BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

AVRIL 2007

160

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–160

SOMMAIRE

ÉDITORIAL — La réforme en cours du FMI doit contribuer à renforcer la stabilité financière mondiale

ACTUALITÉ — Sommaire 1

ÉTUDES — Sommaire 17

Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro
État des lieux 19
Valérie CHAUVIN, Hervé LE BIHAN
La mesure de l'inflation a fait l'objet de nombreux débats récents mais les biais susceptibles d'affecter l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), tant à la hausse qu'à la baisse, sont limités en France et dans la zone euro. L'IPCH est donc bien un indicateur pertinent permettant de guider les décisions de politique monétaire.

Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro 35
Mathilde DESECURES, Cyril POUVELLE
L'euroïsation unilatérale, de jure *ou* de facto, *n'est pas exempte de risques potentiels pour la stabilité financière des pays concernés. Elle ne saurait remplacer l'adhésion à la zone euro qui exige le respect des critères d'entrée dans l'Union monétaire.*

Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance 47
Dominique LEFILLIATRE
Pour une entreprise, le maintien d'une croissance soutenue pendant une longue période est délicat. Il suppose, outre des conditions de marché favorables, un pilotage du rythme de développement adapté aux contraintes financières.

Le coût du crédit aux entreprises 61
Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS
La remontée des taux moyens des crédits aux entreprises observée depuis plus d'un an s'est poursuivie entre octobre 2006 et janvier 2007 pour toutes les catégories de concours.

STATISTIQUES — Sommaire S1

DIVERS — Abréviations I
Documents publiés III
Sommaire du *Bulletin officiel de la Banque de France* n° 100 d'avril 2007 XI
Coupon-abonnement XIII

Achevé de rédiger le 30 avril 2007

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

ÉDITORIAL

La réforme en cours du FMI doit contribuer à renforcer la stabilité financière mondiale

La réforme du Fonds monétaire international, lancée par son directeur général M. De Rato au printemps 2006, a pour objectif d'adapter l'institution aux conditions économiques et financières de son temps. Sur le plan économique, une période exceptionnelle de croissance a profité à l'ensemble des pays et plus particulièrement aux pays émergents. Cette croissance dynamique s'est accompagnée d'une meilleure santé financière de l'ensemble des pays membres du Fonds. La plupart des pays émergents ont ainsi remboursé leurs dettes à l'égard du FMI et ont accumulé d'importantes réserves de change pour se prémunir contre des difficultés futures. De leur côté, les pays les moins avancés ont pu bénéficier d'annulations de dettes de la part des pays développés et des institutions multilatérales favorisant ainsi leur croissance économique.

Si le rôle de prêteur du FMI aux pays connaissant des difficultés financières s'est en conséquence réduit, ses fonctions de conseil économique (« surveillance ») et d'assistance technique se sont accrues. Les récentes réunions du FMI d'avril 2007 ont bien manifesté ce rôle de catalyseur du FMI dans le conseil économique. Les consultations multilatérales menées depuis un an par le FMI ont permis la prise de conscience d'une responsabilité partagée des principales zones économiques pour réduire les déséquilibres globaux des balances de paiement. Les États-Unis, la zone euro, le Japon, la Chine et l'Arabie Saoudite – qui participaient à cet exercice – ont chacun publié à l'issue des réunions les mesures domestiques sur lesquelles ils s'engageaient afin de corriger ces déséquilibres qui font peser des risques sur la stabilité financière globale et renforcent certaines critiques sur la liberté des échanges commerciaux et financiers. Ce résultat pragmatique montre la voie d'un effort multilatéral qui est le seul à même de permettre un ajustement coordonné et progressif des déséquilibres massifs des paiements courants dans le monde.

L'évolution du rôle du FMI s'accompagne naturellement d'une réflexion sur sa gouvernance (notamment la répartition des quotes-parts), ses instruments et son financement.

Les quotes-parts, qui déterminent en particulier le poids relatif de chaque pays au conseil d'administration du FMI, sont en train d'être revues pour être mieux représentatives du poids de chaque pays dans l'économie mondiale. Une première augmentation de quotes-parts a été décidée à l'assemblée générale du FMI de Singapour en septembre 2006 au bénéfice de la Chine, de la Corée, du Mexique et de la Turquie (cf. l'éditorial du *Bulletin de la Banque de France* d'octobre 2006 « *Pourquoi et comment faut-il réformer le Fonds monétaire international ?* »). Il a été en outre convenu qu'une deuxième augmentation interviendrait au plus tard d'ici 2008 au bénéfice d'un plus grand nombre de pays. Dans ce cadre, le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et la Banque de France plaident aujourd'hui pour une formule de quotes-parts qui reflète plusieurs principes : la simplicité, la transparence et la cohérence avec les missions du FMI. Les considérations politiques en faveur d'un groupe de pays, qui pourront être prises en compte dans l'équilibre final de la réforme, ne doivent pas primer sur les missions fondamentales du FMI dans la détermination de la nouvelle formule dont les États membres ont convenu qu'elle guiderait de manière pérenne l'ajustement des quotes-parts de l'institution. En outre, ces principes doivent s'appliquer de telle sorte que le poids des pays les moins avancés dans la gouvernance de l'institution soit renforcé dans la mesure où ils constituent des récipiendaires importants des financements et de l'assistance technique du FMI.

Les instruments devraient également évoluer dans deux directions. D'une part, le FMI devrait porter une plus grande attention aux questions de taux de change et à leurs conséquences sur la stabilité financière. En effet l'accumulation de réserves de change et les contrôles aux mouvements de capitaux peuvent conduire certains pays à manipuler leur taux de change pour favoriser leurs exportations au risque de déclencher en retour chez les pays importateurs des réactions de protectionnisme défavorables à la croissance mondiale. D'autre part, les autorités françaises soutiennent la mise en place d'une nouvelle facilité du FMI qui permette aux pays ayant une politique économique saine d'emprunter très rapidement en cas de reflux massifs de capitaux étrangers. Cette facilité rendrait moins utile l'accumulation de réserves dans ces pays qui s'assurent ainsi aujourd'hui contre des variations erratiques des mouvements de capitaux.

Le financement du FMI ne peut plus uniquement reposer sur son rôle de prêteur, aujourd'hui fortement réduit, mais doit procéder d'une meilleure mobilisation des ressources existantes pour assurer le financement du bien public que constitue la stabilité financière. Les autorités françaises soutiennent ainsi le rapport Crockett qui propose en particulier de dynamiser la politique de placement des réserves et d'investir une partie limitée des quotes-parts et le produit de la vente d'une fraction de l'or du FMI dans des titres porteurs d'intérêts.

La réussite de ces réformes est déterminante pour l'avenir du FMI. La Banque de France, en coopération étroite avec le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, continuera de suivre de près dans les prochains mois ces chantiers portant sur la conduite, les instruments et le financement du FMI afin qu'il continue à jouer pleinement son rôle de garant de la stabilité financière mondiale.

ACTUALITÉ

Faits saillants 2

1| La situation économique de la France 3

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

2| La monnaie, les placements et les financements 9

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

3| Les marchés de capitaux 13

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

ENCADRÉS

1 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 mars 2007 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 30 avril 2007

Faits saillants

La situation économique de la France

- D'après l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires a atteint 112 en mars, après 110 en février.
- Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,8 % au premier trimestre de 2007.
- Le taux de chômage au sens du BIT a baissé en février de 0,1 point, à 8,4 % de la population active.
- En mars, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est resté stable, à + 1,2 %.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat *M3* s'est élevé à 10,0 % en février, après 9,9 % en janvier. La progression des dépôts à vue est restée mesurée (5,9 %, après 5,8 %) et celle des autres dépôts à court terme inclus dans *M2 – M1* s'est ralentie (11,6 %, après 12,0 %), mais les instruments négociables ont connu une nouvelle accélération (17,6 %, après 16,2 %).
  Du côté des contreparties de *M3*, le taux de croissance annuel des concours au secteur privé a continué de fléchir (10,7 %, après 11,3 %), mais celui des crédits aux non-résidents a augmenté, renforçant la contribution de la contrepartie « extérieur » à la croissance de l'agrégat (3,5 points de croissance, après 2,6 points).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé a également baissé (10,1 %, après 10,8 %), en particulier pour les crédits aux sociétés non financières (8,1 %, après 9,3 %), alors que le rythme de progression des crédits aux ménages s'est légèrement renforcé (11,2 %, après 11,1 %).

Les marchés de capitaux

En mars, l'évolution des marchés financiers a été marquée par un report des anticipations de baisse des taux aux États-Unis et par la publication d'indicateurs d'activité européens toujours bien orientés pour la plupart ; ont ainsi été observées :

- une diminution de la volatilité implicite sur les différents segments de marché, après la remontée éphémère de l'aversion au risque du début de mois ;
- une tension des taux monétaires particulièrement marquée en zone euro ;
- une hausse des rendements obligataires ;
- une appréciation de l'euro contre les principales devises ;
- une augmentation des cours du pétrole ;
- une légère appréciation des indices boursiers à l'exception du Nikkei.

1| La situation économique de la France

1|1 La croissance et les prix

Conjoncture globalement favorable au premier trimestre de 2007

L'indice de la production industrielle (IPI) hors énergie et industrie agricole et alimentaire a progressé de 1,4 % au mois de février 2007 en données cvs-cjo, après s'être replié de 0,3 % en janvier. L'acquis de croissance pour le premier trimestre est de 1,1 %, après 0,2 % au dernier trimestre de 2006.

D'après l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, l'indicateur du climat des affaires a atteint 112 en mars, après 110 en février. L'activité industrielle a progressé, mais à un rythme un peu plus modéré qu'en février. Le taux d'utilisation des capacités de production reste à un niveau élevé (86,2 %). Les perspectives de production exprimées par les chefs d'entreprises demeurent orientées à la hausse dans tous les secteurs d'activité, excepté l'automobile. Dans le secteur des services marchands, la croissance de l'activité s'est poursuivie au mois de mars à un rythme soutenu, comparable à celui des mois antérieurs. Dans le commerce de détail, l'activité a progressé en mars ; elle s'inscrit en nette augmentation sur un an.

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés se sont accrues de 0,7 % en mars en données cvs-cjo et de 2,1 % au premier trimestre (après + 1,0 % au trimestre précédent).

Les immatriculations de véhicules neufs ont poursuivi leur repli en mars (– 0,3 %, après – 1,5 % en février) mais augmentent de 1,8 % sur l'ensemble du premier trimestre.

Le taux de chômage au sens du BIT a baissé en février de 0,1 point, revenant à 8,4 % de la population active.

L'indicateur résumé de l'opinion des ménages a poursuivi sa progression en mars (– 22, contre – 23 en février). En revanche, le solde relatif aux perspectives d'évolution du chômage s'est fortement dégradé (progression de 17 points, à + 27).

Comparées aux trois mêmes mois de l'année précédente, les mises en chantier de logements neufs sur les trois derniers mois sont inférieures en février de 14,2 %.

Le solde du commerce extérieur de la France a de nouveau été déficitaire en février 2007 (– 2,7 milliards d'euros en données cvs-cjo FAB/FAB, après – 2,6 milliards en janvier 2006). On a observé une vive progression à la fois des exportations (+ 3,1 %, tirées par l'automobile) et des importations (+ 3,2 %, marquées par le dynamisme des biens d'équipement professionnel).

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,8 % au premier trimestre de 2007, portant l'acquis de croissance pour 2007 à la fin du premier trimestre à 1,7 %.

Modération des prix

En mars, l'indice du prix des matières premières importées par la France, exprimé en euros, a progressé de 3,2 %, après s'être replié de 2,2 % en février. Le glissement annuel s'est établi à – 17,1 %. La hausse est particulièrement sensible pour le prix de l'énergie (4,4 %) qui s'inscrit par ailleurs en net retrait sur un an (– 18,1 %).

En février, les prix à la production dans l'industrie, pour le marché français, ont progressé de 0,3 %, après + 0,1 % en janvier. Sur un an, la hausse atteint 2,0 % (2,9 % hors énergie et industries agricoles et alimentaires).

En mars, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est resté stable par rapport au mois précédent, à + 1,2 %.

ENCADRÉ 1

Évolution récente de l'environnement international et zone euro

États-Unis

• Légère révision à la hausse de la croissance du PIB au quatrième trimestre 2006 en dernière estimation : 2,5 % en variation trimestrielle annualisée (2,2 % en précédente estimation), après 2,0 % au troisième trimestre 2006. En glissement annuel : 3,1 %, après 3,0 % au troisième trimestre 2006
• Baisse en mars de l'indice ISM manufacturier (50,9, après 52,3 en février), baisse de l'indice ISM non manufacturier (52,4, après 54,3 en février)
• Ralentissement de la baisse sur un an en février du nombre de ventes de logements neufs (– 18,3 %, après – 24,8 % en janvier), de logements anciens (– 3,4 %, après – 4,5 %). Ralentissement de la baisse sur un an en mars des mises en chantier (– 23,0 %, après – 29,4 % en février) et des permis de construire (– 26,0 %, après – 28,6 % en février)
• Accélération sur un an des prix à la consommation en mars : 2,8 %, après 2,4 %. Ralentissement sur un an de l'indice des prix hors alimentation et énergie : 2,5 %, après 2,7 % en février
• Consommation des ménages en volume en février : + 3,2 % sur un an, après + 3,5 % en janvier
• Accélération des ventes au détail en valeur en mars : + 0,7 %, après + 0,5 % en février. En glissement annuel : + 3,8 %, après + 3,5 % en février
• Baisse du taux de chômage en mars : 4,4 %, après 4,5 % en février
• Légère baisse du déficit de la balance des biens et services en février : – 58,4 milliards de dollars, après – 58,9 milliards en janvier. En glissement annuel : – 7,1 % après – 11,4 % en janvier

Japon

• Révision à la hausse de la croissance du PIB en volume au quatrième trimestre de 2006 : 1,3 % en variation trimestrielle après 0,1 % (2,5 % en glissement annuel, après 1,5 % au troisième trimestre)
• Baisse de l'indice PMI du secteur manufacturier en mars : 52,5, contre 53,0 en février
• L'indicateur du climat des affaires de l'enquête TANKAN (pour toutes les entreprises, solde net d'opinions favorables) s'est détérioré au premier trimestre 2007 : + 8, après + 10 au quatrième trimestre 2006.
• Hausse sur un an des dépenses de consommation des ménages en volume en février : + 1,3 %, après + 0,6 % en janvier
• Stabilité du taux de chômage en février : 4,0 % comme en janvier et en décembre
• Baisse des prix à la consommation en février : – 0,2 % sur un an, après + 0,0 % en janvier. Prix hors produits alimentaires frais en février : – 0,1 % sur un an, après + 0,0 % en janvier
• Excédent commercial en février (données brutes des douanes) : 980 milliards de yens (soit 6,2 milliards d'euros), après – 1,9 milliard de yens en janvier (soit – 12,0 millions d'euros)

Royaume-Uni

• Hausse du déficit de la balance commerciale en février : 6,791 millions de livres sterling, contre 6,402 millions en janvier
• Hausse de l'inflation en mars (HICP) : 3,1 % en glissement annuel, contre 2,8 % en février

Zone euro

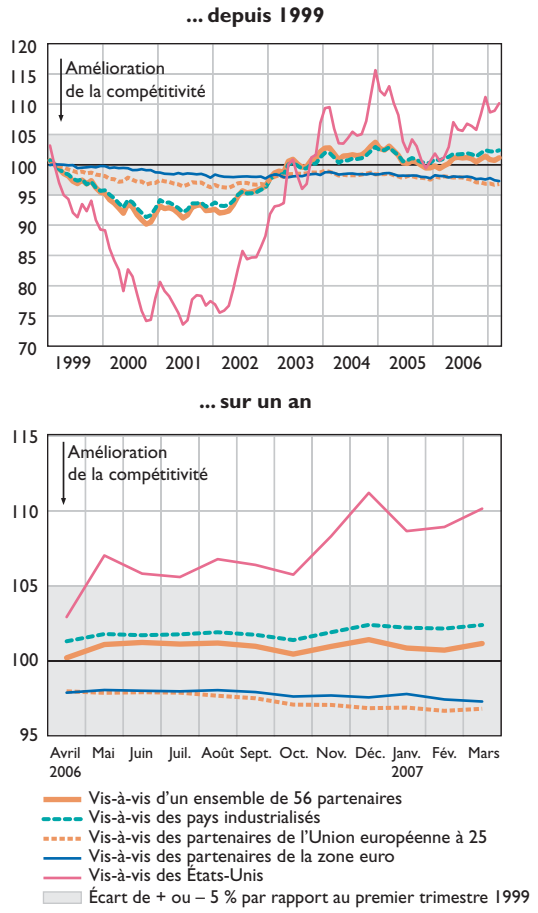
• Augmentation de la production industrielle de 0,6 % en février 2007, après la diminution observée en janvier (– 0,5 %) ; le glissement annuel progresse, à + 4,1 %, après + 3,4 % le mois précédent
• Progression du volume des ventes de détail de 0,3 % en février 2007, après un repli de 0,8 % en janvier, portant l'évolution en glissement annuel à + 1,2 % (après + 1,1 % en janvier)
• Léger repli en mars de l'indice PMI manufacturier (55,4, après 55,6 en février) et de l'indice PMI dans le secteur des services (57,4, après 57,5 en février)
• Poursuite de la baisse du taux de chômage en février, à 7,3 % de la population active, contre 7,4 % en janvier
• Légère hausse des prix à la production industrielle en février (+ 0,3 %, après + 0,2 % en janvier) ; glissement annuel à + 2,9 % en février, après + 3,1 % en janvier
• Légère hausse de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé, à + 1,9 % en mars, après + 1,8 % en février
• Réduction du déficit du commerce extérieur en solde cumulé sur janvier et février 2007 par rapport à l'année précédente (– 8,7 milliards d'euros, contre – 13,3 milliards d'euros sur janvier et février 2006)
• Réduction du déficit public : – 1,6 % du PIB en 2006, après – 2,5 % en 2005. La dette publique s'établit à 69,0 % du PIB en 2006, contre 70,5 % en 2005.

ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

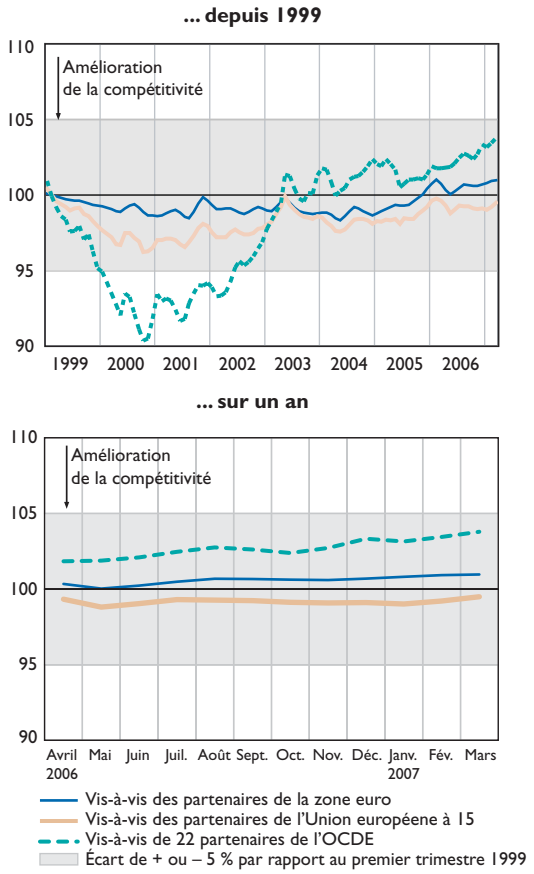
Mesurée par les prix à la consommation

(indices ; base 100 = premier trimestre 1999)



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

(indices ; base 100 = premier trimestre 1999)

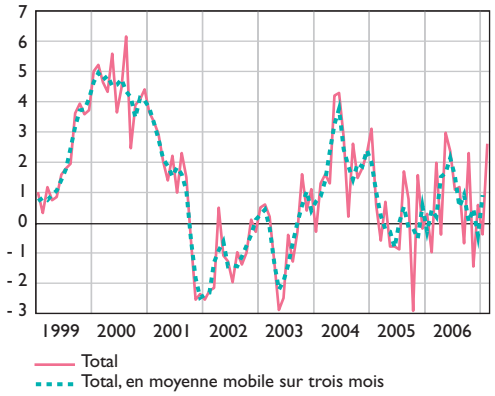


Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.
Sources : Banque de France, BCE, BRI, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datastream
Calculs : Banque de France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

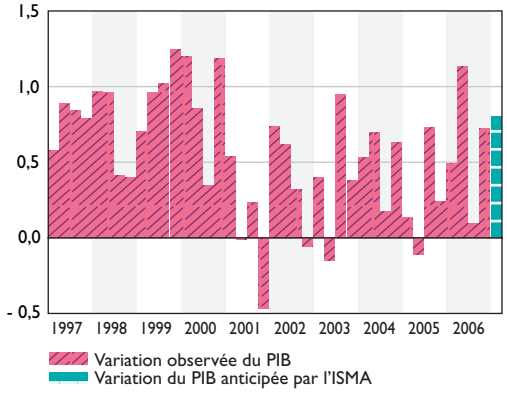
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



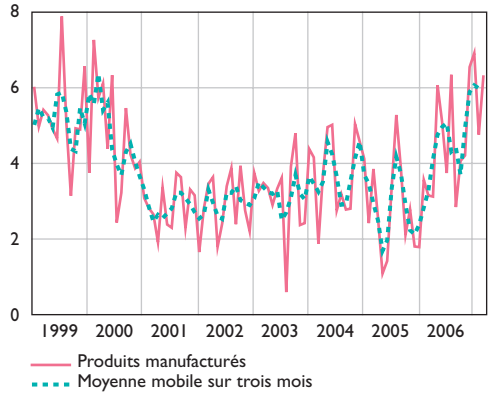
ISMA et PIB

(variation trimestrielle cjo-cvs, en %)



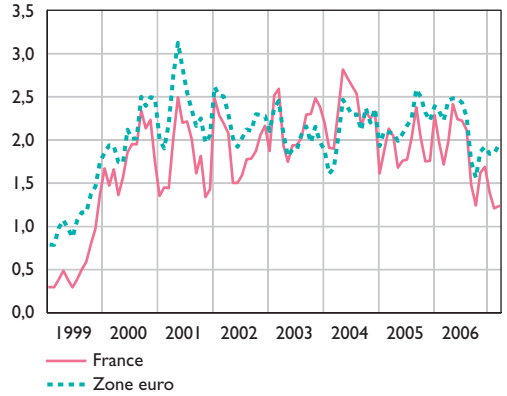
Consommation des ménages

(glissement annuel, en %)



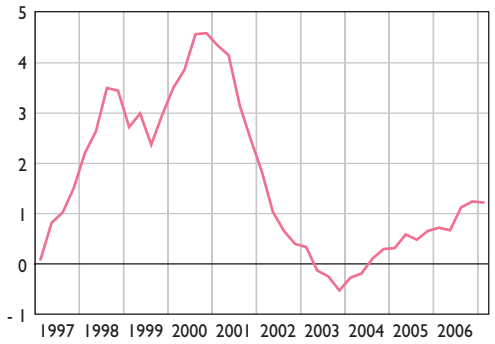
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



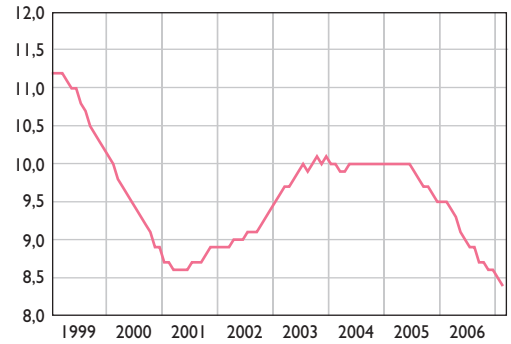
Effectifs salariés dans les secteurs concurrentiels

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(cvs)



Sources : Insee, Banque de France

1|2 La balance des paiements

Les résultats en février 2007

NB : la révision des données du quatrième trimestre 2006 a essentiellement porté sur les « autres investissements » et, en particulier, sur les engagements des institutions financières monétaires, ainsi que sur le solde des biens.

En février 2007, le *déficit courant* en données cvs ressort à – 3,3 milliards d'euros, après – 2,7 milliards en janvier 2007 et – 1,8 milliard en décembre 2006. Le solde des biens s'établit à – 3,2 milliards, après – 2,5 milliards le mois précédent. L'excédent des revenus atteint 1,3 milliard, en recul de 0,3 milliard alors que le déficit des services hors voyages (– 0,4 milliard) se redresse d'un montant équivalent. Les autres postes n'enregistrent pas d'évolution significative.

Le *compte financier* fait apparaître des sorties nettes de 4,8 milliards. Les investissements directs français à l'étranger atteignent 11,3 milliards, dont 7,4 milliards sous forme de prêts et flux de trésorerie de sociétés résidentes en faveur de leurs filiales non résidentes. Les investissements directs étrangers en France s'élèvent à 4,5 milliards, après 5,1 milliards en janvier, pour l'essentiel sous forme de prêts intra-groupes.

Les *investissements de portefeuille* enregistrent des sorties nettes de 15,3 milliards. Par rapport au mois précédent, les résidents ont très fortement accru leurs achats de titres étrangers (34,5 milliards, après 5 milliards en janvier) sur l'ensemble des compartiments. Pour leur part, les non-résidents ont acheté des titres français à hauteur de 19,2 milliards (après 18,7 milliards en janvier) principalement sous forme de titres obligataires (18,2 milliards) et de titres d'OPCVM (6 milliards). Les actions et les titres du marché monétaire ont en revanche fait l'objet de cessions nettes respectivement à hauteur de 4,4 milliards et 0,5 milliard.

Les « autres investissements » affichent des entrées nettes de 17,8 milliards en février 2007. En particulier, l'endettement net des institutions financières monétaires s'accroît de 23,7 milliards.

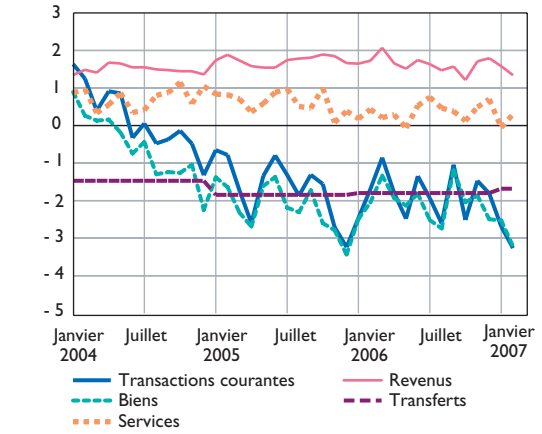
La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

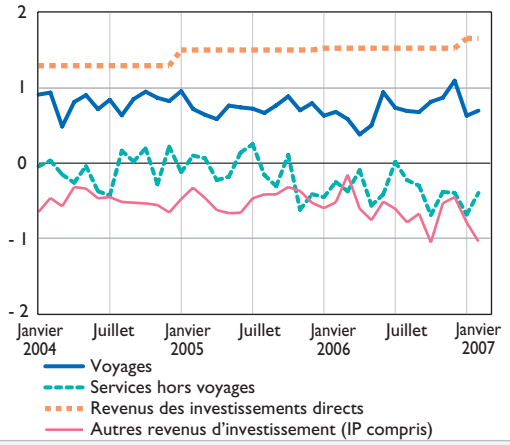
	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2005 (b)	Déc. 2006 (b)	Février 2007 (c)	Février 2006 (b)	Février 2007 (c)	Décembre 2006 (b)	Janvier 2007 (c)	Février 2007 (c)
Compte de transactions courantes	**- 19,2**	**- 22,1**	**- 21,5**	**- 7,4**	**- 7,8**	**- 1,8**	**- 2,7**	**- 3,3**
Biens	- 25,9	- 24,7	- 25,8	- 8,0	- 8,3	- 2,5	- 2,5	- 3,2
Services hors voyages	- 0,9	- 4,3	- 4,6	- 1,1	- 1,5	- 0,4	- 0,7	- 0,4
Voyages	8,9	8,5	8,6	2,1	2,4	1,1	0,6	0,7
Revenus	20,8	20,0	20,6	5,0	4,7	1,8	1,6	1,3
Transferts courants	- 22,2	- 21,6	- 20,2	- 5,4	- 5,2	- 1,8	- 1,7	- 1,7
Compte de capital	**0,5**	**- 0,6**	**- 0,5**	**0,2**	**0,4**	**0,1**	**0,3**	**0,0**
Compte financier	**- 15,2**	**83,4**	**73,6**	**- 5,7**	**4,8**	**- 11,7**	**21,3**	**- 4,8**
Investissements directs	- 41,9	- 28,7	- 45,4	- 11,1	- 22,3	- 12,4	- 3,1	- 6,8
- Français à l'étranger	- 93,0	- 86,7	- 105,8	- 24,7	- 37,2	- 17,6	- 8,2	- 11,3
- Étrangers en France	51,1	58,0	60,4	13,6	14,9	5,3	5,1	4,5
Investissements de portefeuille	- 9,2	- 32,9	- 1,0	- 29,7	23,6	25,2	13,6	- 15,3
- Avoirs	- 191,3	- 181,0	- 155,6	- 80,6	- 31,3	8,2	- 5,0	- 34,5
- Engagements	182,1	148,0	154,6	50,8	54,9	17,0	18,7	19,2
Produits financiers dérivés	8,2	3,2	- 0,1	0,7	- 1,8	0,1	- 2,4	0,4
Autres investissements	20,7	150,6	128,4	33,4	8,7	- 21,9	12,8	17,8
dont IFM	- 2,3	130,4	131,0	33,0	23,0	- 20,5	19,7	23,7
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 8,3	1,1	- 3,3	- 2,8	0,5	- 1,0
Erreurs et omissions (d)	**33,9**	**- 60,8**	**- 51,6**	**10,0**	**- 3,0**	**10,7**	**- 20,3**	**6,7**

(a) Données cvs-cjo pour le compte de transactions courantes et données brutes pour le compte financier et le compte de capital
(b) Chiffres semi-définitifs
(c) Chiffres provisoires
(d) Égales, mais de signe opposé, à la somme des soldes du compte financier, du compte de capital et du compte de transactions courantes (en données brutes)

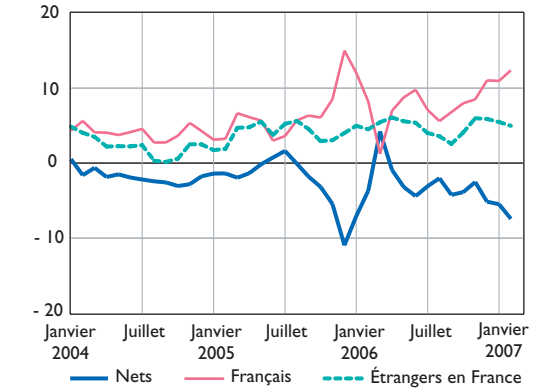
Transactions courantes
Soldes – 1 (a)
(en milliards d'euros)



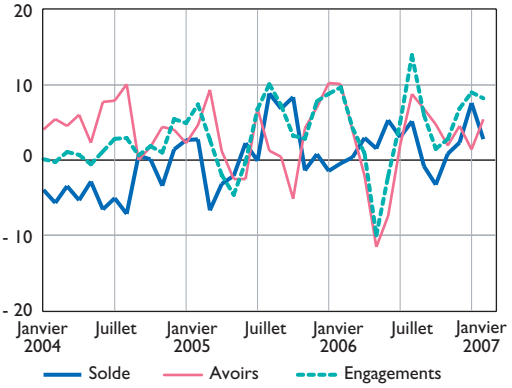
Transactions courantes
Soldes – 2 (a)
(en milliards d'euros)



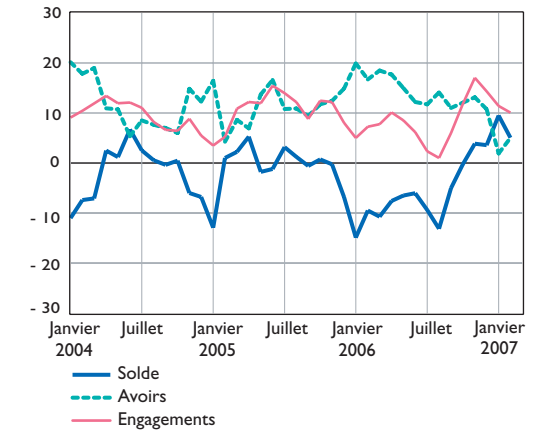
Investissements directs (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)
(en milliards d'euros)



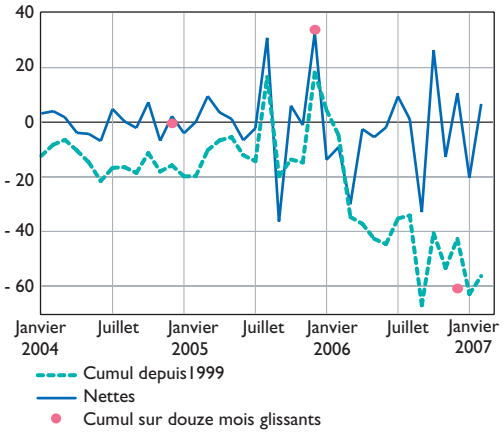
Investissements de portefeuille – Actions (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)
(en milliards d'euros)



Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)
(en milliards d'euros)



Erreurs et omissions
(en milliards d'euros)



(a) Les séries figurant dans ces graphiques sont en données cvs-cjo, à l'exception des transferts courants et des revenus d'investissements directs (ID) qui sont lissés.
(b) Pour les avoirs, le signe de balance est inversé : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents.

2| La monnaie, les placements et les financements

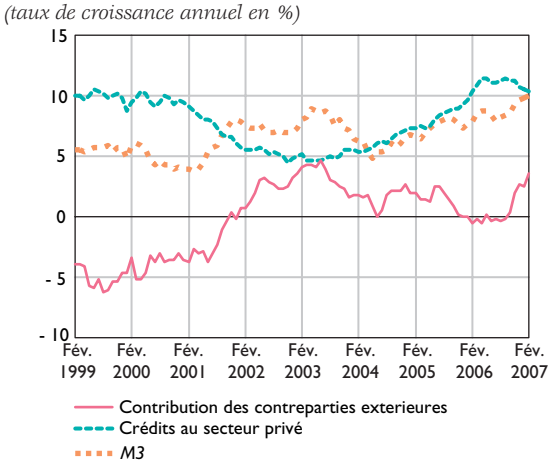
2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat *M3* a légèrement augmenté en février (10,0 %, après 9,9 %). Sa moyenne mobile sur trois mois s'est élevée à 9,9 % pour la période allant de décembre à février, après 9,2 % pour la période allant de novembre à janvier. Des substitutions ont continué de s'opérer entre les composantes de l'agrégat : le ralentissement des autres dépôts à court terme (11,6 %, après 12,0 %) a été compensé par le renforcement de la progression des instruments négociables (17,6 %, après 16,2 %) alors que celle des dépôts à vue s'est maintenue à 6,6 %, après 6,5 %.

Au sein des contreparties de *M3*, la croissance des concours au secteur privé s'est légèrement ralentie (10,7 %, après 11,3 %), notamment pour les titres (13,3 %, après 15,7 %) et dans une moindre mesure pour les crédits (10,3 %, après 10,6 %). Le taux de croissance annuel de *M3* a cependant continué de s'accroître du fait du renforcement de la contribution de la contrepartie « extérieur » (3,5 points de croissance, après 2,6 points), et notamment des crédits aux non-résidents.

Agrégat monétaire, crédit au secteur privé et contreparties extérieures – zone euro
(données cvs)

(taux de croissance annuel en %)



Source : BCE

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

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

	Encours à fin février 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Février 2007
		Janvier 2007	Février 2007	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	588	10,5	10,2	
+ Dépôts à vue	3 120	5,8	5,9	
= M1	**3 709**	**6,5**	**6,6**	
+ Autres dépôts monétaires	3 006	12,0	11,6	
= M2	**6 715**	**8,9**	**8,8**	
+ Instruments négociables	1 150	16,2	17,6	
= M3	**7 865**	**9,9**	**10,0**	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	**9 341**	**10,6**	**10,3**	
Concours au secteur privé (en données cvs)	**10 839**	**11,3**	**10,7**	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	439	1,4	2,3	14,1
Comptes sur livret	424	6,3	6,1	27,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	70	30,1	29,1	4,9
Titres d'OPCVM monétaires	349	7,0	7,7	53,2
Titres de créance < 2 ans	86	37,3	22,8	37,3
Crédits au secteur privé (c)	**1 578**	**10,8**	**10,1**	**16,9**

(a) Évolutions corrigées de l'incidence 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

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents s'est quelque peu redressé (2,3 %, après 1,4 %). Celui des comptes sur livret a légèrement fléchi (6,1 %, après 6,3 %) comme celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans (29,1 %, après 30,1 %). La progression annuelle des instruments négociables s'est ralentie (10,6 %, après 12,5 %) en dépit de l'accélération des titres d'OPCVM (7,7 %, après 7,0 %).

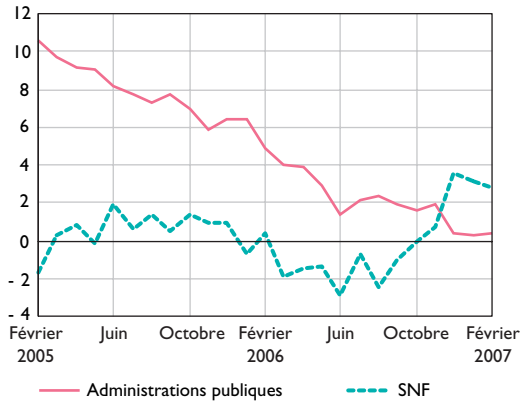
2|2 L'endettement intérieur total – France

La baisse du taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a repris en février 2007 (6,6 %, après 7,1 % en janvier) : le ralentissement de l'endettement des sociétés non financières n'a été que partiellement compensé par la légère accélération de celui des ménages. L'endettement des administrations publiques a conservé son rythme modéré du mois précédent.

Les crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers ont ralenti (9,4 %, après 9,8 %), notamment ceux accordés aux sociétés non financières (7,6 %, après 8,8 %) et, dans une moindre mesure, aux administrations publiques (6,4 %, après 7,1 %). En revanche, la progression des crédits accordés aux ménages s'est légèrement renforcée (11,4 %, après 11,2 %). Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a fléchi tout en restant soutenu.

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

(taux de croissance annuel en %)



Source : Banque de France

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2006	Janvier 2007	Février 2007
Endettement intérieur total	**8,2**	**7,1**	**6,6**
Sociétés non financières	9,3	9,9	8,5
Ménages	11,5	11,2	11,4
Administrations publiques	5,0	1,4	1,4

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2006	Janvier 2007	Février 2007
Endettement intérieur total	**8,2**	**7,1**	**6,6**
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	10,2	9,8	9,4
Crédits obtenus auprès des non-résidents	17,4	18,8	16,1
Financements de marché	3,9	1,0	1,0

2|3 L'endettement sur les marchés

La croissance des financements de marché est restée faible (1,0 %) comme le mois précédent, le petit sursaut de la dette négociable des administrations publiques (0,4 %, après 0,3 %) ayant été compensé par le ralentissement des émissions nettes des sociétés non financières (2,8 %, après 3,1 %).

2|4 Les crédits des institutions financières monétaires [1]

En France, la croissance annuelle des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires s'est sensiblement ralentie en février (9,8 %, après 10,6 %) : cette décélération a concerné aussi bien les crédits aux administrations publiques (6,5 %, après 7,3 %) que les crédits au secteur privé (10,2 %, après 10,9 %).

