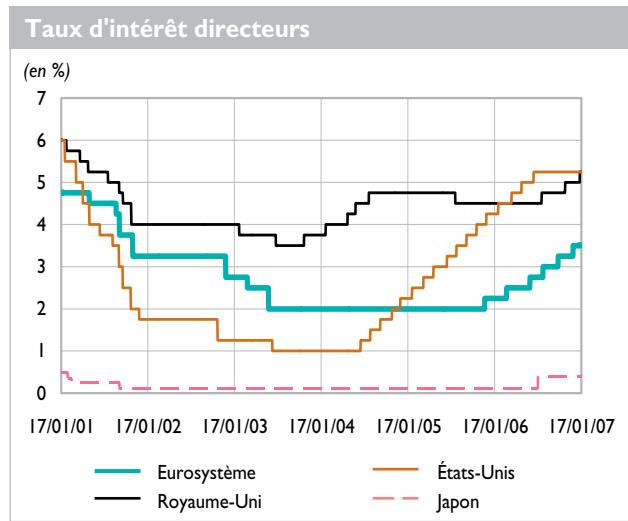
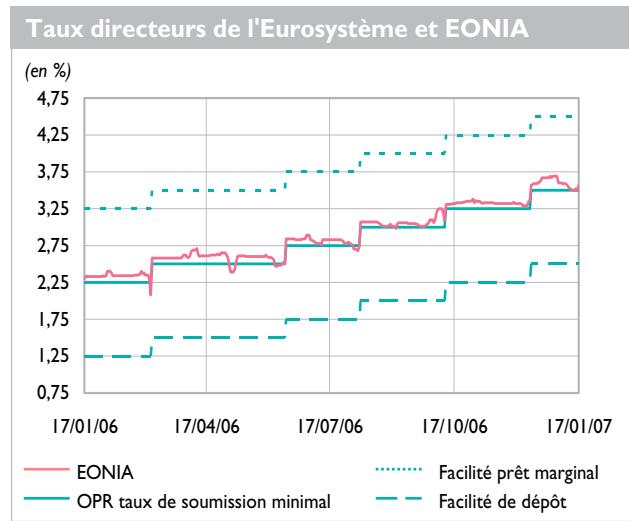
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
03/08/2006	09/08/2006	3,00	03/08/2006	09/08/2006	2,00	4,00
05/10/2006	11/10/2006	3,25	05/10/2006	11/10/2006	2,25	4,25
07/12/2006	13/12/2006	3,50	07/12/2006	13/12/2006	2,50	4,50

(en %)

Opérations principales de refinancement			Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré		Taux marginal
2006	13 décembre	3,55	3,56	2006	27 juillet
	20 décembre	3,58	3,58		31 août
	28 décembre	3,58	3,68		28 septembre
2007	4 janvier	3,57	3,58		26 octobre
	10 janvier	3,55	3,56		30 novembre
	17 janvier	3,55	3,56		21 décembre

(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
Période de réserve prenant fin le	zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France		
2006	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	32,17	167,01	32,28	0,78	0,11	3,30
	12 décembre	172,48	32,92	173,16	33,03	0,68	0,11	3,30



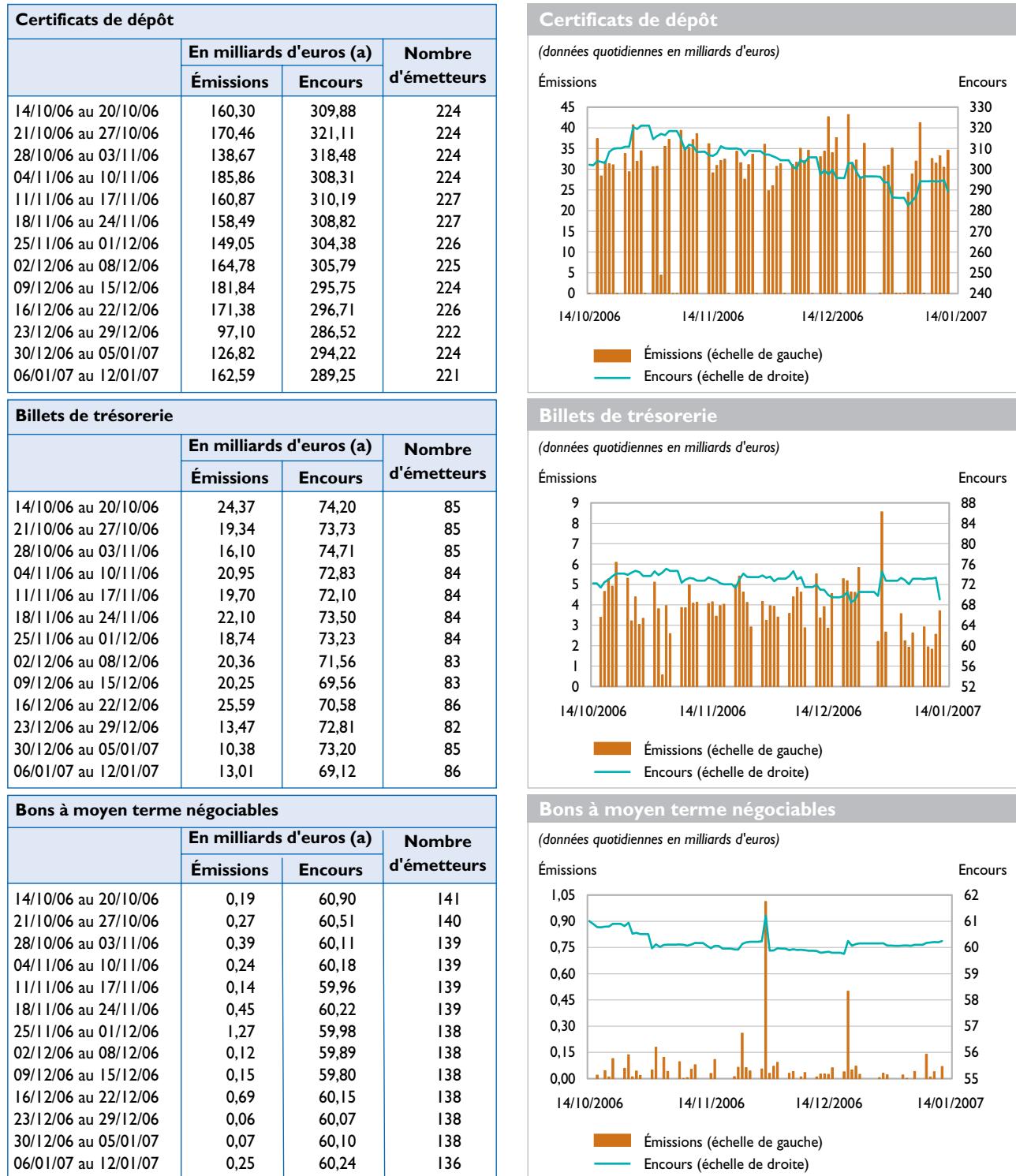
Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 18 janvier 2007

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Figure 32
Titres de créance négociables – France



(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 18 janvier 2007

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)



STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2006			2006
	mars	juin	sept.	nov.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	404,21	410,10	431,88	447,21
OPCVM obligations	191,66	194,07	194,28	
OPCVM actions	287,96	289,26	307,59	
OPCVM diversifiés	278,96	276,29	286,93	
OPCVM de fonds alternatifs	19,63	22,81	24,32	
OPCVM garantis	0,09	0,07	0,05	
Fonds à formule	62,92	61,75	65,23	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