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

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Février 2006	Janvier 2007	Février 2007
Crédits des IFM (a)	**11,4**	**10,6**	**9,8**
aux APU	7,4	7,3	6,5
au secteur privé	11,9	10,9	10,2
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,2	11,1	11,3
dont : *Trésorerie*	*8,8*	*3,5*	*3,2*
Habitat	*15,5*	*14,8*	*14,6*
Crédits des EC aux SNF	10,1	9,3	8,1
dont : *Trésorerie*	*15,7*	*9,4*	*5,7*
Investissement	*7,1*	*9,7*	*9,5*
Crédits des EC au secteur financier	24,7	17,3	13,3
dont : *Clientèle financière*	*22,6*	*18,9*	*15,4*
Assurances	*31,4*	*13,4*	*7,4*

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

La croissance annuelle de l'ensemble des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) s'est légèrement renforcée en février (11,3 %, après 11,1 %) en dépit des légers freinages des crédits de trésorerie (3,2 %, après 3,5 %) et des crédits à l'habitat (14,6 %, après 14,8 %). Le taux de progression annuel des crédits aux sociétés non financières a sensiblement diminué en février (8,1 %, après 9,3 %) : la baisse a été plus marquée pour les crédits de trésorerie (5,7 %, après 9,4 %) que pour les crédits à l'investissement (9,5 %, après 9,7 %). De même, la croissance annuelle des crédits au secteur financier s'est quelque peu modérée (13,3 %, après 17,3 %).

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

Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits augmente en février dans des proportions voisines pour les crédits aux ménages (5,27 %, après 5,15 %) et pour les crédits aux sociétés non financières (4,57 %, après 4,45 %).

• Du côté des ménages, la hausse touche toutes les catégories de concours : elle est très sensible pour les découverts (10,61 %, après 10,26 %), moins marquée pour les crédits à la consommation (6,57 %, après 6,46 %) et les prêts à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an (4,12 %, après 4,06 %) et ténue pour le taux moyen des prêts à l'habitat de PFIT supérieure à un an (4,01 %, après 3,98 %).

• S'agissant des crédits aux sociétés non financières, la hausse concerne également toutes les catégories de concours : elle est significative pour le taux moyen des découverts (5,00 %, après 4,75 %) et celui des crédits de PFIT inférieure à un an (4,57 %, après 4,40 %), plus légère pour le taux des crédits de PFIT supérieure à un an (4,39 %, après 4,34 %).

2|6 Les flux de souscriptions des OPCVM

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « actions », « monétaires » et « diversifiés » ont légèrement diminué en février et les rachats nets de titres de fonds « obligations » se sont à nouveau accrus.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2005	Décembre 2006	Janvier 2007	Février 2007
OPCVM monétaires	9,0	7,4	8,3	8,0
OPCVM obligations	4,1	- 1,0	- 2,4	- 3,6
OPCVM actions	5,7	6,5	5,6	5,2
OPCVM diversifiés	10,2	26,9	26,5	26,3

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 3

Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en mars 2007

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin mars 2007
	Année 2006	Mars 2006 à Fév. 2007	Avril 2006 à mars 2007	Mars 2007	Mars 2006 à Fév. 2007	Avril 2006 à mars 2007	Mars 2007	
Sociétés non financières	- 14,4	- 12,4	- 11,2	0,4	3,7	4,3	0,7	60,0
État	14,8	12,0	14,0	8,8	60,2	62,2	8,8	626,0
Autres administrations publiques	- 4,0	- 4,0	- 3,9	0,0	0,4	0,4	0,0	37,2
Institutions financières monétaires	- 1,9	0,7	1,4	- 0,1	13,0	12,4	0,6	118,3
Institutions financières non monétaires	- 2,1	- 2,1	- 2,4	- 0,3	0,0	0,0	0,0	20,1
Total	**- 7,6**	**- 5,7**	**- 2,1**	**8,8**	**77,3**	**79,2**	**10,2**	**861,5**

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de mars 2007 s'est élevé à 10,2 milliards d'euros, contre 8,8 milliards le mois précédent.

L'Agence France Trésor a émis en mars une nouvelle OAT indexée sur l'indice des prix de la zone euro (à échéance 2040) et deux nouvelles tranches d'emprunts existants, pour un montant total de 8,8 milliards d'euros représentant 86,2 % de la totalité des émissions sur la Place de Paris.

Compte tenu des remboursements intervenus au cours de ce mois, sur l'ensemble des secteurs les émissions nettes représentent 8,8 milliards d'euros.

3| Les marchés de capitaux

En mars, l'évolution des marchés financiers a été marquée par un report des anticipations de baisse des taux aux États-Unis et par la publication d'indicateurs d'activité européens toujours bien orientés pour la plupart ; ont ainsi été observées :

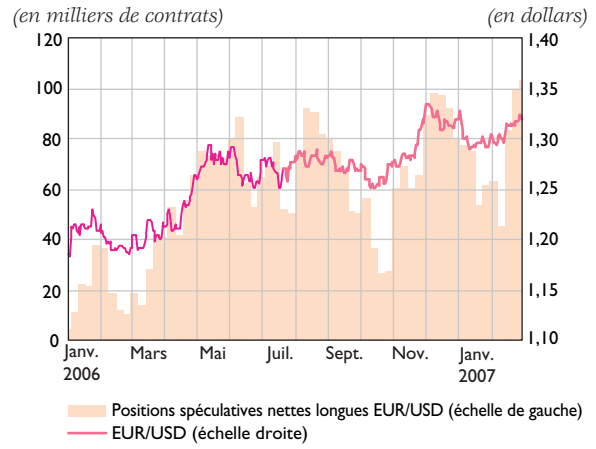
• une tension des taux monétaires particulièrement marquée en zone euro ;

• une remontée des rendements obligataires ;

• une appréciation de l'euro contre les principales devises ;

• une légère appréciation des indices boursiers à l'exception du Nikkei.

Cours de change de l'euro contre dollar et positions spéculatives nettes rapportées à la CFTC (a)



(a) Commodities Futures Trading Commission

3|1 Les marchés de change et de matières premières

Bénéficiant d'une orientation positive de l'activité économique européenne, l'euro s'est apprécié contre les principales devises.

Si l'euro contre dollar a progressé de près de 1 % à 1,3355, il a transitoirement évolué jusqu'à son plus haut niveau depuis mars 2005, à 1,3410, après que le communiqué du FOMC (*Federal Open Market Committee*) du Système fédéral de réserve ait amené les participants de marché à accroître temporairement leurs anticipations d'une baisse de taux directeur américain. Fin mars, ces derniers privilégiaient de façon plus marquée qu'en début de période une appréciation supplémentaire de l'euro contre dollar au vu des positions nouées sur les marchés dérivés.

L'euro s'est également apprécié contre yen (+ 0,41 % à 157,33), effaçant une grande partie de son recul du début de mois. Les perspectives toujours attentistes en matière d'inflation au Japon, ont favorisé les incertitudes quant au rythme de resserrement de la politique monétaire japonaise et ont incité certains investisseurs à renouer avec des stratégies de *carry trades*, défavorables au yen. Outre l'euro, ces stratégies ont essentiellement bénéficié au dollar australien (l'AUD/JPY progressant de 3,9 %, à 96,00), tandis que le yen s'est *a contrario* apprécié contre le dollar américain (l'USD/JPY reculant de 0,56 %, à 117,78). Ces évolutions de la monnaie japonaise sont intervenues dans un contexte de volatilité implicite plutôt élevée en comparaison des évolutions des derniers mois (la volatilité implicite à 1 mois de l'EUR/JPY se situant aux alentours de 8,65 % après avoir connu un pic à 10,10 % début mars).

L'euro s'est également apprécié contre la livre sterling d'environ 0,70 % à 0,6783 en fin de période, alors même que les attentes d'un resserrement monétaire du taux directeur de la Banque d'Angleterre à 5,50 % au cours du deuxième trimestre 2007 se sont renforcées.

Au total, le taux de change effectif nominal de l'euro (contre ses 24 principaux partenaires commerciaux) s'est légèrement apprécié (+ 0,4 %). *A contrario*, au cours de la même période, le taux de change effectif nominal du dollar s'est déprécié de 0,9 %.

Le cours de l'or a connu une évolution heurtée en mars, fluctuant entre 636 et 669 dollars l'once et clôturant sur un cours proche de celui de début mars à 665 dollars l'once. Les cours du pétrole ont fortement progressé (de près de 17 % pour la référence *Brent*). Les tensions géopolitiques alimentées par l'Iran, comme des conditions climatiques moins favorables aux États-Unis ont constitué des facteurs de soutien des cours. Fin mars, les investisseurs privilégiaient une appréciation supplémentaire des cours du baril, comme en témoigne la reconstitution de positions longues sur le NYMEX (marché à terme de New York).

3|2 Les marchés de taux d'intérêt

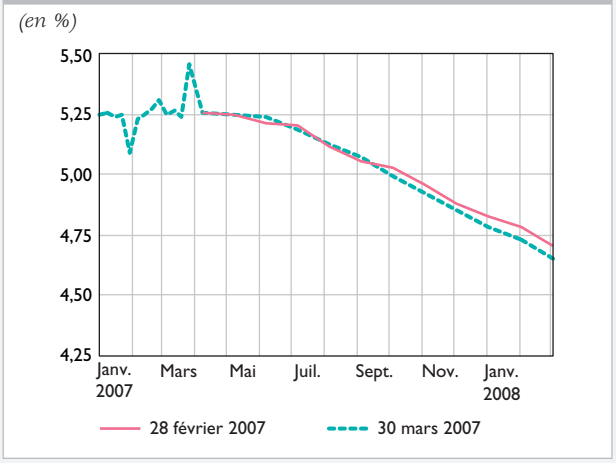
Les taux monétaires et rendements obligataires se sont dans l'ensemble inscrits en hausse au cours de la période avec, en tout début de mois, un épisode éphémère de remontée de l'aversion au risque.

Stabilité des anticipations sur les taux monétaires américains et hausse des taux longs

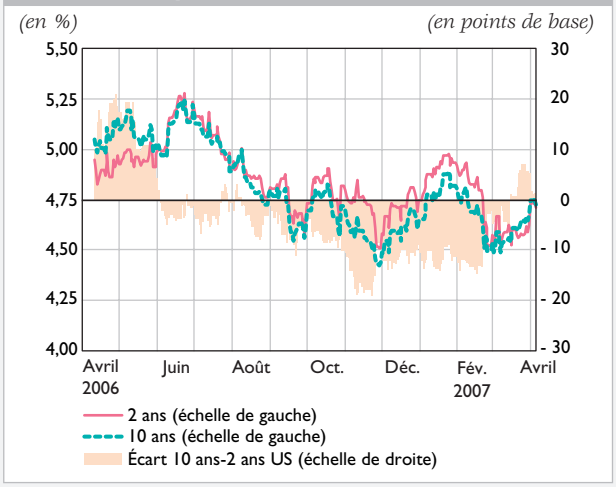
La courbe des taux monétaires s'est aplatie en mars, les taux implicites des contrats eurodollar 3 mois s'étant tendus sur les maturités les plus proches (+ 8 points de base, à 5,27 % à juin 2007), alors qu'ils ont légèrement reculé sur les maturités éloignées (– 3 points de base, à 4,72 % à mars 2008). Cet aplatissement a reflété un report des anticipations d'une première baisse des taux américains, favorisé par la vigilance exprimée par les membres du FOMC quant aux développements futurs de l'inflation. Ainsi, le 30 mars, les participants de marché avaient repoussé de septembre à octobre 2007 leurs anticipations d'un premier mouvement de baisse de 25 points de base à 5 %. À l'horizon de février 2008, le taux des fonds fédéraux était attendu à 4,75 %. Les difficultés rencontrées par les « *subprimes lenders* » n'ont en conséquence pas pesé de façon notable sur la formation des anticipations de marché.

La courbe des rendements obligataires américains s'est pentifiée, revenant sur l'inversion observée au cours des derniers mois. Le rendement à 2 ans a baissé de 7 points de base à 4,64 % alors que le rendement à 10 ans s'est tendu de 10 points de base à 4,71 %. Si l'évolution de la partie courte de la courbe obligataire résulte de la confirmation des anticipations de baisse de taux du Système fédéral de réserve , les rendements de long terme se sont tendus essentiellement sous l'effet d'une augmentation des points morts d'inflation. Le point mort d'inflation sur la maturité 2015 s'est ainsi tendu de 8 points de base à 2,43 %, alors que le taux réel sur cette même maturité a baissé de 2 points de base à 2,19 %.

Taux des fonds fédéraux passés et anticipés tirés des *overnight swap spreads*



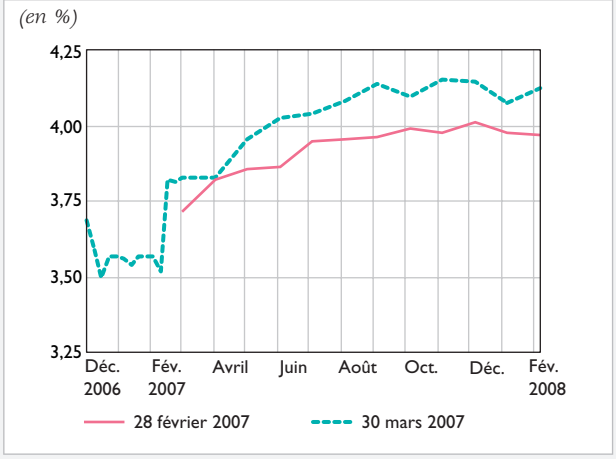
Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



Hausse des taux monétaires et des rendements obligataires en zone euro

Le 8 mars, conformément aux anticipations de marché, la BCE a augmenté de 25 points de base à 3,75 % le taux minimum de soumission aux appels d'offre hebdomadaires, entraînant une tension des taux monétaires dans un mouvement de pentification. Le taux implicite du contrat Euribor 3 mois de maturité juin 2007 a augmenté de 8 points de base à 4,11 %, contre 19 points de base de hausse à 4,20 % pour le taux implicite du contrat Euribor 3 mois de maturité décembre 2007. Cette évolution traduit une accentuation des anticipations de resserrement monétaire puisqu'une hausse à 4,00 % était désormais très largement attendue par le marché à l'horizon de septembre 2007, et dans une moindre mesure (probabilité inférieure à 50 %) un dernier resserrement à 4,25 % au cours du dernier trimestre 2007.

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

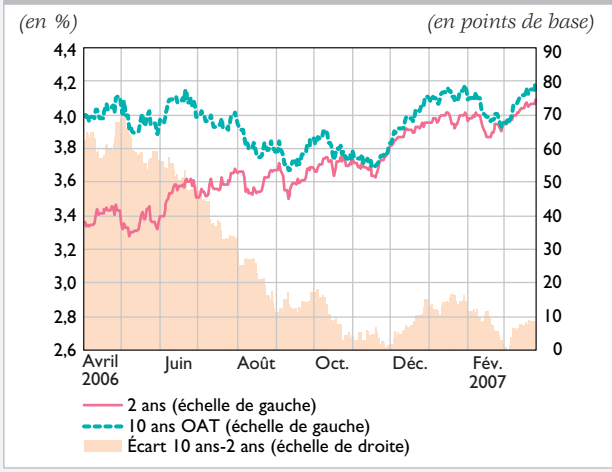


Les rendements obligataires ont évolué de conserve, les rendements obligataires à 2 ans et 10 ans se tendant de respectivement 13 points de base à 4,03 % et 11 points de base à 4,11 %.

Cette augmentation des rendements obligataires en zone euro s'explique pour l'essentiel par une légère remontée des points morts d'inflation. Le point mort d'inflation tel que reflété par le prix des obligations indexées sur l'inflation zone euro OATei de maturité 2015 a progressé de 9 points de base à 2,18 %, alors que le taux réel est resté pratiquement inchangé à 1,85 %.

Au Japon, les rendements obligataires sont restés quasiment stables sur l'ensemble de la courbe : si le chiffre de croissance au quatrième trimestre 2007 a surpris par son importance, il a été compensé par des données traduisant une absence d'inflation.

Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



Le regain d'appétit pour le risque au cours du mois de mars s'est traduit par une poursuite de la diminution des écarts de rendements entre émetteurs privés et émetteurs souverains en euro, pourtant déjà à des niveaux faibles, pour se situer à 66 points de base pour les émetteurs industriels BBB. Ces écarts, en dollars, se sont quant à eux légèrement élargis pour rester néanmoins à des niveaux historiquement bas (+ 3 points de base, à 102 points de base pour les industriels BBB). De même, les écarts de rendement entre émetteurs souverains émergents et américains ont continué à se réduire de 182 à 166 points de base, après s'être temporairement tendus en début de période, à 192 points de base.

3|3 Les marchés boursiers

Les marchés boursiers européens, et dans une moindre mesure américains, ont effacé leur repli de début de mois, pour se situer de nouveau à des niveaux proches de leurs plus hauts historiques depuis 2000. La reprise de la bourse japonaise a été moindre, le Nikkei ne parvenant pas à renouer en fin de période avec la valorisation atteinte fin février.

Le début du mois de mars a été marqué par une forte hausse de la volatilité, mais de courte durée, sur les principaux marchés boursiers, en accompagnement de la hausse de l'aversion au risque déclenchée par la chute brutale de l'indice boursier chinois fin février. Ainsi la volatilité implicite de l'indice DAX, si elle a baissé – au cours du mois – de 17,4 % à 15,9 %, a néanmoins atteint un point haut à 21,7 % mi-mars.

Les bourses européennes et américaines ont pleinement bénéficié des opérations de fusion-acquisition, quasi absentes au Japon, ainsi que de la bonne performance des secteurs pétroliers.

L'avancée plus marquée des bourses européennes peut en outre s'expliquer par des indicateurs de croissance orientés positivement en Europe, favorisant notamment le secteur de la grande distribution alors qu'aux États-Unis, le secteur de la

construction et des prêts hypothécaires immobiliers s'est inscrit en baisse.

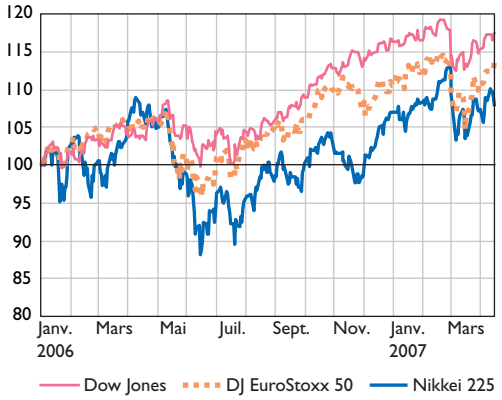
Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 30 mars 2007	Variation par rapport au 1er mars	Variation par rapport au 3 janv.
CAC 40	5 634,2	3,2	0,4
DAX	6 917,0	4,2	3,4
DJ EuroStoxx 50	4 181,0	3,7	- 0,2
FTSE	6 308,0	3,1	- 0,2
Nasdaq	2 421,6	0,7	- 0,1
Dow Jones	12 354,3	1,0	- 1,0
Nikkei	17 287,6	- 0,9	0,4

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

(en %, base 100 = 1er janvier 2006)



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 %)

	Mars 2007		Moyenne année 2007	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	412,4	68,6	382,8	69,7
Pensions à taux fixe	179,2	29,8	165,0	30,0
Pensions à taux variable	233,2	38,8	217,9	39,7
BTAN	124,1	20,7	122,3	22,3
Pensions à taux fixe	38,5	6,4	37,9	6,9
Pensions à taux variable	85,6	14,3	84,4	15,4
BTF	64,3	10,7	44,1	8,0
Pensions à taux fixe	16,3	2,7	13,4	2,4
Pensions à taux variable	48,0	8,0	30,7	5,6
Total	600,8	100,0	549,3	100,0
Pensions à taux fixe	234,0	38,9	216,3	39,4
Pensions à taux variable	366,9	61,1	333,0	60,6

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	30 mars 2007	1er mars 2007	Variation
1 mois	3,75	3,62	+ 13
3 mois	3,80	3,71	+ 9
6 mois	3,90	3,78	+ 12
12 mois	4,03	3,90	+ 13
2 ans	4,04	3,91	+ 13
5 ans	4,05	3,90	+ 15

ÉTUDES

Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro

État des lieux 19

Valérie CHAUVIN
Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision
Service d'Études et de Prévision

Hervé LE BIHAN
Direction de la Recherche
Service de Recherche en Économie et en Finance

Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro 35

Mathilde DESECURES, Cyril POUVELLE
Direction des Relations internationales et européennes
Service des Relations européennes

Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance 47

Dominique LEFILLIATRE
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Le coût du crédit aux entreprises

Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS 61
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires

Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro
État des lieux

Valérie CHAUVIN
Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision
Service d'Études et de Prévision

Hervé LE BIHAN
Direction de la Recherche
Service de Recherche en Économie et en Finance

Le traité instituant l'Union européenne assigne à l'Eurosystème un objectif principal, le maintien de la stabilité des prix. En l'absence de définition précise dans le traité, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté dès 1998 sa propre référence en indiquant que : « la stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à moyen terme ». La « clarification » apportée en 2003 précise que la progression de l'indice compatible avec la stabilité des prix est « inférieure à, mais proche de 2 % ».