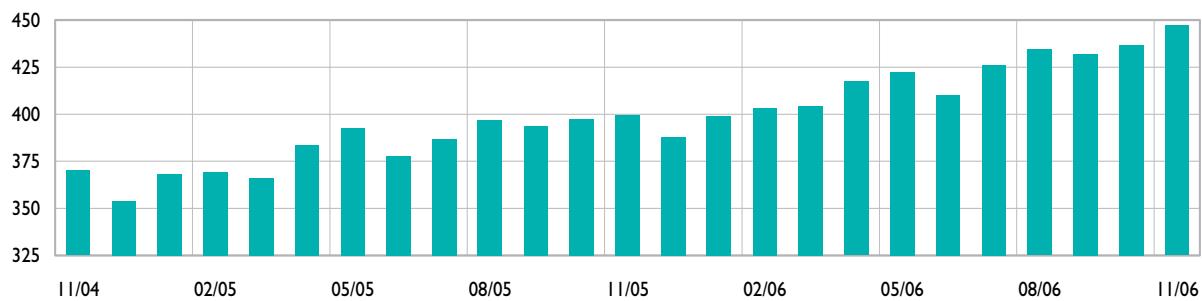


Figure 35

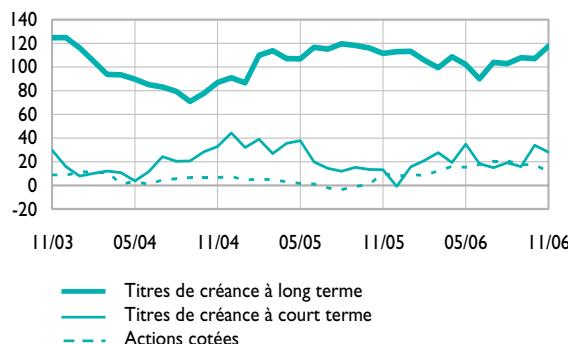
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2004	2005	2006	Cumul 12 mois	2006	2005	2006
	déc.	déc.	nov.		nov.	déc.	nov.
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	1 870,4	1 993,8	2 136,7	145,7	20,6	6,0	7,3
Titres de créance à long terme	1 505,9	1 627,6	1 724,8	117,7	26,2	7,5	7,3
Administrations publiques	791,7	858,6	894,4	37,6	11,6	8,2	4,4
Institutions financières monétaires (IFM)	422,0	477,7	538,9	75,6	14,2	11,4	16,2
Sociétés hors IFM	292,3	291,2	291,5	4,5	0,5	-0,3	1,6
Titres de créance à court terme	364,4	366,2	411,9	28,1	-5,6	-0,2	7,3
Administrations publiques	115,0	108,5	86,4	-20,5	0,0	-6,7	-19,2
Institutions financières monétaires (IFM)	213,6	218,0	280,5	48,3	-5,2	1,5	20,9
Sociétés hors IFM	35,8	39,7	45,0	0,3	-0,4	10,1	1,0
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	1 027,1	1 375,0	1 619,2	11,4	0,3	0,6	0,7

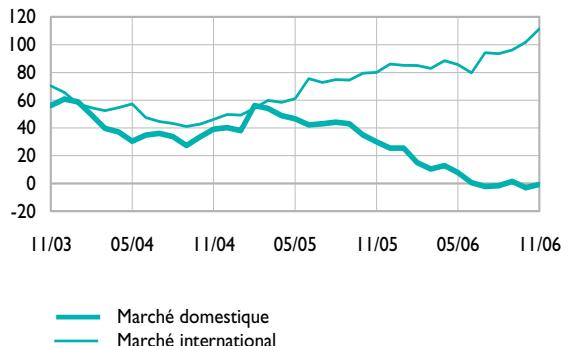
Émissions nettes de titres par les résidents français

(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

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

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.	nov.	12 mois	nov.	12 mois	nov.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	884,6	896,9	885,0	-13,0	1,6	80,6	7,1
Administrations publiques	596,1	638,7	647,3	8,4	5,1	62,9	5,1
Institutions financières monétaires (IFM)	156,7	144,7	140,5	-3,9	1,1	13,9	1,7
Sociétés hors IFM	131,8	113,5	97,2	-17,5	-4,6	3,8	0,3
Actions françaises cotées							
Total	1 027,1	1 375,0	1 619,2	11,4	0,3	25,0	0,8
Institutions financières monétaires (IFM)	130,1	160,8	223,5	6,1	0,0	9,3	0,0
Sociétés hors IFM	896,9	1 214,1	1 395,7	5,3	0,3	15,8	0,8
Émissions nettes d'obligations				Émissions nettes d'obligations			
Place financière de Paris				Autres places internationales			
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)				(cumul 12 mois, en milliards d'euros)			
11/03 05/04 11/04 05/05 11/05 05/06 11/06				11/03 05/04 11/04 05/05 11/05 05/06 11/06			
— Total — Administrations publiques - - IFM - - Sociétés hors IFM				— Total — Administrations publiques - - IFM - - Sociétés hors IFM			

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

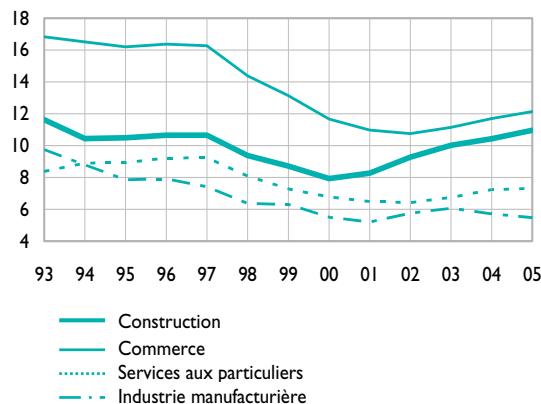
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2005	2006										
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	138	135	138	146	140	139	136	117	133	114	112	132
Industrie	458	385	416	401	399	426	430	445	472	435	450	430
Agricole et alimentaire	126	87	88	92	77	100	105	111	103	99	106	100
Biens de consommation	129	114	115	126	125	123	138	136	147	141	132	133
Automobile	6	7	3	3	4	7	10	5	1	5	5	13
Biens d'équipement	68	86	103	79	75	83	74	80	88	78	88	79
Biens intermédiaires	129	91	107	101	118	113	103	113	133	112	119	105
Construction	862	798	828	897	835	846	894	905	902	901	928	972
Commerce	964	942	914	940	886	945	1007	979	1023	1002	971	1018
Transports	153	141	140	150	127	135	133	137	141	137	132	131
Activités immobilières	124	101	97	115	97	126	109	111	134	119	111	100
Services aux entreprises	480	518	514	514	477	524	497	475	512	528	533	548
Services aux particuliers	582	573	499	584	579	606	587	616	637	616	604	632

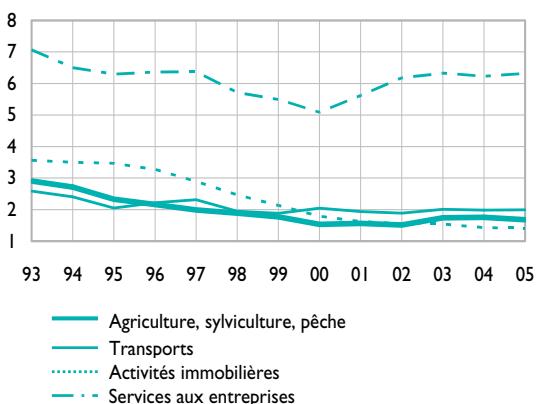
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



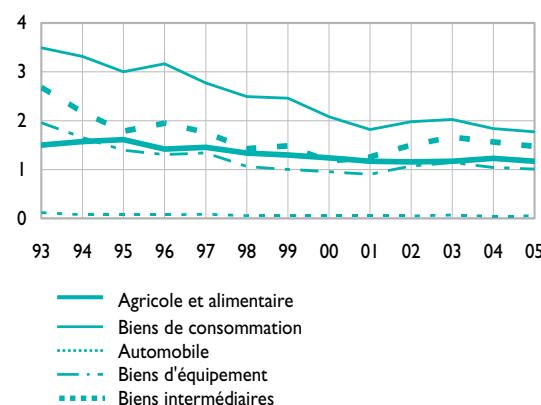
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

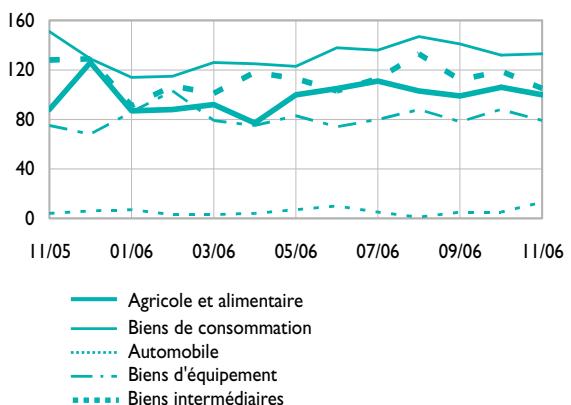


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.