L'IPCH a ainsi une place centrale dans le cadre d'analyse de l'Eurosystème qui est donc attentif aux débats dont cet indice fait l'objet. Trois d'entre eux sont plus particulièrement pertinents pour une banque centrale :

• la représentativité de l'IPCH comme mesure effective des prix a été mise en cause à plusieurs reprises pour des motifs différents et avec des conclusions parfois contradictoires ; à la fin des années quatre-vingt-dix, certains statisticiens ont jugé que la progression des prix était surestimée par les indices de prix à la consommation alors que plus récemment c'est l'inverse qui a été avancé, notamment par les associations de consommateurs ;

• au regard du caractère très volatil de certains prix, les économistes se sont interrogés sur l'utilité de faire appel à une notion d'inflation sous-jacente pour évaluer les tendances de moyen terme de l'inflation ;

• le décrochage, observé lors du passage à l'euro fiduciaire, entre l'inflation perçue par les ménages et l'inflation mesurée par les indices a enfin conduit à s'interroger sur les causes et les conséquences économiques de tels écarts et plus particulièrement à évaluer dans quelle mesure certains comportements avaient été adaptés pour tenir compte de cette perception plus élevée de l'inflation.

Cet article dresse un état des lieux de ces problématiques. Il confirme la représentativité de l'IPCH tout en mettant en évidence les problèmes posés par la prise en compte, actuellement partielle, du coût du logement, qui pourrait expliquer une large partie de l'écart entre inflation mesurée et inflation perçue. Il montre que l'inflation sous-jacente n'est pas un indicateur avancé très pertinent de l'inflation totale et que le décrochage de l'inflation perçue n'a probablement pas influencé les comportements individuels.

Mots clés : inflation, inflation perçue, inflation sous-jacente

Codes JEL : E31

NB : Les auteurs remercient Antoine Devulder pour sa contribution à l'une des parties de cet article.

1| L'indice des prix à la consommation harmonisé et le débat sur la mesure de l'inflation

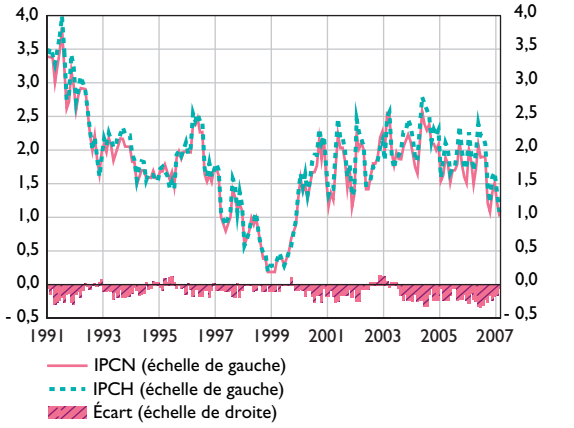
Les indices de prix à la consommation sont des instruments de mesure de l'évolution du niveau général des prix des biens et services achetés, utilisés ou payés en vue d'être consommés par les ménages. Cette définition, généralement admise, est cependant trop floue pour permettre les comparaisons entre pays [1]. Dans le cadre de l'Union économique et monétaire européenne, un indice des prix à la consommation harmonisé a donc été mis en place progressivement au cours des années quatre-vingt-dix. Il fait l'objet d'un règlement de la Communauté européenne (règlement n° 2494/95 du Conseil de l'Union européenne) [2]. L'IPCH a été utilisé pour définir un des critères de convergence et sert de référence pour définir la stabilité des prix. Pour la France, cet indicateur est proche de l'indice des prix à la consommation national (IPCN) calculé par l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE). En effet, l'harmonisation statistique européenne s'est faite sur des méthodes proches de celles utilisées par l'INSEE (cf. graphique 1 et encadré 1).

Un indice de prix est fondamentalement une moyenne pondérée des variations de prix élémentaires des biens et services qui composent l'indice. Un indice de prix peut dès lors être critiqué sur trois points :

• le calcul des variations de prix élémentaires (en particulier du fait de changement de qualité des produits),

Graphique 1 Inflation mesurée par l'IPCN et l'IPCH en France

(glissement annuel, en %) *(points de pourcentage)*



Sources : INSEE, Eurostat, calculs des auteurs

• les pondérations (structure de la consommation),

• le nombre et le type de produits retenus pour calculer l'indice.

La qualité des indices des prix à la consommation a ainsi fait l'objet de controverses dans les années récentes. Un débat méthodologique né aux États-Unis dans les années quatre-vingt-dix a porté sur l'existence de biais dans la mesure de l'indice des prix qui aboutiraient à une surestimation de l'inflation par les statisticiens. Dans un second temps, au moment notamment du passage à l'euro, un grand nombre de consommateurs ou d'associations de consommateurs a suspecté l'indice des prix de sous-estimer le coût de la vie.

ENCADRÉ 1

IPCH et IPCN en France

L'IPCH et l'IPCN français sont très proches. En effet, leurs champs en termes sectoriels sont comparables et les relevés élémentaires sont communs. En revanche, l'IPCH ne contient que les débours des ménages, après d'éventuels remboursements, alors que l'IPCN français inclut l'ensemble de leurs dépenses. Cette différence méthodologique affecte particulièrement le secteur de la santé. Les déremboursements poussent cette composante de l'IPCH à la hausse alors qu'ils sont neutres pour l'IPCN. En revanche, le poids du secteur santé est beaucoup plus grand dans l'IPCN que dans l'IPCH (en 2006, 10 % contre 4,2 %) si bien que l'IPCN total réagit plus fortement aux hausses de tarifs médicaux. Du fait du poids plus faible de la santé, l'IPCH est plus sensible aux variations de prix des produits frais et des produits manufacturés autres que les médicaments et l'habillement.

1 *Le « manuel de l'indice des prix à la consommation », dont est tirée cette définition, a été élaboré par la Banque mondiale, le Bureau international du travail (BIT), la Commission économique des Nations unies pour l'Europe (CEE–ONU), l'Office de statistique des Communautés européennes (Eurostat), le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), ainsi que des experts de plusieurs offices de statistique nationaux et d'universités.*

2 *L'indice est défini comme un indice du coût net pour le consommateur des transactions portant sur un panier de biens et services représentatif. Il s'écarte du concept plus théorique qui serait la variation du revenu nécessaire pour maintenir un niveau identique de satisfaction au consommateur face à la variation d'un ensemble de prix.*

Le débat méthodologique a été introduit par la Commission Boskin réunie par le Sénat aux États-Unis. Le rapport Boskin (1996) a ainsi recensé plusieurs sources de biais dans la mesure de l'inflation par l'IPC aux États-Unis qui conduisaient au total à surestimer l'inflation d'alors (2,7 % en 1995 et 3,2 % en 1996) d'environ 1,1 point. Malgré les améliorations apportées depuis, la surestimation resterait significative ; des évaluations plus récentes conduisent à un biais de mesure à 0,9 % (Lebow et Rudd, 2003) ou 0,8 % (Gordon, 2006). L'ampleur des biais pour la France et la zone euro est très incertaine mais pourrait être sensiblement plus faible. Lequiller situait ainsi en 1997 le biais potentiel pour la France entre 0,1 et 0,25 point d'inflation en insistant cependant sur la fragilité des évaluations. En Allemagne, la Banque fédérale le situait à 0,5 point en 2002 (Deutsche Bundesbank, 2002). Les biais en cause ont principalement trait soit à des effets de substitution, soit à des effets qualité.

Les effets de substitution renvoient au fait que les ménages ont tendance à déformer leur structure de consommation vers les produits dont les prix sont plus bas. Ce problème de calcul de l'indice peut se situer à plusieurs niveaux :

• au niveau détaillé de l'agrégation des relevés individuels (un camembert au lait cru, d'une marque donnée, dans un supermarché des alentours de Lyon), comme il n'existe pas de pondération à ce niveau de détail on utilise pour certains calculs la moyenne arithmétique des rapports de prix. Cette méthode conduit à un « biais de formule de calcul » : un indice agrégé accordant le même poids au départ à deux produits dont l'un voit son prix doublé et l'autre divisé par deux vaudra 125, indiquant une hausse de 25 %, ce qui surestime vraisemblablement la hausse si on considère que les consommateurs ajustent leur panier de consommation face à l'évolution des prix relatifs. L'INSEE en France comme le *Bureau of Labor Statistics* aux États-Unis ont modifié cette pratique, depuis respectivement 1998 et 1996, en adoptant des moyennes géométriques (dans l'exemple indiqué plus haut on garde un indice 100 puisque la moyenne géométrique est la racine carrée du produit des deux indices dont l'un a doublé et l'autre a été divisé par deux) ;

• au niveau intermédiaire de l'agrégation pour obtenir les indices par postes (par exemple « fromages ») et au niveau ultime de l'agrégation des indices par postes pour obtenir l'indice des prix, si la structure de consommation utilisée dans le calcul de l'indice est trop ancienne, alors la proportion des produits dont la croissance des prix est faible risque d'être sous-estimée. L'INSEE actualisant chaque année la pondération des différents produits depuis les années soixante-dix, le risque d'un biais de substitution est désormais limité.

La mauvaise prise en compte de l'effet qualité est également susceptible d'introduire un biais avec une surestimation systématique de l'IPC. La question se pose, là encore, à plusieurs niveaux.

D'abord, lorsque qu'un produit est modifié, le nouveau prix constaté ne devrait pas être retenu directement mais il devrait être systématiquement remplacé par celui d'un produit dont les services sont équivalents au précédent (la logique est la même lorsqu'un produit sort du marché et de l'échantillon des relevés et qu'il est remplacé par un produit légèrement différent). En pratique, les instituts statistiques corrigent l'évolution des prix constatés de la variation de la qualité. L'effet qualité peut jouer dans les deux sens mais au niveau agrégé l'effet qualité est positif. La correction des effets qualité est désormais généralisée avec, dans un certain nombre de cas, une estimation du prix à partir d'une relation économétrique entre prix et caractéristiques des produits (méthode dite des prix hédoniques). L'impact de ces traitements de la qualité a été analysé dans le cas français par Guédès (2004) pour l'année 2003. Cette étude montre que l'impact des ajustements effectués est de 0,3 %. En d'autres termes, si, contrairement à ce que demande la théorie économique, les instituts statistiques ne faisaient aucun ajustement des effets qualité, le taux d'inflation annuel serait plus élevé de 0,3 point. Des études récentes ont tenté, dans le cas des États-Unis (Lebow et Rudd, 2003 et Gordon, 2006), d'évaluer la pertinence de la correction des effets qualité. Elles suggèrent que cette correction est insuffisante : au titre des seuls effets qualité, le taux d'inflation serait ainsi surestimé aux États-Unis d'environ 0,4 point.

La question se pose également lorsque des produits totalement nouveaux apparaissent et pour lesquels on a tendance à retarder la date d'introduction dans l'IPC alors même que leur prix baisse en général fortement au début de leur commercialisation.

Les débats méthodologiques à la suite du rapport Boskin portaient sur l'existence d'un biais dans le sens d'une surestimation de l'inflation. L'existence d'un risque de

surestimation est d'ailleurs une des raisons invoquées par les économistes pour justifier un objectif de taux d'inflation positif plutôt qu'égal à zéro à moyen terme. Par contraste, alors que la méthodologie de la collecte et du calcul ainsi que le champ de l'indice n'ont que peu varié dans les années récentes, les dernières controverses portent sur l'hypothèse que l'indice des prix sous-estimerait l'inflation. Cela a donné lieu à la multiplication d'indices construits soit par la DGCCRF au ministère des Finances (Direction générale de la Concurrence, de la Consommation et de la Répression des fraudes qui construit les indices « chariot type », dont le contenu a été accepté par six associations de consommateurs), soit par des associations de consommateurs. Certains mettent même en cause les relevés de prix effectués par l'INSEE. Il est cependant remarquable que les évolutions des indices ayant des champs et des méthodes de calcul comparables sont semblables à celles calculées avec les relevés de l'IPCN [3]. Par ailleurs, les indices de type « chariot type » sont sujets à différentes limites : pour la plupart, ils ne concernent que certaines catégories de produits ou services (et ne peuvent à ce titre prendre en compte l'évolution du niveau général des prix) et/ou se rapportent aux paniers de certaines catégories de ménages [4]. Sur ce dernier point toutefois, les travaux du Centre d'analyse et de stratégie (2006) montrent que les divergences, si elles existent sur le court terme, ont tendance à s'effacer sur la longue période [5].

Les statisticiens en charge de l'indice des prix ont atteint un consensus sur de nombreux sujets. Un point important de discussion méthodologique reste toutefois ouvert : l'inclusion dans l'IPC du coût du logement pour les propriétaires occupants. Dans l'IPCH, le logement n'est à ce jour intégré à l'indice de prix qu'au travers des loyers effectivement versés par les locataires (seuls les menus travaux de maintenance, à l'exclusion des grosses réparations, sont donc pris en compte au titre des propriétaires occupants), si bien que dans certains pays comme l'Espagne et la Grèce où la plupart des ménages sont propriétaires, le poste « loyer des résidences principales » a un poids négligeable. Cette approche coïncide avec celle en vigueur en France dans le calcul de l'IPCN, ce qui contribue à la proximité des indices mais donne donc un poids limité aux dépenses de logement dans l'indice (respectivement 8 % et 7 % dans l'IPCH et l'IPCN pour les loyers). D'autres solutions sont cependant possibles qui prennent en compte une mesure du coût du logement pour les propriétaires occupants avec plusieurs méthodes pratiquées selon les pays :

- la méthode du coût d'usage (calculé comme une somme de mensualités de crédit, de la dépréciation et des réparations du logement),

- celle des loyers imputés (consistant à affecter comme coût du logement des propriétaires occupants les évolutions de loyers observées sur des appartements similaires),

- celle des paiements (prise en compte des dépenses de paiement d'intérêt, de réparations, etc., effectivement réalisées par les propriétaires),

- celle des acquisitions nettes (fondée sur les acquisitions de logements, hors prix des terrains, des ménages auprès autres secteurs institutionnels nets de leurs ventes auprès des mêmes secteurs).

Ces différentes méthodes soulèvent en fait d'importantes difficultés tant pratiques que théoriques. Par exemple, pour utiliser la méthode des loyers imputés, il est nécessaire que le marché locatif dans le pays concerné soit suffisamment significatif et représentatif. De son côté, la méthode des acquisitions nettes incorpore une composante de prix d'actif, si l'on n'est pas capable d'exclure le prix des terrains, et induit une forte volatilité de l'indice des prix. La méthode des paiements ou du coût d'usage conduit à introduire des taux d'intérêt comme composante de ce poste de l'indice avec la nécessité de prendre en compte les spécificités des crédits (taux fixes, taux révisables). Plus fondamentalement ces méthodes conduisent à introduire, dans l'indice, des services pour lesquels il n'y a aucun paiement explicite ou mesurable de façon incontestable.

3 *Les différences d'évaluation entre « chariot type » et indices des prix n'apparaissent que pour certains produits, comme les produits frais. Dans le calcul des chariots types, la composition des fruits et légumes est constante au cours de l'année tandis que l'approche INSEE fait appel à un panier tournant et prend en compte la saisonnalité dans la disponibilité des produits. En revanche, les prix des produits d'hygiène et de santé achetés dans la grande distribution ont la même évolution pour la DGCCRF et l'INSEE.*

4 *L'INSEE a mis en place sur son site, fin février 2007, un calculateur d'inflation individuelle comme il en existe en Allemagne et au Royaume-Uni.*

5 *Guédès (2006) effectue le même type de calculs pour un plus grand nombre de caractéristiques des ménages, mais sur une période de temps plus limitée.*

2| L'inflation sous-jacente

Les variations au mois le mois étant difficiles à analyser en raison de leur caractère souvent erratique, de nombreuses banques centrales et instituts de conjoncture utilisent des indicateurs d'inflation sous-jacente, avec l'idée que ces indicateurs permettent de mieux appréhender la dynamique de l'évolution des prix.

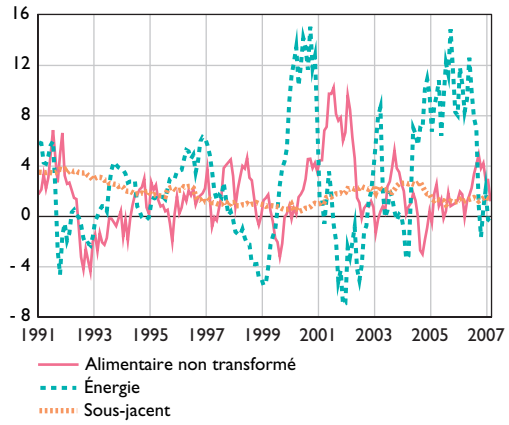
2|1 L'inflation sous-jacente, une notion empirique

La notion d'inflation sous-jacente n'admet pas de définition théorique unifiée. Tout au plus peut-on dire que le principe général consiste à purger la série d'inflation de l'effet de chocs transitoires. Comme, en raison des délais de transmission, la politique monétaire ne peut pas stabiliser l'impact de ces chocs transitoires, il peut être *a priori* légitime d'ignorer le « bruit » que ces chocs introduisent sur la variation du niveau général des prix.

L'indicateur le plus suivi consiste en un indice des prix, redéfini en retirant *a priori* de l'indice d'ensemble les postes dont les mouvements sont supposés les plus erratiques (pour la description d'autres mesures d'inflation sous-jacente, voir encadré 2). En raison de la grande volatilité des séries d'inflation « alimentaire non transformé » et « énergie » illustrée par le graphique 2, l'Eurosystème considère le plus souvent l'indice des prix hors ces deux composantes. C'est cette mesure, dont le profil est effectivement plus lisse que l'inflation totale, qui sera utilisée dans la suite (cf. graphique 3).

Graphique 2 Inflation de certaines composantes de l'IPCH en France

(glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, calculs des auteurs

Les deux séries divergent régulièrement puis se rejoignent. En juin 2006, l'inflation totale dans la zone euro était ainsi de 2,5 %, l'inflation sous-jacente de 1,6 %. Par la suite l'inflation a rejoint l'inflation sous-jacente. Est-ce uniquement sous l'effet de la baisse des prix du pétrole ou l'inflation sous-jacente est-elle fondamentalement un indicateur avancé de l'inflation totale ?

ENCADRÉ 2

Indicateurs d'inflation sous-jacente

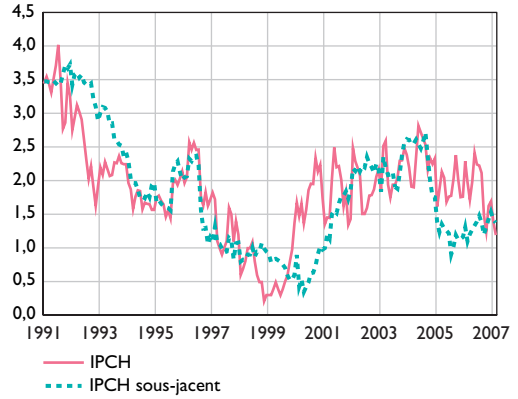
Outre l'IPCH hors énergie et alimentaire non transformé, d'autres indicateurs d'inflation sous-jacente, plus sophistiqués, existent. L'inflation sous-jacente définie par l'INSEE exclut ainsi de l'indice les produits volatils (certains produits frais, énergie, tabac), les tarifs publics ainsi que l'effet des taxes indirectes ; c'est de plus un indice désaisonnalisé. Des méthodes statistiques de différentes natures ont également été utilisées pour construire des indicateurs d'inflation sous-jacente (Le Bihan et Sédillot, 2002) : par exemple l'inflation tronquée élimine à chaque date les postes qui connaissent les variations les plus amples. Selon que l'on considère l'un ou l'autre indicateur, l'appréciation des tensions inflationnistes peut différer assez sensiblement.

Aucun des indicateurs d'inflation sous-jacente, quelle que soit l'approche retenue, n'est exempt de problèmes d'interprétation. Ainsi, les indicateurs définis à l'aide de modèles de séries temporelles reposent sur des hypothèses d'identification discutables (Le Bihan et Sédillot, 2002). Privilégier un indicateur d'inflation sous-jacente construit en éliminant certains postes sectoriels n'a de sens que si les chocs de prix relatifs n'ont qu'un impact transitoire sur le niveau général des prix. Il faut alors s'assurer que ces derniers sont toujours moins persistants que les autres chocs affectant l'inflation. Par ailleurs, se pose la question de la répercussion sur les autres prix d'un choc affectant les prix du pétrole. Ces effets dits « de second tour » (liés par exemple à l'indexation des salaires sur les prix) peuvent conduire à une causalité allant de l'inflation totale vers l'inflation sous-jacente [1]. Enfin, les différents indicateurs par exclusion peuvent croître à un rythme différent de l'indice total. Par exemple, les prix relatifs de l'alimentaire non transformé diminuent sur la longue période.

1 On peut invoquer de tels effets de second tour pour expliquer le rattrapage de l'inflation totale par l'inflation sous-jacente après la hausse des prix du pétrole en 1999-2000.

Graphique 3 Inflation totale et sous-jacente en France

(glissement annuel, en %)



Sources : INSEE, calculs des auteurs

Tableau 1 Tests de causalité (période 1990-2005) de l'échantillon par secteurs d'activité

Causalité	Inflation sous-jacente vers inflation totale		Inflation totale vers inflation sous-jacente	
	F-test	Somme des coefficients	F-test	Somme des coefficients
France brut	0,09	0,12	0,61	0,08
France cvs	0,33	0,30	0,32	0,13
France gl an	0,00	0,10	0,25	0,04
France IPCN cvs	0,01	0,43	0,15	0,37
Allemagne brut	0,05	0,30	0,29	0,41
Allemagne cvs	0,00	0,38	0,13	0,23
Allemagne gl an	0,00	- 0,08	0,07	0,24
Zone euro brut	0,03	0,47	0,86	0,01
Zone euro cvs	0,00	0,49	0,01	0,04
Zone euro gl an	0,00	- 0,02	0,03	0,17

Note : Cellules grisées acceptation de H_0 au seuil de 5 % (i.e. rejet de l'existence d'un lien de causalité)

2|2 L'inflation sous-jacente, un indicateur avancé ?

Afin de vérifier empiriquement si les mesures d'inflation sous-jacente construites *a priori* sont utiles à l'analyse, on teste si ce sont des indicateurs avancés fiables de l'inflation future. L'étude statistique des relations entre l'inflation et l'indicateur usuel d'inflation sous-jacente est menée pour la France, l'Allemagne ainsi que la zone euro sur la période 1985-2006 et différentes sous-périodes plus récentes, sur la base d'estimations et de tests économétriques présentés en encadré 3. On a au préalable vérifié statistiquement que la différence entre les inflations totale et sous-jacente est stationnaire. Cela signifie que même si l'inflation et l'inflation sous-jacente sont non stationnaires [6] (plus précisément, intégrées d'ordre 1), il existe une force de rappel entre les deux mesures. Il reste à définir le sens de la causalité et les caractéristiques de la dynamique.

Le tableau 1 présente des résultats de tests statistiques de causalité [7] (cf. encadré 3 pour une description des tests). En général, sur longue période, une relation de causalité de l'inflation sous-jacente vers l'inflation totale semble exister, ce qui signifie que l'inflation totale tend à converger vers l'inflation sous-jacente. Inversement, sur longue période, on ne trouve pas de relation de causalité de l'inflation totale vers l'inflation sous-jacente.

Cependant, les résultats fournis par des tests de capacité prédictive à différents horizons, présentés dans le tableau 2, conduisent à atténuer le diagnostic. En effet, la capacité prédictive pour l'inflation totale d'un modèle contenant l'inflation sous-jacente n'est pas significativement meilleure qu'un simple modèle autorégressif [8] (cf. encadré 3 pour une description des modèles). Cette faible capacité prédictive met en évidence les limites d'un indicateur synthétique comme l'inflation sous-jacente.

6 *Cette hypothèse n'est pas rejetée statistiquement sur la période 1985-2005 mais pose un problème d'interprétation théorique. Statistiquement, on distingue les processus aléatoires stationnaires (au deuxième ordre) – qui sont de moyenne et de dispersion autour de la moyenne (de variance) stables au cours du temps – des processus non stationnaires – pour lesquels l'une au moins de ces caractéristiques évolue au cours du temps. Les variables qui ont des tendances – ce qui est typiquement le cas des variables économiques considérées en niveau (ou en logarithmes comme ici) – entrent dans cette deuxième catégorie. Les variables non stationnaires en niveau mais dont les variations sont stationnaires sont dites intégrées d'ordre 1 – ce qui se note I(1).*

7 *Il s'agit ici d'une notion statistique qui signifie que le passé de l'un des indicateurs contient une information propre utile à la prévision de l'autre indicateur.*

8 *La faible capacité prédictive de l'inflation sous-jacente n'est pas contradictoire avec l'existence d'un lien de causalité à long terme. En effet tester l'existence d'un lien de causalité équivaut à évaluer la capacité prédictive de l'équation, sur l'échantillon d'estimation, à l'horizon d'un mois uniquement.*

Tableau 2 Qualité prédictive de divers modèles (erreurs de simulations hors-échantillon 2000-2006)

Horizon (mois)	France			Allemagne			Zone euro			France IPC		
	AR	VAR	VECM	AR	VAR	VECM	AR	VAR	VECM	AR	VAR	VECM
1	3,45	3,42	3,42	8,26	8,04	7,88	0,66	0,63	0,55	2,03	2,09	2,40
2	2,99	3,05	3,03	7,90	8,21	8,27	0,66	0,71	0,64	2,32	2,46	2,62
3	2,12	2,13	2,34	7,93	8,03	8,45	0,57	0,61	0,60	1,85	1,93	2,10
6	**1,83**	**1,84**	2,27	6,75	6,72	7,13	**0,55**	**0,55**	0,71	**1,82**	**1,81**	1,98
12	1,56	1,63	2,21	6,19	6,26	6,80	**0,73**	**0,72**	1,13	**1,94**	**1,95**	2,13
24	1,38	1,38	2,39	3,51	3,52	3,84	**0,42**	**0,40**	0,93	1,73	1,72	1,99

Note : Chiffres en gras lorsque le modèle domine l'un des deux autres

ENCADRÉ 3

Inflation et inflation sous-jacente : tests économétriques

1. Tests de causalité

Pour mettre en évidence le lien de causalité de l'inflation sous-jacente vers l'inflation totale, on estime l'équation

$$\Pi_t = \sum_{i=1}^{K} \alpha_i.\Pi_{t-i} + \sum_{i=1}^{K} \beta_i \Pi^*_{t-i} + \varepsilon_t$$

où Π est l'inflation totale et Π^* l'inflation sous-jacente, mesurées par la croissance mensuelle ou le glissement annuel des prix.

*L'hypothèse H_0 testée est que les coefficients β_i sont nuls (non-causalité). Un test identique (*mutatis mutandis*) est effectué pour tester la causalité de l'inflation totale vers l'inflation sous-jacente. Le tableau 1 présente les* p-value *des deux tests, ainsi que la somme des coefficients β_i. Il y a causalité si la* p-value *est faible, par exemple inférieure à 5 %. Les données de l'IPCH sont soumises à un changement de saisonnalité dû à une évolution de la méthodologie de constitution de l'indice (notamment concernant le traitement des soldes). Ce changement est pris en compte soit par la méthode de calcul des séries corrigées des variations saisonnières utilisées, soit par l'ajout de deux jeux de variables muettes saisonnières dans les régressions sur séries brutes pour prendre en compte la rupture observée.*

2. Pouvoir prédictif hors-échantillon

Trois spécifications ont été testées sur les séries d'inflation mensuelle désaisonnalisées :

équation autorégressive (AR) : $$\Pi_t = \sum_{1}^{K} \alpha_i.\Pi_{t-i} + \varepsilon_t$$

modèle VAR : $$\Delta\begin{pmatrix}\Pi_t \\ \Pi^*_t\end{pmatrix} = \sum_{1}^{K} A_i.\Delta\begin{pmatrix}\Pi_{t-i} \\ \Pi^*_{t-i}\end{pmatrix} + \varepsilon_t$$

modèle VECM : $$\Delta\begin{pmatrix}\Pi_t \\ \Pi^*_t\end{pmatrix} = \sum_{1}^{K} A_i.\Delta\begin{pmatrix}\Pi_{t-i} \\ \Pi^*_{t-i}\end{pmatrix} + B.(\Pi_{t-1} - \gamma.\Pi^*_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Chaque équation permet de formuler une prévision à l'horizon H et donc de calculer une erreur de prévision à cet horizon. Pour évaluer les différents modèles, des simulations rétrospectives sur la période passée sont réalisées hors échantillon, c'est-à-dire que les modèles sont récursivement ré-estimés à chaque nouveau point.

Le tableau 2 contient les erreurs quadratiques moyennes de prévision (EQM) hors échantillon des différents modèles, selon l'horizon de prévision. Lorsqu'un modèle domine au moins l'un des deux autres, l'EQM du ou des modèles significativement meilleurs, au sens du test statistique de Diebold et Mariano (1995), apparaissent en gras. Dans aucun cas le test ne conclut à ce qu'un modèle domine simultanément les deux autres.

3| Perception et anticipation de l'inflation

En fonction de leur expérience propre et d'autres informations dont ils peuvent disposer, les ménages se font une idée de l'évolution des prix ; il est intéressant de la comparer à l'évolution effective des prix, telle que mesurée par l'indice et d'évaluer si elle influence leurs comportements.

3|1 Inflation perçue par les ménages : la rupture de 2002

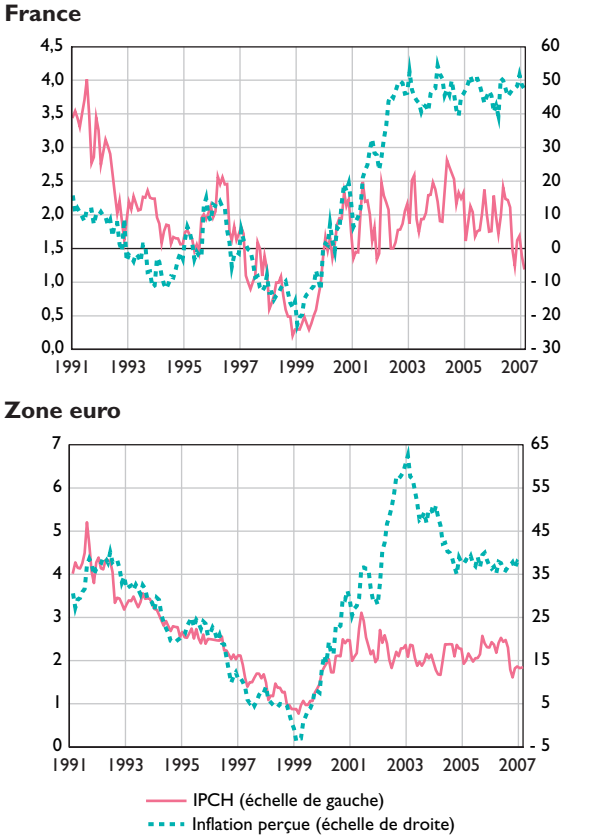
Dans l'enquête communautaire auprès des ménages, réalisée en France par l'INSEE, une question porte sur l'évolution passée des prix, une autre sur leur évolution anticipée et une autre sur leur situation financière personnelle (cf. le questionnaire en annexe). Les analystes désignent de façon usuelle les soldes d'opinions aux deux premières questions [9] respectivement par inflation perçue et inflation prévue, alors même que les ménages ne répondent pas directement en indiquant un niveau d'inflation. Cela se justifie par le lien observé par le passé entre l'inflation telle que mesurée par les instituts statistiques et ces soldes d'opinions, au moins pour l'inflation passée. En effet, le lien entre inflation perçue et observée a été relativement robuste jusqu'en 2002, alors que celui entre inflation prévue et observée était plutôt lâche (cf. graphiques 4 et 5).

Au moment du passage à l'euro fiduciaire, le lien entre inflation perçue et inflation effective s'est brutalement distendu dans tous les pays de la zone euro [10]. Vers 2004, l'inflation perçue s'est à nouveau rapprochée de l'inflation mesurée dans certains des pays, mais pas en France.

Dans le même temps, les soldes d'opinions sur les autres questions de l'enquête auprès des ménages n'ont pas connu des telles ruptures inexpliquées. Ainsi, la relation entre l'inflation anticipée et l'inflation observée ne s'est pas particulièrement détériorée et le pouvoir d'achat perçu est resté en ligne avec le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages effectivement mesuré. Dans les deux cas cependant, les liens observés dans le passé entre l'indicateur tiré des enquêtes auprès des ménages et l'indicateur quantitatif sont assez irréguliers (cf. graphiques 5 et 8).

Graphique 4 Inflation perçue et inflation observée

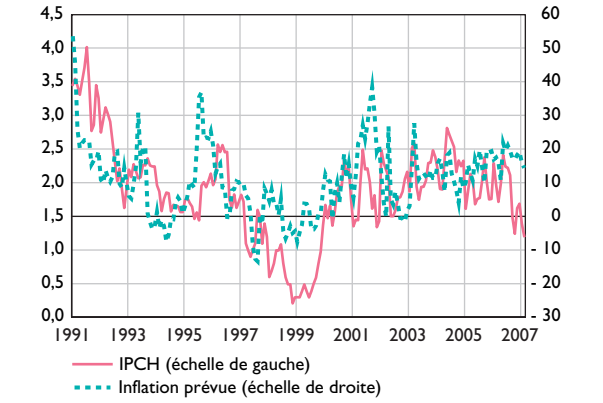
(glissement annuel, en %) *(solde d'opinions)*



Note : L'inflation perçue est mesurée par un solde des réponses à une enquête qualitative (cf. annexe)
Sources : INSEE, calculs des auteurs

Graphique 5 Inflation prévue et inflation observée en France

(glissement annuel, en %) *(solde d'opinions)*



Sources : INSEE, calculs des auteurs

9 *Le solde d'opinions désigne la différence entre la proportion des ménages ayant répondu par une modalité dénotant une hausse et celle ayant répondu par une modalité dénotant une baisse.*
10 *Ce mouvement n'a pas eu lieu au Royaume-Uni ou au Danemark par exemple.*

Il est aussi notable que d'autres indicateurs disponibles sur la perception ou l'anticipation d'inflation par les autres agents économiques n'ont pas non plus été modifiés lors du passage à l'euro. Ni les questions sur les prix dans les enquêtes auprès des industriels ou du commerce de détail, ni les anticipations d'inflation implicites des obligations indexées, ni les prévisions des experts n'ont fait l'objet d'une rupture semblable à celle observée sur l'inflation perçue par les ménages.

3|2 Que mesure l'inflation perçue ? Pourquoi le décrochage ?

Plusieurs raisons ont été évoquées pour expliquer la rupture en 2002. Une analyse utilisant les évolutions observées dans les différents pays de la zone euro suggère que la complexité du taux de conversion a joué un rôle (Ehrmann, 2006). Une autre des raisons les plus plausibles réside dans la sensibilité des ménages aux hausses de prix des produits courants lors du passage à l'euro. Le prix des produits courants a fortement accéléré en 2001 et 2002 puis a connu une croissance soutenue, au moment du passage à l'euro fiduciaire. Certaines hausses, que l'on a observées dans les pays de la zone euro mais pas au Royaume-Uni, Danemark ou Suède, ont pu être directement liées à l'introduction de l'euro fiduciaire et à la perte de certains repères par les consommateurs, comme par exemple pour le café dans les cafés et restaurants ou les coiffeurs (Attal-Toubert *et alii*, 2002) [11]. D'autres, communes à l'ensemble des pays de l'Union européenne, ont pu avoir des sources externes, comme par exemple pour les fruits et légumes, suite à une vague de froid, ou la viande, suite aux épizooties (fièvre aphteuse et vache folle). Enfin, la forte progression des coûts salariaux dans certains services à cette époque (liée aux hausses du salaire minimum non compensées par des exonérations de cotisations sociales) et les hausses de prix du tabac sont des facteurs proprement nationaux. Sur la période 1996-2005, en testant le pouvoir explicatif des différentes composantes de l'IPCN dans l'évolution de l'inflation perçue, il apparaît que seuls l'alimentaire hors produits frais, le tabac, l'énergie, les loyers ainsi que les services à la personne et de réparation [12] sont significatifs. À partir des coefficients estimés de cette équation, on peut reconstituer un poids implicite subjectivement attribué à chacune des composantes par les ménages (cf. tableau 3) si on suppose que les ménages évaluent correctement les variations des prix des principales composantes de l'IPCN mais ne les pondèrent pas de la même façon que l'indice [13]. Dans leur perception de l'inflation, les ménages surpondèreraient essentiellement les loyers ; ils négligeraient environ 40 % de leurs dépenses dans leur évaluation de l'inflation.

Tableau 3 Pondérations sectorielles dans l'inflation observée et l'inflation perçue

	Pondérations		
	implicites de l'inflation perçue	de l'IPCH	de l'IPCN
Alimentation hors produits frais	18	10	15
Tabac	2	2	2
Énergie	3	9	8
Loyers	38	8	7
Services aux particuliers	40	34	24
Autres postes	–	37	44

Ces résultats sont cependant à interpréter avec prudence : le calcul n'a pas pu être mené sur longue période et les fortes fluctuations de court terme des prix relatifs rendent les calculs peu stables. À titre d'exemple, la baisse notable des prix des produits de grande consommation dans la grande distribution en septembre 2004 n'a pas été accompagnée par une diminution de l'écart entre inflation perçue et observée. De plus, si les loyers apparaissent un élément d'explication de l'inflation perçue depuis 1996, sur la période 1987-2003, l'INSEE (2003) met en évidence le lien entre inflation perçue et prix de l'alimentaire et de l'énergie mais écarte les services (en particulier les loyers). Dans la zone euro, la Banque centrale européenne (2003) ne trouve pas de lien entre l'inflation perçue et un indice de « dépenses de poche » construit *a priori* à partir des composantes de l'IPCH.

La presse française et la Banque d'Italie citent aussi parmi les raisons possibles du décrochage la perte de repère lié au passage à l'euro et la perception d'une évolution modérée du pouvoir d'achat, qui ferait paraître l'évolution des prix plus rapide. Le sondage annuel effectué par la Commission européenne montre en effet que la France est le pays où les particuliers ont eu le plus de difficultés avec l'euro. Cependant ce

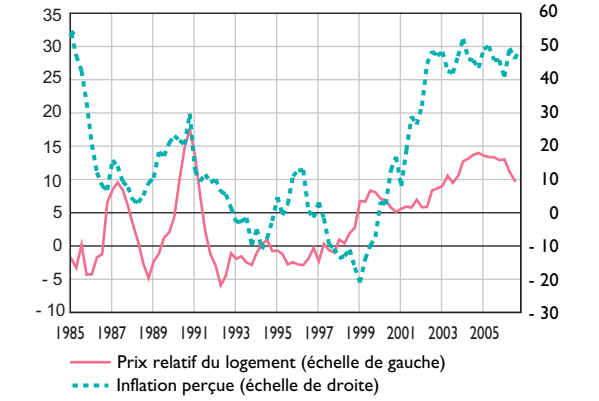
11 *Si les changements de prix ont été particulièrement nombreux à l'occasion du passage à l'euro, cela a résulté à la fois d'un plus grand nombre de hausses et de baisses de prix (Baudry* et alii *2005a et 2005b).*
12 *« Autres services » dans la décomposition de l'IPCN pour l'analyse conjoncturelle*
13 *Ces calculs de pondération implicite sont une actualisation de ceux présentés dans la revue du Crédit Agricole,* Flash Eco *du 26 mars 2004.*

sondage ne révèle pas de telles difficultés dans le cas de l'Espagne, pays qui pourtant se caractérise également par une divergence durable entre inflation perçue et observée [14]. De même, la France et l'Espagne se sont plutôt distinguées par une croissance dynamique du pouvoir d'achat des ménages et l'écart entre inflation perçue et inflation observée s'y est maintenu alors même qu'en Allemagne, où le pouvoir d'achat était étale, l'écart s'est resserré.