Source : Banque de France

Réalisé le 18 janvier 2007

Figure 38

Systèmes de paiement de masse – France

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

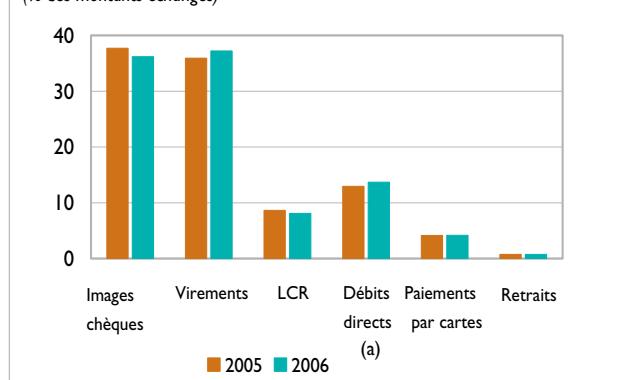
	2003	2004	2005	2006	2006			2006
					oct.	nov.	déc.	
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	7 657	6 435	8 397	33,7
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	7 550	7 087	9 581	38,5
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 491	1 408	1 845	7,4
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 781	1 644	1 991	8,0
TIP	165	164	159	155	324	213	185	0,7
Télérèglements	457	527	670	842	794	723	1 626	6,5
Paiements par cartes	664	705	772	819	812	776	1 115	4,5
Retraits	137	133	136	139	139	127	156	0,6
Total	18 319	17 634	18 793	19 727	20 550	18 414	24 896	100,0

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

	2003	2004	2005	2006	2006			2006
					oct.	nov.	déc.	
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	12 639	11 959	14 720	25,6
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	7 352	6 850	8 879	15,4
LCR	419	408	401	390	357	361	452	0,8
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	7 980	6 994	7 930	13,8
TIP	557	554	511	491	738	580	547	1,0
Télérèglements	7	10	17	27	47	39	33	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	17 333	16 569	22 298	38,8
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 522	2 320	2 671	4,6
Total	44 307	44 845	46 910	47 771	48 969	45 673	57 531	100,0

Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

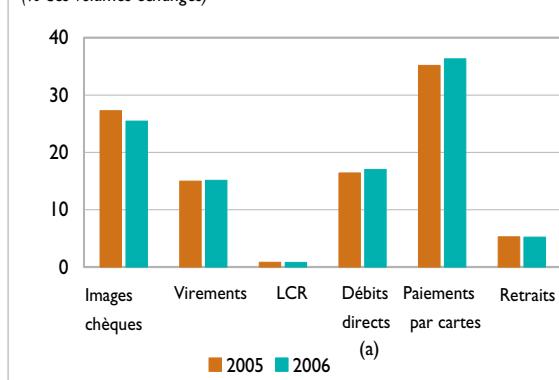
(% des montants échangés)



(a)

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.

Figure 39

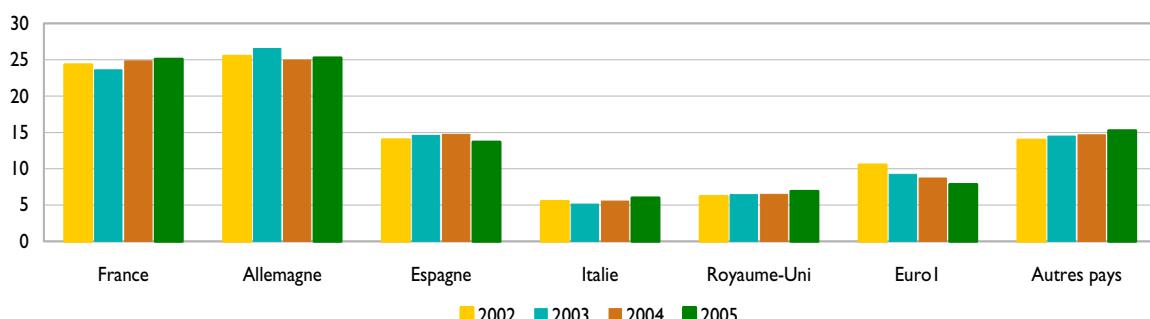
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					sept.	oct.	nov.	
France	435	448	486	544	572	619	597	25,0
Target transfrontière	69	75	81	95	101	113	108	4,5
Target domestique (TBF)	287	302	338	386	414	444	434	18,2
Système net (PNS)	78	70	67	62	56	62	54	2,3
Allemagne (a)	489	504	488	547	587	575	577	24,2
Target transfrontière	129	141	143	163	178	177	173	7,2
Target domestique (ELS puis RTGS+)	360	364	345	384	409	398	404	17,0
Espagne	250	277	288	296	279	319	340	14,3
Target transfrontière	18	20	23	23	27	29	29	1,2
Target domestique (SLBE)	231	255	265	273	252	290	310	13,0
Système net (SEPI) (b)	1	1	1	-	-	-	-	-
Italie	99	97	108	449	150	156	147	6,2
Target transfrontière	34	33	32	41	48	51	49	2,0
Target domestique (BI-REL)	64	64	76	89	102	105	98	4,1
Royaume-Uni	111	122	127	319	164	174	170	7,1
Target transfrontière	85	93	101	114	124	127	128	5,3
Target domestique (Chaps Euro)	26	29	26	35	40	46	43	1,8
Euro 1 (c)	188	175	170	170	197	194	193	8,1
Autres pays	249	275	287	330	359	367	361	15,1
Total Union européenne (à 15)	1 821	1 899	1 955	2 166	2 308	2 403	2 384	100,0
Target transfrontière	485	537	564	651	713	740	724	30,4
Target domestique	1 066	1 113	1 150	1 281	1 340	1 405	1 411	59,2
Systèmes nets	269	249	240	233	255	258	249	10,5