La forte augmentation des prix de l'immobilier a pu être à l'origine du décrochage apparu en 2002. Cet argument, s'il peut *a priori* être avancé dans le cas de la France, est difficilement transposable au cas allemand. En France, la croissance des prix relatifs de l'immobilier [15] est légèrement corrélée à l'inflation perçue, mais l'évolution des prix de l'immobilier ne permet pas d'expliquer spécifiquement la rupture de 2002 (cf. graphique 6). Aucremanne et Collin (2005) ont cherché à relier la persistance du décrochage entre le solde d'opinions sur l'évolution passée des prix et l'inflation observée, qui varie selon les pays de la zone euro, à la croissance des prix de l'immobilier, mais ce lien n'apparaît pas statistiquement significatif. Le même exercice réalisé avec la croissance des loyers relatifs aboutit formellement à la même conclusion (cf. graphique 7). La fragilité de ces analyses provient de ce qu'elles sont *de facto* limitées à la zone euro sur la période 2003-2005, après la rupture de 2002. À titre de contre-exemple, ni la bulle immobilière du début des années quatre-vingt-dix en France, ni la situation récente de forte hausse des prix immobiliers au Royaume-Uni n'ont donné lieu à un écart particulier entre inflation perçue et inflation observée.

Graphique 6 Progression du prix relatif de l'immobilier et inflation perçue en France

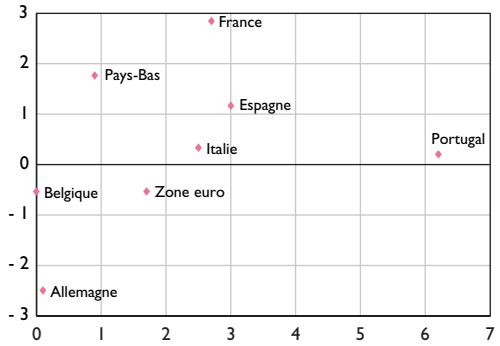
(glissement annuel, en %) *(solde d'opinions)*



Sources : INSEE, calculs des auteurs
Note : L'inflation perçue est mesurée par un solde des réponses à une enquête qualitative

Graphique 7 Loyers relatifs et décrochage entre inflation perçue et inflation observée

(en %, axe des abscisses : écart (en pp) entre inflation perçue et inflation observée au troisième trimestre 2005, axe des ordonnées : progression des loyers réels de 2002 à 2005)



Sources : Eurostat, calculs des auteurs
Note : L'écart entre inflation perçue et inflation observée est obtenu en extrapolant à partir de 2001 la relation observée antérieurement entre le solde d'opinions des ménages sur l'évolution passée des prix et l'inflation effectivement mesurée, ce qui donne une mesure de l'inflation perçue, puis en faisant la différence avec l'inflation effectivement observée.

3|3 L'inflation perçue n'influe pas sur les comportements

Au-delà de la recherche des déterminants de l'inflation perçue, l'influence de cette dernière sur les comportements macroéconomiques est un aspect d'intérêt pour la conduite de la politique monétaire. Deux comportements sont particulièrement susceptibles d'être influencés par l'inflation perçue : la consommation des ménages et la formation des salaires. Dans le premier cas, la perception d'une forte inflation pourrait amener les ménages à consommer moins et donc à épargner plus de façon à maintenir le pouvoir d'achat de leur patrimoine. Dans le second cas, la perception d'une inflation plus forte pourrait amener des revendications salariales plus fortes, revendications qui peuvent cependant ne pas être acceptées par les employeurs.

L'information supplémentaire contenue dans le solde d'opinion par rapport à celle contenue dans la seule série d'inflation mesurée par l'indice, est ici économétriquement mesurée par le résidu d'une régression de l'inflation perçue sur l'inflation effective. Une même spécification a été définie, avec

14 "The euro, xx years later", Commission européenne (2002 à 2006).
15 Ratio des prix de l'immobilier sur indice des prix à la consommation

trois alternatives possibles : une variable de contrôle pour le niveau de l'indice ; une variable de contrôle pour l'existence d'une rupture à partir de 2002, quelle que soit son origine ; pas de variable de contrôle supplémentaire sur une période d'estimation qui se termine en 2001. Le décrochage n'apparaît que dans les résidus de la dernière des spécifications.

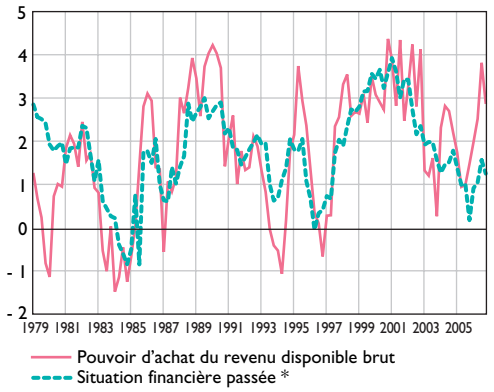
Nous avons testé la significativité de ce résidu dans les équations modélisant la consommation et les salaires dans le modèle Mascotte de la Banque de France (Baghli *et alii*, 2003).

Les résultats des tests économétriques présentés dans l'encadré 4 montrent que l'information supplémentaire contenue dans le solde d'opinion n'a pas d'impact significatif sur les comportements de consommation, résultat semblable à celui de Lefranc (2003). Sur les salaires, le résidu dérivé de la seconde régression apparaît faiblement significatif, suggérant un impact possible de la mauvaise perception de l'inflation sur les salaires. Le résidu qui incorpore le décrochage de l'inflation perçue en 2002 n'est pas significatif. En effet, les résidus de l'équation de Mascotte ne présentent pas de « plateau » semblable. De plus, s'ils sont en moyenne positifs depuis 2002, un tel mouvement n'est pas exceptionnel.

Il est à noter que le solde d'opinions des ménages sur l'inflation prévue a des caractéristiques tout à fait différentes de celui concernant l'inflation perçue, comme l'établit la comparaison des graphiques 4 et 5. Si une rupture existe en 2002 dans la série des anticipations, elle est beaucoup moins prononcée que celle de l'inflation perçue. En revanche, une rupture apparaît de façon significative au dernier trimestre 1990, sans qu'on la retrouve pour l'inflation perçue. Ainsi, les deux soldes d'opinions concernant l'inflation n'évoluent pas de façon synchronisée. Par ailleurs, les soldes d'opinions des ménages sur leur situation financière ne présentent pas une rupture aussi marquée avec l'évolution du pouvoir d'achat effectivement mesuré, compte tenu des irrégularités observées dans le passé (cf. graphique 8). Ce dernier facteur contribue à expliquer pourquoi le décrochage de la perception d'inflation n'a pas eu d'impact sur les comportements des agents.

Graphique 8 Pouvoir d'achat perçu et pouvoir d'achat observé en France

(glissement annuel, en %)



** La situation financière est construite comme solde des réponses à une enquête qualitative, recalé sur la progression observée du pouvoir d'achat de façon à ce qu'il ait même moyenne et même variance.*
Sources : INSEE, calculs des auteurs

ENCADRÉ 4

Inflation perçue et comportements macroéconomiques

Nous estimons tout d'abord trois équations reliant inflation perçue et inflation observée (tableau ci-dessous).

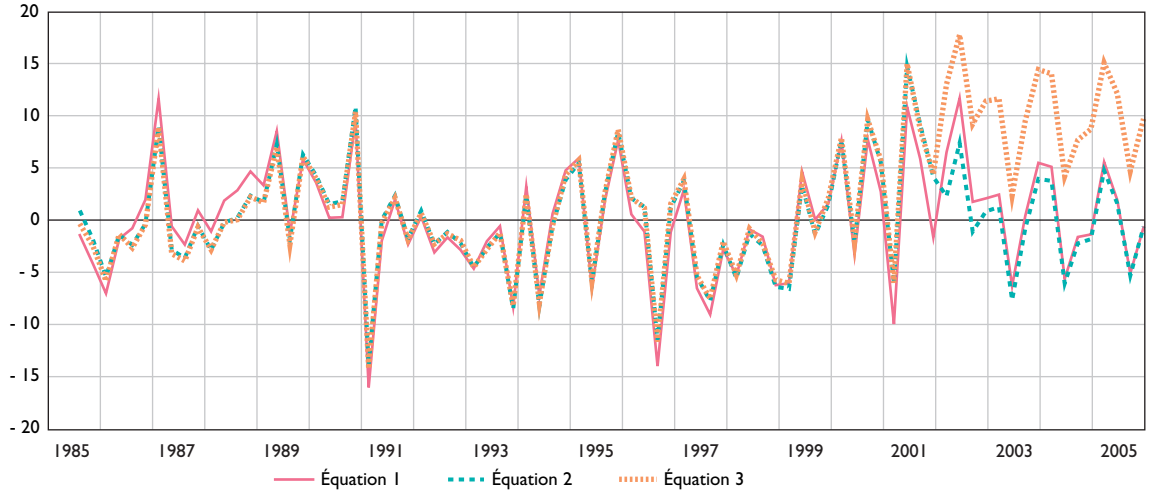
	1. $\Delta infl_perc_t$		2. $\Delta infl_perc_t$		3. $\Delta infl_perc_t$	
Période d'estimation	**1985-2005**				**1985-2001**	
	Coefficient	**t-stat**	**Coefficient**	**t-stat**	**Coefficient**	**t-stat**
$\Delta infl_perc_{t-1}$	0,0149	0,13	0,0885	0,85	0,0734	0,63
$Infl_perc_{t-1}$	- 0,0882	- 2,46	- 0,2399	- 4,19	- 0,2331	- 3,69
$Log(Pc_{t-1}/Pc_{t-2})$	335,6393	1,56	413,3364	2,09	489,4545	2,15
$Log(Pc_{t-1})$*	17,2366	2,71				
Dum2002-			10,6890	3,97		
Constante	- 79,2502	- 2,68	- 1,0763	- 0,92	- 1,5625	- 1,20
R^2		0,13		0,21		0,19

** Cette variable étant au moins intégrée d'ordre 1, le seuil de significativité usuel pour le t de Student ne s'applique pas (il est proche de 4 au lieu de 1,96).*

Dum2002 : indicatrice prenant la valeur 1 sur la période 2002-2005

Les résidus (potentiellement interprétables comme des erreurs de perception d'inflation) figurent dans le graphique ci-dessous.

Résidus des équations reliant la perception d'inflation à l'inflation observée
Résidu des équations d'inflation perçue



Les résidus des équations 1 et 2 sont très proches. Ceux de l'équation 3 divergent à partir de 2002 car le modèle inclut la rupture.

.../...

Dans un second temps nous estimons des équations de consommation et de salaire selon les spécifications suivantes :

$$\Delta \log C_t = a_1 + a_2 \left[\log\left(\frac{C_{t-1}}{rdb_{t-1}}\right) - \left(\frac{T_{t-1}}{rdb_{t-1}}\right)\right] + a_3 \Delta \log P_t + a_4 \left[\Delta \log rdb_t + \Delta\left(\frac{T_t}{rdb_t}\right)\right]$$
$$+ a_5 \left[\Delta \log rdb_{t-1} + \Delta\left(\frac{T_{t-1}}{rdb_{t-1}}\right)\right] + a_6\, resid\,1_{t-1} + a_7\, resid\,1_{t-3} + a_8\, Du_{744} + a_9\, Du_{801} + a_{10}\, Du_{964} + a_{11}\, Du_{861904}$$

$$\Delta \log\left(\frac{S_t}{P_{t-1}^{VA}}\right) = b_1 + b_2 \Delta \log\left(\frac{P_t^{VA}}{P_{t-1}^{VA}}\right) + b_3 \Delta cse_t + b_4 \Delta \log\left(\frac{P_t}{P_t^{VA}}\right) + b_5 \Delta \log\left(\frac{P_{t-1}}{P_{t-1}^{VA}}\right) + b_6 \left[\log\left(\frac{S_{t-1}}{P_{t-1}}\right) - \log \pi_{t-1} - lcss_{t-1}\right]$$
$$+ b_7 U_{t-2} + b_8 \Delta U_{t-1} + b_9 \Delta U_{t-2} + b_{10}\, resid\,1_{t-1} + b_{11}\, Trd_{832} + b_{12}\, Du_{832} + b_{13}\, Du_{992994}$$

avec : C_t *: dépenses de consommation en volume*
T_t *: crédit de trésorerie en termes réels*
RDB_t *: pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages*
S_t *: rémunérations par tête versées par les SNF-EI*
P_t, P^{VA}_t *: déflateur de la consommation et de la valeur ajoutée*
U_t *: taux de chômage*
CSE_t *: taux de cotisation sociale employeur*
π_t *: productivité*
$lcss_t$ *: coin social*

Nous estimons ces équations avec ou sans résidu des équations d'inflation perçue sur l'inflation observée. *Les équations non contraintes Ha, sont comparées à l'aide du test de Fisher aux équations contraintes* H_0 *qui n'incorporent pas les résidus des équations d'inflation perçue/prévue (ce qui équivaut à contraindre leur coefficient à 0) et qui correspondent à celles utilisées dans le modèle de prévision de la Banque de France (modèle Mascotte).*

Variable expliquée	Résidu 1	Résidu 2	Résidu 3
Consommation	1,79 *(3,00)*	1,78 *(3,00)*	1,84 *(3,00)*
Salaire	2,26 *(3,84)*	3,51 *(3,84)*	1,04 *(3,00)*

Pour chaque variable expliquée, le tableau présente les statistiques de Fisher associées aux équations avec et sans résidu pour chacun des résidus des équations d'inflation perçue, et, en italique, le seuil à 95 % de ces statistiques. Lorsque la statistique de Fisher dépasse le seuil, on rejette le modèle H_0 *au profit des équations incorporant les résidus, ce qui signifie que l'information contenue dans l'inflation perçue/prévue et qui n'est pas expliquée par l'inflation réelle améliore les équations. On constate que l'hypothèse* H_0 *n'est jamais rejetée au seuil de 5 %. Elle est néanmoins acceptée si l'on retient un seuil de 10 % pour l'impact du résidu de l'équation 2 dans l'équation de salaire. Au total, l'« erreur de perception » sur l'inflation n'influence pas les deux comportements d'épargne et de salaire, sauf pour le résidu de l'équation 2, qui corrige l'erreur de perception du décrochage observé depuis 2002.*

L'IPCH, un indicateur privilégié de l'inflation dans la zone euro, a fait l'objet d'un important travail d'harmonisation et d'amélioration depuis 10 ans. Les biais susceptibles d'affecter cet indicateur restent faibles, même s'il demeure des débats méthodologiques sur le point de la prise en compte du coût du logement.

Des indicateurs alternatifs comme l'inflation sous-jacente peuvent être utiles pour l'analyse conjoncturelle, mais affichent une performance assez limitée en prévision. Les indicateurs non-standards comme les indices « chariot-type » ne sont pas un bon reflet des dépenses des ménages.

Les ménages ont eu, particulièrement en France, une perception d'inflation forte, en décalage avec la réalité statistique mesurée par l'indice des prix. Ce décrochage persistant reste difficile à comprendre. Il ne semble toutefois pas avoir influencé les comportements économiques.

Bibliographie

Advisory Commission to Study the CPI (1996)
"Final report of the Advisory Commission to study the Consumer Price Index", Washington DC. *Govt Print Office*

Attal-Toubert (K.), De Belleville (L.-M.) et Pluyaud (B.) (2002)
« L'impact à court terme sur les prix du passage à l'euro fiduciaire » *Bulletin de la Banque de France,* n° 105, septembre

Aucremanne (L.) et Collin (M.) (2005)
"Is there a discrepancy between measured and perceived inflation in the euro area countries since the euro cash changeover?", séminaire OCDE, 21-22 juin

Baghli (M.), Brunhes-Lesage (V.), de Bandt (O.), Fraisse (H.) et Villetelle (J-P.) (2003)
« Le modèle de prévision Mascotte pour l'économie française : principales propriétés and résultats de variantes », *Bulletin de la Banque de France,* n° 118, octobre

Baudry (L.), Le Bihan (H.), Sevestre (P.) et Tarrieu (S.) (2005a)
« La rigidité des prix en France. Quelques enseignements des relevés de prix à la consommation », *Économie et Statistique*, n° 386, p. 37-57

Baudry (L.), Le Bihan (H.), Sevestre (P.) et Tarrieu (S.) (2005b)
« Caractéristiques des ajustements de prix en France et dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des données individuelles de prix à la consommation », *Bulletin de la Banque de France*, n° 141, septembre, p. 41-57

Banque centrale européenne (2003)
« Évolution récente de la perception de l'inflation dans la zone euro », *Bulletin mensuel*, octobre

Centre d'Analyse stratégique (2006)
« Comment évolue le pouvoir d'achat en fonction de l'hétérogénéité des structures de consommation en France », *La note de veille externe*, n° 32.

Commission européenne (2002 à 2006)
"The euro, xx years later"

Del Giovane (P.) et Sabbatini (R.) (2005)
"*The introduction of the euro and the divergence between officially measures and perceived inflation: the case of Italy"*, Banque d'Italie

Deutsche Bundesbank (2002)
"*Changes in the official consumer price statistics and their implications for the 'measurement bias' in the inflation rate", Monthly report*, août, p. 38-39

Diebold (F.) et Mariano (R.) (1995)
"*Comparing predictive accuracy*", *Journal of Business et Economic Statistics*, juillet, vol. 13, n° 3

Ehrmann (M.) (2006)
"*Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover", ECB working paper series,* n° 588, février

Gordon (R. J.) (2006)
"*The Boskin Commission report : a retrospective one decade later*", *International productivity monitor*, n° 12, printemps

Guédès (D.) (2004)
« Impact des ajustements de qualité dans le calcul de l'indice des prix à la consommation », document de travail, INSEE, n° F0404

Guédès (D.) (2006)
« Indice des prix à la consommation par catégories de ménages 1996-2006 », document de travail, INSEE n° F0606

INSEE (1998)
« Pour comprendre l'indice des prix », *INSEE Méthodes*, n° 81-82

INSEE (2003)
« L'inflation au moment du passage à l'euro », *L'Économie Française 2003-2004*, Le Livre de Poche, Paris

Le Bihan (H.) et Sédillot (F.) (2002)
"*Implementing and interpreting indicators of core inflation. The case of France*", *Empirical Economics*, vol. 27, n° 3, p. 473-497

Lebow (D.) et Rudd (J.) (2003)
"*Measurement error in the consumer price index: where do we stand?*", *The Journal of Economic Literature*, vol. 41, n° 1

Lefranc (S.) (2003)
« Le brouillage des prix induit par le passage à l'euro fiduciaire a-t-il affecté la consommation des ménages dans la zone euro ? », *DP analyse économique,* n° 20

Lequiller (F.) (1997)
« L'indice des prix à la consommation surestime-t-il l'inflation ? », *Économie et Statistique*, n° 303, p. 3-32

Revue du Crédit Agricole (2004)
Flash Eco, 26 mars

Annexe

Questions posées dans l'enquête ménage

Prix

Évolution passée : pensez-vous que, depuis six mois, les prix ont...

... beaucoup augmenté (+)
... moyennement augmenté
... un peu augmenté (–)
... peu varié (–)
... légèrement diminué (–)
... ne sait pas.

Perspectives d'évolution : par rapport à ce qui se passe actuellement, pensez-vous que dans les mois qui viennent...

... il y aura une hausse des prix plus rapide (+)
... il y aura une hausse des prix aussi rapide
... il y aura une hausse des prix moins rapide (–)
... les prix resteront stationnaires (–)
... les prix vont légèrement diminuer (–)
... ne sait pas.