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.

Figure 40

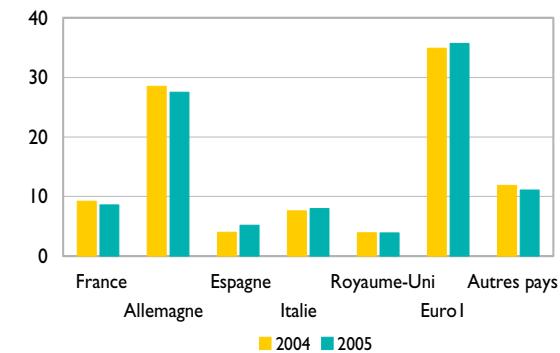
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2002	2003	2004	2005	2006			2006
					sept.	oct.	nov.	
France	44 651	43 906	42 510	44 115	43 621	44 798	41 685	7,6
Target transfrontière	6 471	6 804	7 382	8 506	9 639	9 801	9 356	1,7
Target domestique (TBF)	8 490	8 353	8 069	8 589	8 464	8 074	7 578	1,4
Système net (PNS)	29 690	28 749	27 058	27 020	25 519	26 924	24 751	4,5
Allemagne (a)	125 075	128 596	131 502	141 403	148 142	147 489	149 402	27,3
Target transfrontière	16 855	18 027	19 232	19 846	20 169	20 087	19 943	3,6
Target domestique (ELS puis RTGS+)	108 220	110 569	112 270	121 557	127 973	127 402	129 459	23,6
Espagne	19 067	20 094	18 467	26 719	35 912	39 221	38 615	7,0
Target transfrontière	1 729	2 333	2 761	3 411	3 992	4 149	4 497	0,8
Target domestique (SLBE)	10 373	10 776	11 625	23 308	31 920	35 072	34 118	6,2
Système net (SEPI) (b)	6 965	6 984	4 081	-	-	-	-	-
Italie	37 698	36 957	35 066	41 043	41 094	45 068	45 386	8,3
Target transfrontière	6 173	6 741	7 274	7 802	8 089	8 151	8 226	1,5
Target domestique (BI-REL)	31 525	30 216	27 792	33 241	33 005	36 917	37 160	6,8
Royaume-Uni	14 369	16 835	18 124	20 087	22 146	22 209	21 887	4,0
Target transfrontière	9 549	11 388	12 803	14 217	16 502	16 582	16 097	2,9
Target domestique (Chaps Euro)	4 820	5 447	5 320	5 870	5 644	5 626	5 790	1,1
Euro 1 (c)	134 902	152 365	161 085	183 447	186 570	189 955	189 081	34,5
Autres pays	51 412	52 953	54 888	57 008	57 993	60 812	61 908	11,3
Total Union européenne (à 15)	427 173	451 706	461 641	513 822	535 478	549 552	547 964	100,0
Target transfrontière	53 859	59 816	65 035	69 901	74 667	75 364	74 727	13,6
Target domestique	199 157	201 392	202 193	231 095	246 524	255 136	257 500	47,0
Systèmes nets	174 145	190 490	194 409	212 818	214 286	219 045	215 727	39,4

Évolution des parts de marché de chaque place

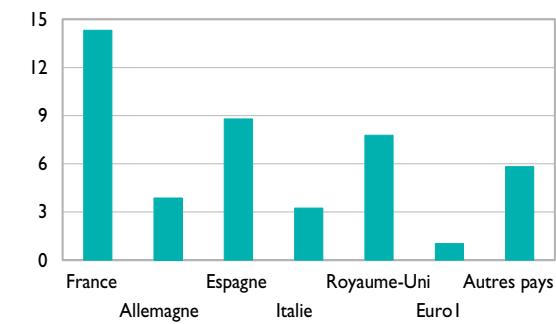
(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes

en euro de l'Union Européenne à 15 en novembre 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 18 janvier 2007

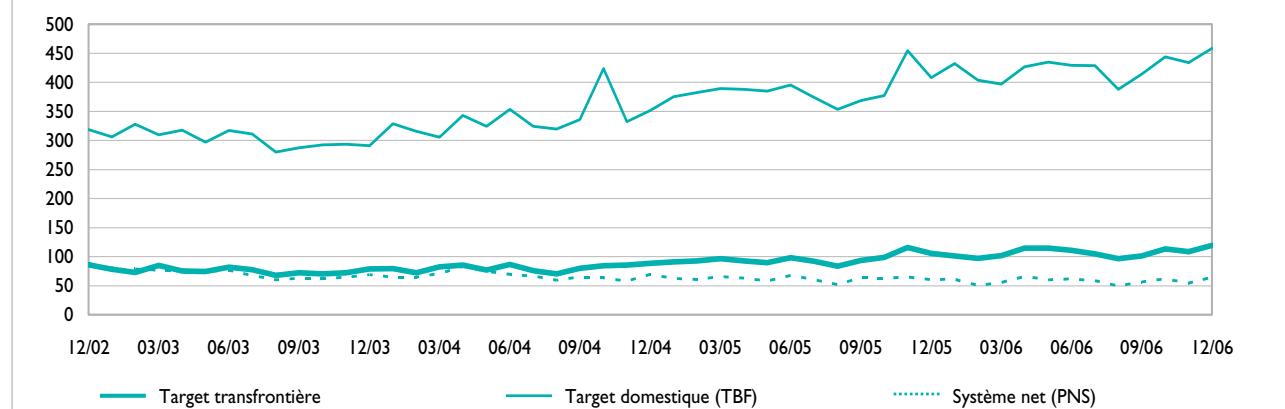
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2003	2004	2005	2006	2006			2006
	oct.	nov.	déc.	Part				
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	14,2	14,8	11,3	29,8
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	8,0	7,9	8,0	21,1
Titres mobilisés via le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	7,1	8,2	8,6	22,7
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	9,6	8,7	10,0	26,4
Total	25,3	30,7	33,9	37,2	38,9	39,6	37,9	100,0

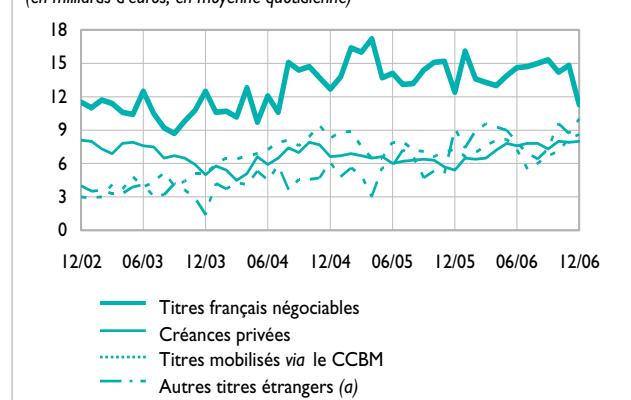
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

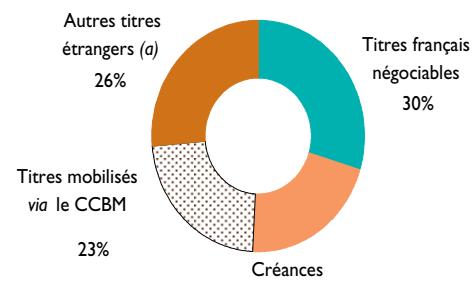


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en décembre 2006



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

Notice méthodologique

I | Situation économique générale

I | I Compétitivité

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

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

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

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

I | 2 Balance des paiements

Définitions

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

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

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

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

Mode d'enregistrement

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

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

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

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

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

Secteurs économiques

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

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

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

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

Les grandes composantes de la balance des paiements

Définies par le 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 oubli 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 soeurs) entre elles.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I | 3 La position extérieure

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

Conformément aux recommandations du *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 + Slovénie

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** ».