Situation financière personnelle

Évolution passée : au cours des douze derniers mois, la situation financière de votre foyer...

... s'est nettement améliorée (+)
... s'est un peu améliorée (+)
... est restée stationnaire
... s'est un peu dégradée (–)
... s'est nettement dégradée (–)
... ne sait pas.

Pour chaque question, le **solde d'opinions** est calculé comme la somme des réponses marquées d'un (+) moins la somme des réponses marquées d'un (–).

Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro

Mathilde DESECURES, Cyril POUVELLE
Direction des Relations internationales et européennes
Service des Relations européennes

L'euro est utilisé de façon significative dans les régions voisines de la zone euro, soit en tant que monnaie officielle soit de facto. *Cette utilisation, désignée sous le terme « euroïsation », est la plupart du temps unilatérale. Si la théorie économique est assez convergente sur les bienfaits et les coûts à court terme de la dollarisation/euroïsation, le diagnostic porté sur ses conséquences à moyen/long terme pour les pays concernés et sa soutenabilité font, en revanche, l'objet de débats non tranchés.*

L'euroïsation unilatérale officielle a contribué dans des territoires comme le Kosovo et le Monténégro à une stabilisation macroéconomique rapide, après une grave crise politique ou économique, et a pu, de ce fait, être envisagée par de plus grands pays. Elle entraîne cependant des risques pour la stabilité financière à long terme, liés à l'absence de fonction de prêteur en dernier ressort (PDR), surtout dans les pays/territoires caractérisés par une faible implantation de banques à capitaux étrangers et par une situation financière extérieure difficile.

Dans les pays euroïsés de facto, *le risque le plus aigu est constitué par la hausse très rapide des crédits en devises, qui entraîne un transfert du risque de change, lié à une éventuelle dépréciation de la monnaie nationale, vers les emprunteurs finaux (ménages et entreprises non-financières) et donc un risque de crédit indirect pour les banques.*

L'entrée dans la zone euro pour les pays ayant fait le choix unilatéral de l'euroïsation n'apparaît pas compatible avec le cadre multilatéral prévu par le Traité de Maastricht. Pour les pays euroïsés de facto, *la perspective d'entrée dans la zone euro ne peut, à elle seule, supprimer les risques de change et de crédit, car l'entrée dans la zone euro est un processus de long terme, nécessitant une convergence durable. De plus, un taux élevé d'euroïsation entrave la maîtrise de l'inflation par la banque centrale, rendant ainsi plus difficile le respect des critères de convergence.*

Mots clés : euroïsation/dollarisation, monnaie internationale, stabilité financière

Codes JEL : E41, E42, F31, F33

NB : Cet article a bénéficié des commentaires de V. Coudert (DGO-DCSF), J.-S. Mésonnier (DGEI-DIR-POMONE) et d'E. Kurtz (DGEI-DAMEP-SEMSI), que les auteurs tiennent à remercier chaleureusement.

Si le rôle croissant joué par l'euro dans les régions voisines des pays de l'Union économique et monétaire traduit le développement de son statut de monnaie internationale, cette évolution implique aussi des enjeux importants pour la stabilité financière des pays concernés.

Le phénomène monétaire désigné par le terme d'« euroïsation » se définit comme l'utilisation de l'euro par un pays tiers, en remplacement de la monnaie nationale. Il peut prendre des modalités diverses :

• on distingue tout d'abord l'euroïsation *de facto*, qui correspond à un comportement monétaire à l'initiative des agents privés, et l'euroïsation officielle, régime de change adopté par les autorités monétaires, dans lequel l'euro a cours légal ;

• dans le cas de l'euroïsation *de facto*, l'euro peut être utilisé dans la circulation fiduciaire (euroïsation fiduciaire) ou pour le libellé des dépôts et des crédits bancaires (euroïsation financière) ; c'est le cas dans de nombreux nouveaux États membres d'Europe centrale et orientale et dans les pays d'Europe du Sud-Est ;

• dans le cas d'une euroïsation officielle, on distingue l'euroïsation unilatérale (Monténégro, Kosovo) et l'euroïsation multilatérale, qui donne lieu à la signature d'une convention monétaire avec la zone euro (Saint-Marin, Vatican, Monaco) ;

• par ailleurs, un régime d'euroïsation officielle peut être caractérisé par un cours légal exclusif de l'euro ou bien par la coexistence de plusieurs cours légaux.

Certains pays d'Europe centrale, candidats à l'adhésion à l'Union européenne dans les années quatre-vingt-dix, ont pu envisager d'introduire unilatéralement l'euro mais ils en ont été dissuadés par l'officialisation de la position de l'Union européenne, qui considère l'euroïsation unilatérale incompatible avec le cadre multilatéral prévu par le Traité de Maastricht pour l'adoption de l'euro. La position du Conseil des ministres des finances de l'Union européenne, fixée lors de sa réunion de novembre 2000, cohérente avec celle de l'Eurosystème, précise ainsi que l'euroïsation « ne peut être un moyen de se soustraire aux étapes prévues par le Traité pour l'adoption de l'euro ». Cette position se justifie à plusieurs titres :

• l'euroïsation n'est pas un substitut à l'intégration économique ;

• elle comporte des risques pour la stabilité financière des pays concernés ;

• même si les pays euroïsés sont d'un faible poids économique par rapport à celui de la zone euro, l'Eurosystème ne doit en aucun cas être considéré comme responsable de la stabilité financière des pays euroïsés, en étant tenu de fournir de la liquidité d'urgence en cas de crise bancaire.

Cet article s'attache, tout d'abord, à présenter les débats concernant les bienfaits et les coûts de l'euroïsation officielle et *de facto* (cf. section 1|). Il dresse ensuite un état des lieux des pays et territoires euroïsés en Europe (cf. section 2|).

1| Revue de la littérature

1|1 Euroïsation ou dollarisation *de facto*

Nous emploierons dans cette première sous-partie le terme de « dollarisation » au sens générique, classique dans la littérature, d'utilisation d'une monnaie en-dehors de son pays d'émission.

Les motifs

Les modèles de substitution monétaire se réfèrent aux situations dans lesquelles apparaît une demande de monnaie étrangère pour assurer les fonctions de moyen de paiement et d'unité de compte. Dans un contexte de forte inflation, voire d'hyperinflation, les agents cherchent à se prémunir contre le risque de dévaluation/dépréciation de la monnaie nationale, comme en Amérique latine dans les années soixante-dix, dans les pays en transition au début des années quatre-vingt-dix et dans les pays de la CEI actuellement.

Cette approche ne permet toutefois pas d'expliquer totalement la persistance, voire l'essor de la dollarisation au cours des années quatre-vingt-dix, alors que les politiques de stabilisation macroéconomique avaient réussi à faire reculer l'inflation (Balino *et alii*, 1999).

Les modèles de substitution d'actifs, qui se polarisent sur la fonction de réserve de valeur, s'intéressent aux situations dans lesquelles un risque macroéconomique

fait naître une demande d'actifs étrangers. Cette dollarisation financière peut avoir une dimension internationale et domestique.

La dollarisation externe (contrats financiers entre résidents et étrangers, *i.e.* dette obligataire) résulte de l'incapacité des pays émergents à emprunter à l'étranger dans leur propre monnaie. Selon les auteurs de la thèse du « péché originel » (Eichengreen et Hausmann, 1999), cette incapacité ne reflèterait pas seulement des facteurs domestiques, mais plutôt, comme le souligne Prat (2006), « les caractéristiques des marchés financiers internationaux et, plus précisément, la présence de coûts fixes de transaction et d'externalités de réseau (ainsi les investisseurs ont intérêt à détenir et à utiliser une monnaie déjà employée dans les transactions internationales) ».

Levy-Yeyati (2006) distingue deux facteurs de la dollarisation financière domestique (contrats financiers entre résidents, dépôts et prêts libellés en devises) : d'une part, un comportement rationnel de couverture des risques en réaction à la transmission des variations de change aux prix domestiques, et d'autre part, une conséquence de l'aléa moral lié aux fonctions de prêteur en dernier ressort. Dans ce cas, anticipant une intervention publique en cas de dépréciation massive, les emprunteurs n'internalisent pas suffisamment les risques liés aux emprunts en devises.

Les effets

À son crédit, la dollarisation rend possible, dans les pays à forte inflation, le développement de l'intermédiation financière, en offrant aux déposants un outil de protection ; *a contrario*, la plupart des politiques actives de dé-dollarisation (Mexique, Pérou, Bolivie) ont provoqué une contraction brutale de l'intermédiation financière domestique (Balino *et alii*, 1999).

La dollarisation a cependant un certain nombre de conséquences négatives.

Un premier courant de la littérature souligne les conséquences négatives de la dollarisation sur la politique monétaire, compte tenu du fait que les devises en circulation échappent au contrôle des autorités monétaires. Dans les économies dollarisées, la demande de monnaie est plus instable, du fait d'une sensibilité accrue des agrégats monétaires aux modifications des anticipations concernant le taux de change. De nombreux économistes considèrent par conséquent que la « dollarisation pose un défi à la conduite d'une politique monétaire cohérente et indépendante » (Balino *et alii*, 1999). Enfin, plus l'intermédiation financière se fait en devises, plus l'efficacité du canal des taux d'intérêt diminue. La croissance des prêts en devises n'est pas limitée, du moment qu'il y a importation de devises ; l'impact des hausses de taux d'intérêt sur le coût apparent des prêts en devises diminue.

L'accentuation de la transmission des variations de change aux prix à l'importation du fait de la dollarisation fait également l'objet de nombreuses études. L'accélération de la transmission des variations de change limite en effet la flexibilité de la politique monétaire et ses vertus contracycliques.

C'est cependant l'impact négatif de la dollarisation sur la stabilité financière qui est au centre de la littérature : la dollarisation financière accroît les risques liés aux déséquilibres en devises dans les bilans des agents économiques (« *currency mismatches* »).

Le concept de déséquilibres en devises se trouve au cœur des modèles de crises de change de troisième génération, élaborés à la suite de la crise asiatique : « l'accumulation d'engagements extérieurs libellés en devises, alors que les revenus (ou les actifs) continuent à être libellés en monnaie nationale, provoque une fragilité financière au niveau du bilan des secteurs économiques, pouvant entraîner dans les cas extrêmes des anticipations autoréalisatrices de dépréciation du taux de change de la part des investisseurs » (Prat, 2006). L'analyse des crises dans les pays émergents a donc mis en évidence, d'une part la forte dépendance de ces pays vis-à-vis de l'emprunt extérieur (avec les non-résidents), et d'autre part la forte proportion de ces emprunts libellés en devises.

Mais l'approche qui concerne uniquement les déséquilibres en devises externes est insuffisante ; le risque existe au niveau sectoriel, lié à la possibilité pour les résidents de détenir des actifs et/ou des engagements domestiques libellés en devises. Dans le cas d'une dépréciation réelle de la monnaie nationale consécutive à un choc ou à un retournement des anticipations des investisseurs, ces déséquilibres domestiques en devises conduisent à des situations d'insolvabilité, voire à des faillites, puisque les débiteurs sont incapables de rembourser les créditeurs domestiques en devises. Les déséquilibres en devises

au niveau domestique pèsent sur le secteur bancaire de manière directe et indirecte :

• risque de change pesant sur le système bancaire quand la part des passifs en devises est supérieure à la part des actifs en devises, qui rend nécessaire une couverture du risque de change ;

• risque de change transféré aux emprunteurs (entreprises et ménages) et donc risque de crédit indirect pour les banques quand la part des actifs bancaires en devises est supérieure à la part des passifs en devises. Compte tenu des règles prudentielles généralement imposées aux banques concernant leurs positions nettes de change, c'est principalement par cet effet indirect que l'utilisation des devises rend les pays émergents vulnérables (De Nicolo *et alii*, 2003).

Des travaux empiriques récents confirment les risques sur la stabilité financière. Selon De Nicolo, Honohan et Ize (2003), les secteurs bancaires dollarisés sont caractérisés par un risque d'insolvabilité plus élevé, et une plus grande volatilité des dépôts. Calvo et Reinhart (1999) mettent en évidence un lien étroit entre le degré de dollarisation financière et la tendance des économies émergentes à souffrir d'arrêt brutal des flux de capitaux (« *sudden stop* »).

Non seulement la dollarisation *de facto* favorise le déclenchement des crises financières, mais elle en renchérit le coût, en cas de dépréciation brutale du taux de change (Edwards et Magendzo, 2003) : « les pays souffrant de déséquilibres en devises dans leur bilan vont voir la valeur de leurs engagements s'accroître par rapport à la valeur des actifs, rendant le remboursement du service de la dette extérieure et domestique plus difficile en cas de dépréciation de leur monnaie » (Prat, 2006).

La dollarisation partielle provoque dès lors « la peur du flottement » du taux de change (Calvo et Reinhart, 2000), qui renforce en retour les incitations à la dollarisation.

En effet, les risques que font peser sur la stabilité financière les déséquilibres en devises peuvent remettre en question la pertinence des régimes de change flexibles pour les marchés émergents ; les économies touchées par la dollarisation ne sont plus à même d'utiliser le taux de change pour absorber les chocs externes. Ces pays cherchent à limiter la volatilité du taux de change, et des régimes de change apparemment flottants sont en réalité des régimes de change fixe. Cette rigidité forcée du taux de change alimente en retour la dollarisation. Elle renforce l'aléa moral associé à la stabilité du taux de change, enclenchant un véritable « cercle vicieux » de la dollarisation (Honohan et Shi, 2001).

La dollarisation *de facto*, à partir d'un certain degré de substitution monétaire, apparaît donc comme un phénomène auto-entretenu : face à la fragilité accrue du système financier du fait de la dollarisation, les autorités monétaires sont plus que jamais attachées à la fixité du régime de change, elle-même encourageant la dollarisation. Ainsi, certains pays/territoires largement dollarisés peuvent être tentés dans certaines circonstances par la solution la plus extrême en matière de régime de change fixe : donner cours légal à la devise massivement utilisée dans l'économie.

1|2 Euroïsation officielle unilatérale

Tout comme en Amérique Latine, où plusieurs pays ont été tentés par la dollarisation unilatérale (comme l'Argentine en 1999) ou ont franchi le pas (Salvador en 2000, puis l'Equateur en 2001), le débat sur l'euroïsation unilatérale a gagné l'Europe.

La discussion économique liée à l'introduction unilatérale de l'euro dans les pays adhérents et candidats, s'articule autour d'un bilan coûts-avantages, faisant apparaître trois arbitrages fondamentaux :

• réduction des coûts de transaction *vs* rigidité du taux de change ;

• renforcement de la crédibilité *vs* abandon du recours à la politique monétaire contracyclique ;

• réduction des coûts d'endettement *vs* fragilisation du système financier (perte de la fonction de prêteur en dernier ressort).

Les bénéfices attendus

Comme pour l'union monétaire, l'euroïsation unilatérale fait profiter les agents économiques de la baisse des coûts de transaction. En revanche, les autres bénéfices traditionnellement associés aux zones monétaires optimales (ZMO), baisse des taux d'intérêt nominaux ou disparition de la contrainte extérieure, sont davantage controversés.

L'euroïsation unilatérale, en annulant le risque de change et le risque de défaut associé à l'éventualité d'une dévaluation, et en aidant à contenir l'inflation, permet une baisse des taux nominaux et donc du coût de financement de l'investissement et du coût de la dette publique (Schoors, 2001 ; Levasseur, 2004).

Backé et Wojcik (2002) soulignent toutefois les limites de cette approche : si les taux à court terme sont, dans une situation d'euroïsation unilatérale, déterminés par la politique monétaire du pays d'émission, en revanche la détermination des taux d'intérêt à long terme serait toujours liée aux facteurs réels, tels que le taux d'épargne, la productivité marginale des investissements, et surtout les anticipations concernant le risque de défaut.

La contrainte extérieure serait vraisemblablement desserrée par l'euroïsation unilatérale : en cas de déséquilibres extérieurs, l'intégration financière accrue faciliterait le financement de ces derniers. Cependant, l'accumulation d'engagements externes ne pourrait se poursuivre indéfiniment : à terme, les investisseurs internationaux seraient tentés de revoir à la hausse la prime de risque, face à l'augmentation du risque de défaut.

Dans quelle mesure l'euroïsation unilatérale peut-elle isoler un pays des crises externes ? Si elle protège effectivement des crises de change par contagion seule, elle ne peut constituer un rempart contre des crises d'une autre nature. Un déficit public non soutenable, une position extérieure qui s'aggrave peuvent inciter les investisseurs internationaux à vendre la dette publique/les autres actifs, voire provoquer une fuite des capitaux vers l'étranger. La réduction de la probabilité que survienne une crise de la balance des paiements se fait au prix d'une hausse de la probabilité de crise du système bancaire (Honohan et Shi, 2001).

Les partisans de l'euroïsation unilatérale soutiennent que celle-ci permettrait une entrée sans heurt dans la zone euro, en évitant les crises de change constatées dans le passé pendant la période conduisant à l'UEM (Buiter et Graf, 2002).

L'euroïsation unilatérale cependant ne peut être considérée comme un substitut à l'intégration économique et monétaire : elle ne permet pas les éventuels ajustements nominaux pendant la période de convergence, et entrave l'évaluation par les marchés du caractère soutenable du taux de change.

Les coûts

L'un des coûts quantifiables les plus directs de l'euroïsation unilatérale est la perte totale des revenus de seigneuriage, qui correspondent au manque à gagner résultant de la suppression des revenus tirés des intérêts perçus sur les réserves de change.

Dans les économies en transition, le seigneuriage est, sauf exception, relativement faible, de l'ordre de 1 % à 2 % du PIB par an (Schobert, 2003).

Le renoncement à son privilège d'émission de la monnaie nationale signifie surtout pour la banque centrale qu'elle ne peut plus jouer son rôle de PDR que dans les limites de ses réserves de change, une fois le remplacement de la monnaie nationale effectué. Les réserves de change sont néanmoins, par construction, très faibles, voire nulles. En raison de l'absence de sources publiques de fourniture de liquidité d'urgence, les banques en situation de crise financière doivent donc trouver des sources alternatives.

L'absence de PDR serait cependant rendue moins grave par la présence massive des banques étrangères dans les systèmes bancaires nationaux des pays concernés (Calvo et Reinhart, 1999) car les prêts des maisons mères à leurs filiales peuvent être considérés comme une source de financement plus stable que les prêts internationaux. Par ailleurs, les banques étrangères seraient moins promptes à réduire le montant des crédits en période de crise que les banques domestiques (Bratowski, 2002). Dans ce cas, la présence de banques étrangères peut constituer un gage de solidité en cas de crise financière dans les pays euroïsés *de facto*, voire un remède à l'absence de prêteur en dernier ressort pour les pays officiellement euroïsés.

Leur participation en cas de crise bancaire reste toutefois loin d'être assurée ; les banques étrangères fonderont leur décision d'apporter du capital au cas par cas, sans nécessairement prendre en compte les aspects systémiques. La crise argentine a montré les limites du soutien des maisons mères à leurs filiales bancaires dans ce pays à la suite des mesures de conversion différenciées de leurs actifs et passifs en dollars vers le peso après l'échec de la parité fixe dollar/peso.

L'abandon de la politique monétaire et de change comme instruments de politique macroéconomique supprime enfin toute possibilité de corriger un

désajustement majeur des taux de change, hormis un ajustement réel des prix et salaires.

Conformément à la théorie des ZMO, la faiblesse des chocs asymétriques et les capacités d'ajustement à ces chocs sont des critères à vérifier avant d'adopter une monnaie commune ou une monnaie tiers ; à défaut, le risque de désajustement du taux de change réel subsiste. Même s'il n'existe plus de taux de change entre la monnaie du pays euroïsé et le cours légal dans la zone euro, les prix et salaires du secteur exposé peuvent en effet durablement s'écarter du niveau de prix de ses concurrents, à la suite ou non d'un choc asymétrique.

Il existe des sources de désalignement des prix spécifiques aux pays en transition, qui seraient plus difficiles à gérer dans le cadre de l'euroïsation unilatérale. Celle-ci permettrait en effet au départ d'abaisser les taux d'intérêt à court terme. La baisse des taux d'intérêt réels qui en résulterait pourrait donner une impulsion à la demande domestique, entraînant un *boom* du crédit. Faute de pouvoir recourir à la politique monétaire et de change, ces tendances à la surchauffe de l'économie seraient difficiles à gérer, l'efficacité de la politique prudentielle étant sujette à caution (cf. *infra*, 2|3). L'avantage même de l'euroïsation unilatérale, à savoir la réduction du risque de change et l'accès aux marchés de capitaux étrangers, peut rendre *in fine* la tâche plus ardue.

2| L'état des lieux

2|1 Typologie

On peut distinguer quatre catégories de pays et territoires euroïsés officiellement ou *de facto* :

• les micro-États officiellement et multilatéralement euroïsés, Saint-Marin, Vatican et Monaco, ont signé avec la zone euro des conventions monétaires, prévues par le Traité. Ces pays avaient en effet conclu des accords monétaires avec la France ou l'Italie, avant l'introduction de l'euro [1];

• les collectivités françaises d'outre-mer officiellement et multilatéralement euroïsées, Saint-Pierre-et-Miquelon, Mayotte. Les collectivités d'outre-mer du Pacifique envisageraient éventuellement d'introduire l'euro;

• les pays et territoires d'Europe du Sud-Est officiellement et unilatéralement euroïsés, Monténégro et Kosovo. À la suite de la guerre en ex-Yougoslavie puis de la guerre au Kosovo, toutes les devises ont reçu cours légal au Kosovo en 1999, mais les comptes devaient être tenus en deutsche mark. À compter du 1er janvier 2002, l'euro a remplacé le deutsche mark. L'euroïsation s'est effectuée sans négociation avec la BCE et par simple échange de billets. *De facto*, l'euro est la seule monnaie en circulation. Au Monténégro, l'introduction du deutsche mark a été effectuée unilatéralement par le gouvernement monténégrin en janvier 2001, avant que l'euro n'acquière le cours légal en juin 2002 ;

• les pays d'Europe centrale, orientale et du Sud-Est, largement euroïsés *de facto* avec une perspective d'entrée dans la zone euro plus ou moins proche. Parmi les PECO membres de l'Union européenne, les pays baltes en particulier sont caractérisés par un degré notable d'euroïsation des dépôts et des crédits bancaires. Ces pays ont vocation à entrer à terme dans la zone euro, lorsqu'ils auront respecté les critères de Maastricht. Quant aux pays d'Europe du Sud-Est non membres de l'Union européenne, ils se caractérisent, comme les Nouveaux États Membres (NEM) de l'Union européenne, par un degré très élevé d'euroïsation des dépôts et des crédits et par une importante circulation fiduciaire en euro mais certains d'entre eux ne sont qu'à un stade liminaire du processus d'adhésion à l'Union européenne.

Plus encore que les pays et territoires dollarisés, les pays et territoires euroïsés se caractérisent par leur proximité géographique ou institutionnelle avec la zone d'émission, en l'occurrence la zone euro.

2|2 Les circonstances de l'euroïsation

Des circonstances, souvent similaires à celles qui ont entraîné ailleurs la dollarisation, ont conduit les pays concernés à introduire l'euro *de facto* ou officiellement :

• des crises de change et des périodes d'hyperinflation, consécutives à des guerres et accompagnées de faillites bancaires et de pertes de dépôts bancaires, ayant brisé

1 *Andorre reste un État unilatéralement euroïsé, dans l'attente de la conclusion des négociations, pour l'instant suspendues, qui ont été ouvertes en octobre 2004 avec la Communauté européenne, en vue d'un accord monétaire.*

la confiance des populations dans la monnaie nationale (Levy Yeyati et Sturzenegger, 2003), notamment au Kosovo et au Monténégro ;

• la circulation importante de billets étrangers (essentiellement deutsche mark et schilling autrichien, puis euro) liée à l'activité touristique dans tous les pays d'Europe du Sud-Est et aux importants transferts des émigrants. Cette circulation fiduciaire a dans certains cas conduit à une euroïsation des dépôts bancaires et à une euroïsation officielle.

Cependant, l'euroïsation en Europe a également eu des causes spécifiques, notamment :

• l'impact de l'introduction de l'euro fiduciaire, qui a conduit les États qui utilisaient l'une des anciennes monnaies nationales (Saint-Marin, Vatican, Monaco [2]) à conférer le cours légal à l'euro. Pour ces États, l'introduction de l'euro était prévue par le Traité de Maastricht [3]. Par ailleurs, le passage à l'euro fiduciaire s'est accompagné en Europe du Sud-Est d'une importante conversion en dépôts bancaires en euros des billets en anciennes monnaies nationales, auparavant thésaurisés (BCE, 2005) ;

• l'importance des revenus des travailleurs émigrés d'Europe du Sud-Est.

Au total, les États et territoires ayant procédé à une euroïsation *de facto* ou officielle se caractérisent par leur petite taille, leur proximité géographique avec la zone euro, les liens politiques avec certains États membres de la zone euro, correspondant dans certains cas à un statut de territoire dépendant et/ou la spécificité des circonstances ayant conduit à l'euroïsation : guerres, graves crises économiques, une euroïsation *de facto* très large précédant fréquemment l'euroïsation officielle.

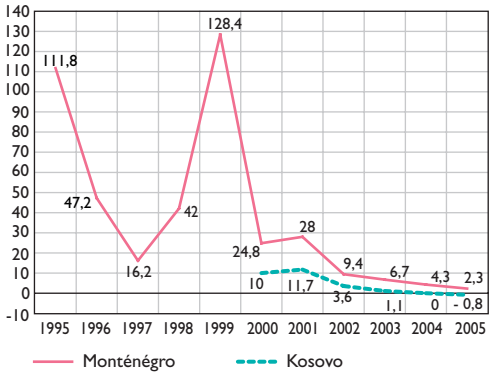
2|3 Les enjeux de l'euroïsation en Europe centrale, orientale et du sud-est

Pour les pays/territoires euroïsés officiellement

Pour le Kosovo et le Monténégro, l'euroïsation a contribué à la stabilisation macroéconomique,

Graphique 1 Évolution de l'inflation au Monténégro et au Kosovo depuis 1995

(en % de variation annuelle)



Sources : Office statistique de la République de Monténégro, cité dans Liebscher et alii *(2005), Banking and Payments Authority of Kosovo*

marquée par une désinflation très rapide, au début de la décennie 2000 (cf. graphique 1). Ses effets sur la croissance sont moins évidents à identifier du fait de facteurs externes, tels que les fluctuations de l'aide extérieure, qui représente une large part du PIB dans les deux pays/territoires.

Compte tenu du déficit très élevé de leurs comptes courants, les réserves de change de ces pays/territoires sont pratiquement nulles. Par ailleurs, tous deux dépendent très fortement de sources externes pour le financement du déficit du compte courant, telles que les revenus du tourisme, l'aide publique extérieure ou les transferts des travailleurs émigrés, qui alimentent des dépôts en devises. Enfin, le Kosovo n'ayant pas le statut d'État souverain — comme le Monténégro jusqu'à une date récente —, il n'a pas accès aux marchés internationaux des capitaux.

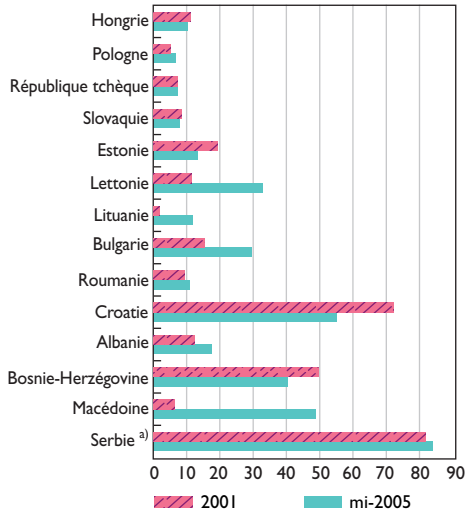
Pour les pays euroïsés *de facto*

L'euroïsation des dépôts bancaires atteint des niveaux particulièrement élevés, entre 30 % et plus de 80 %, en Lettonie, pays membre de l'Union européenne, dans certains pays des Balkans : Croatie, Bosnie-Herzégovine, Macédoine et Serbie et dans une moindre mesure en Bulgarie. Pour huit pays de l'échantillon, la part de l'euro dans les dépôts bancaires s'est accrue entre 2001 et 2005. Concernant la Lettonie, l'augmentation de la part de l'euro peut s'expliquer

2 *Andorre constitue un cas particulier car l'introduction de l'euro n'y est pas prévue par le Traité, alors qu'Andorre utilisait auparavant la peseta espagnole et le franc français.*
3 *Déclaration N°6 du Traité.*

Graphique 2 Évolution de la part de l'euro dans les dépôts bancaires dans les pays d'Europe centrale, orientale et méridionale

(en % du total des dépôts)



a) Dernier chiffre : mi-2004
Sources : BCE et Banques centrales nationales

par la perception par les agents économiques d'une échéance proche pour l'entrée dans la zone euro.

En revanche, pour la Croatie et la Bosnie-Herzégovine, deux des pays connaissant les plus forts taux d'euroïsation des dépôts parmi l'échantillon, la part de l'euro s'est réduite depuis 2001 (cf. graphique 2).

Du côté des crédits en devises, les statistiques agrégées des banques centrales nationales ne permettent pas toujours d'obtenir la part de l'euro dans le total des crédits bancaires. Les informations disponibles pour l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie et la Bulgarie indiquent une part très élevée de l'euro dans les crédits bancaires aux entreprises non-financières et aux ménages de respectivement 73 %, 59 %, 61 % et 44 %. Si l'on prend la part globale des devises étrangères comme indicateur de l'euroïsation des crédits, celle-ci atteint également des niveaux élevés en Roumanie, en Albanie et en Croatie, à hauteur respectivement de 58 %, 74 % et 77 % (cf. graphique 3). La part non négligeable du franc suisse dans « l'euroïsation » des dépôts et des crédits est à noter. Pour la Croatie, le ratio inclut les prêts indexés sur les devises étrangères, qui représentent une part significative, puisqu'ils se montent à 66 % du total des crédits au secteur privé à fin 2005.

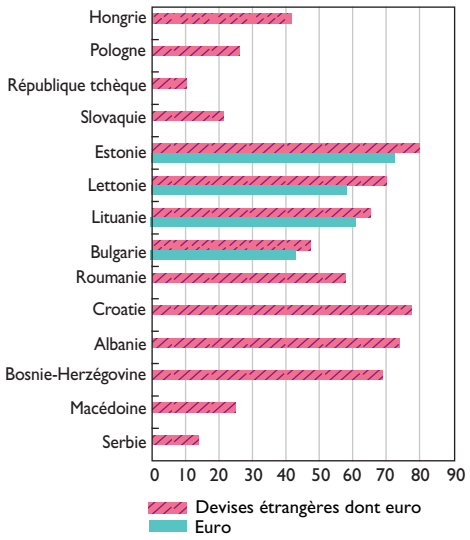
La croissance très rapide des crédits bancaires en devises sur les dernières années (+ 88 % entre 2004 et 2005 en Lettonie, 83 % en Lituanie, 50 % en Macédoine, 35 % en Estonie et en Bulgarie, 23 % en Croatie) peut accroître les risques pour la stabilité financière des pays concernés.

On peut admettre qu'une hausse des crédits en devises s'inscrit dans le cadre d'un phénomène naturel de rattrapage et d'approfondissement financier, qui fait converger la part des crédits totaux au secteur privé (devises plus monnaie locale) dans le PIB vers le niveau des pays plus développés. Cependant, le rythme de hausse des crédits totaux doit rester soutenable, car cette hausse, en alimentant la demande interne, contribue au creusement des déficits courants. Dans de nombreux pays de la zone, le déficit courant dépasse ainsi 10 % du PIB.

Au demeurant, dans la plupart des pays étudiés, les banques centrales ont eu recours à des mesures prudentielles pour tenter de limiter la croissance des crédits en devises ; ces mesures visaient soit les banques (par exemple, fixation de limites sur leurs engagements étrangers, respect d'un ratio entre les

Graphique 3 Part des devises étrangères dans les crédits au secteur privé a) en Europe centrale, orientale et méridionale en 2005

(en % du total des prêts)



a) Y compris les prêts indexés sur les devises étrangères
Sources : Banques centrales nationales, BCE, FMI, Walko et Reininger (2005)

actifs et les passifs en devises étrangères ou entre le crédit en devises étrangères et le capital bancaire, augmentation de la pondération des encours de crédits en devises étrangères pour le calcul du ratio de solvabilité, etc.), soit les emprunteurs (fixation d'un ratio maximum entre le service de la dette en devises étrangères et les revenus de l'emprunteur). Cependant, ces mesures se sont révélées d'une efficacité relative et n'ont réussi au mieux qu'à ralentir temporairement la hausse des crédits en devises, comme en Croatie. En effet, elles sont fréquemment contournées par les résidents, notamment les entreprises, qui peuvent recourir par exemple à des emprunts directs à l'étranger ou à des emprunts non-bancaires, et surtout par les banques étrangères qui ont recours à un financement auprès de leurs maisons mères. Cette faible efficacité a conduit la Banque de Bulgarie à lever progressivement les plafonds de crédits introduits en 2004.

Cette progression rapide des dépôts et des crédits en devises doit conduire à s'interroger sur l'exposition du système bancaire au risque de change. Cette évaluation, qui doit prendre en compte les éléments de bilan et hors bilan des banques, est complexe. Dans la plupart des pays, la position non-couverte des banques en devises étrangères y compris les éléments de hors bilan, en pourcentage de leur capital social, est faible (cf. tableau 1, il s'agit d'un indicateur calculé par le FMI, notamment dans le cadre des missions Article IV).

Il convient donc de s'attacher à l'analyse de la situation des agents non-bancaires, particulièrement des ménages et des petites et moyennes entreprises, car une hausse de leur endettement en devises peut poser un problème pour leur solvabilité, en raison de leur accès limité aux instruments de couvertures contre le risque de change et de leurs faibles ressources en devises, mobilisables pour assurer le service de leur dette.

On peut ainsi opérer une typologie des pays selon la différence entre le montant relatif des crédits au secteur privé en devises et des dépôts en devises. Dans certains pays, le solde des crédits en devises moins les dépôts en devises rapporté au PIB est négatif. Dans d'autres pays en revanche, les crédits en devises atteignent des montants nettement supérieurs à ceux des dépôts, l'écart représentant, parfois, un pourcentage significatif du PIB (entre 11 et 53 points de PIB). Cette situation signifie que le risque de change lié à une éventuelle dépréciation de la monnaie nationale par rapport à l'euro est transféré aux emprunteurs ; elle entraîne, en revanche, un risque de crédit indirect pour les banques, car une dépréciation de la monnaie nationale pourrait réduire la solvabilité des emprunteurs, si leurs revenus ne sont pas à due proportion en euros. Dans une telle situation, il n'est pas certain que le collatéral requis par les banques soit suffisant pour les protéger de la diminution de la solvabilité des emprunteurs.

Tableau 1 Déséquilibres en devises et exposition des banques au risque de change
En 2005

(position en % du capital social, écart en points de PIB)

	Régime de change	Position nette non couverte des banques en devises étrangères	Écart entre la valeur des crédits bancaires au secteur privé et des dépôts en devises étrangères
Hongrie	Bandes de fluctuation (+/- 15 % par rapport à l'euro)	3,5	11
Pologne	Flottement pur	2.5	- 7,1
République tchèque	Flottement géré	0,3	- 17,8
Slovaquie	MCE 2 : Bandes de fluctuation (+/- 15 %) par rapport à l'euro	- 30,0	1,1
Estonie	*Currency board* ancré à l'euro	80,0	52,3
Lettonie	Taux de change fixe contre euro	15,0	40,0
Lituanie	*Currency board* ancré à l'euro	1,8	14,1
Bulgarie	*Currency board* ancré à l'euro	- 5,6	2,9
Roumanie	Flottement géré	- 0,6	0,7 (a)
Croatie	Flottement géré	5,5	- 6,7 (b)
Albanie	Flottement géré	9,5	6,5
Bosnie-Herzégovine	*Currency board* ancré à l'euro	nd	- 13,7
Macédoine	Taux de change fixe contre euro	nd	- 11,4 (b)
Serbie	Flottement géré	nd	- 9,0

(a) En 2004
(b) Y compris prêts indexés sur les devises étrangères
Sources : FMI, Banques centrales nationales, BCE ; calculs des auteurs

Un enjeu commun aux pays euroïsés *de facto* et *de jure*

Face à l'ampleur des déséquilibres en devises dans certains pays, le poids des banques étrangères dans les systèmes bancaires nationaux représente un facteur de stabilité.

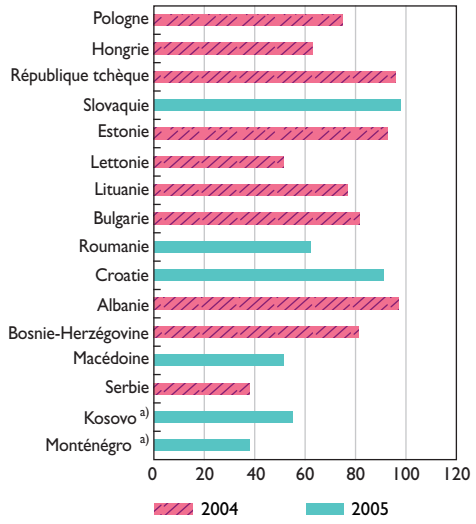
Au regard de la présence étrangère dans les systèmes bancaires, on peut distinguer deux sortes de pays (cf. graphique 4) :

• les pays à forte implantation de banques à capitaux étrangers (part des banques étrangères dans le total des actifs ou le capital supérieure à 60 %), notamment les NEM d'Europe centrale et les pays Baltes, excepté la Lettonie, ainsi que la Bulgarie, la Croatie, l'Albanie et la Bosnie-Herzégovine. Dans ces pays, on peut penser qu'en cas de crise bancaire liée à une dépréciation de la monnaie nationale, les maisons mères apporteraient un soutien en liquidités ;

• les pays avec des banques à capitaux nationaux dominants : Lettonie, Macédoine, Serbie et les deux pays/territoires officiellement euroïsés : Monténégro et Kosovo. Dans ces pays, la fourniture de liquidité d'urgence repose, pour les banques à capitaux nationaux, sur les autorités locales.

Graphique 4 Part des banques étrangères dans le total des actifs bancaires

(en %)



a) Part dans le capital
Sources : BCE, Banques centrales nationales, FMI

L'euroïsation officielle a pu être envisagée par certains pays comme un régime de change permettant une stabilisation macroéconomique rapide, après une grave crise politique ou économique. Elle entraîne cependant des risques pour la stabilité financière à long terme, liés à l'absence de fonction de prêteur en dernier ressort.

Ces risques conduisent à s'interroger sur les stratégies de sortie envisageables, d'autant qu'il y a peu d'exemples de dé-dollarisation (Chili, Israël). Un substitut à l'euroïsation officielle est constitué par le currency board, *dont les principaux avantages par rapport à l'euroïsation sont la fourniture de revenus tirés du seigneuriage monétaire et la préservation pour les autorités monétaires d'une certaine marge de manœuvre pour l'exercice de la fonction de prêteur en dernier ressort, selon les modalités pratiques de fonctionnement du* currency board.

La position de l'Eurosystème, qui considère l'euroïsation unilatérale comme incompatible avec le processus d'adoption de l'euro, n'est en pratique pas éloignée de celle du Système fédéral de réserve américain qui, à propos de la dollarisation de l'Argentine, avait souligné que la responsabilité de la FED en tant que prêteur en dernier ressort ne pouvait être engagée.

Concernant les pays euroïsés de facto, *les risques posés par les déséquilibres en devises (« currency mismatches ») sont les plus aigus pour les pays caractérisés par un fort endettement des ménages et des entreprises en devises. Cette situation entraîne, en effet, un risque de change en cas de dépréciation de la monnaie nationale pour les emprunteurs finaux et un risque de crédit indirect pour les banques.*

Les risques liés à l'euroïsation officielle ou de facto, *particulièrement pour les États d'