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

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System
CCBM = Correspondent Central banking model
Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems
EAF = Euro Access Frankfurt
ELS = Euro Link System
Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro

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

POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

RTGS = Real-time gross settlement system

SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios

SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España

STEP1 = Système de paiement des ordres au détail

Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à règlement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés

TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes

Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Statistiques de l'Eurosystème

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

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

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

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

Enquêtes de conjoncture

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

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

http://indbdfi.fr/stat_conjoncture/series/annhis/htm/idx_annhis_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

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

Abréviations

Organismes et institutions

BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>
BCE	Banque centrale européenne
BCN	Banque centrale nationale
BIT	Bureau international du travail
BLS	<i>Bureau of Labour Statistics</i>
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	<i>Federal Open Market Committee</i>

Indices

CAC 40	Indice français. Synthèse des cours pondérés des 40 principales actions françaises
DAX	Indice allemand très corrélé à l'EuroStoxx 50, composé de 30 valeurs négociées sur la place de Francfort
DOW JONES	Indice américain
Eonia	<i>Euro over night index average</i>
EUROSTOXX 50	Indice boursier de la zone euro
FTSE (FOOTsie)	Indice de la City
Itraxx	Indice de référence pour les contrats indiciaux 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	Lithuanie
LU	Luxembourg
LV	Lettonie
MT	Malte
NL	Pays-Bas
PL	Pologne
PT	Portugal
SE	Suède
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
US	États-Unis
ZE	Zone euro

Autres sigles

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

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

Documents publiés

L'ensemble des publications est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/publications.htm>).

Rapport annuel de la Banque de France

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/rapport/rapport.htm>

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1er janvier 2004

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm>

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 introductory 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
- « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2005 », n° 156, décembre
- « La surveillance des moyens de paiement et des systèmes d'échange », n° 156, décembre
- « La mise en œuvre de la *Liste unique* des garanties », n° 156, décembre
- « Les statistiques financières permettent-elles d'appréhender les évolutions liées à la mondialisation ? », n° 156, décembre
- « L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis », n° 156, décembre

Études et recherches de l'Observatoire des entreprises

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/observatoire/observatoire.htm>

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/listetud.htm>

- « 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

http://www.banque-france.fr/fr/publications/rsf/rsf_b.htm

- « 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

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/ner/ner.htm>

- « 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

<http://www.banque-france.fr/fr/publications/debats/debats.htm>

« 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° 97 (janvier 2007)

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 Paris¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

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

Banque de France

DR n° 2203 du 29 novembre 2006 – Organisation de la direction générale des Opérations — Organisation du Secrétariat général

DR n° 2204 du 4 décembre 2006 – Organisation de la direction générale des Opérations

Avis aux établissements de crédit n° 2006-02 du 28 décembre 2006

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 octobre 2006

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

Commission bancaire

Liste des compagnies financières au 31 décembre 2006

Décisions juridictionnelles publiées par la Commission bancaire
au cours du quatrième 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

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

Professionnel

Adresse : _____

Fonction : _____

Code postal : _____

Société : _____

Ville : _____

Activité : _____

Pays : _____

Adresse : _____

Code postal : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Ville : _____

Pays : _____

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



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

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

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

Éditeur

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

Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

Comité éditorial

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

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

Rédacteur en chef

Jean-Yves Greuet

29 27

Ont contribué au présent numéro :

Actualité (par sections)

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

Articles

Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME	28 08/26 43
Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro	49 18/29 97
Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes	27 17
Le coût du crédit aux entreprises	28 56

Statistiques

DESM (BSME)	38 90
-------------	-------

Secrétaire de rédaction

Christine Collomb-Jost

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

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

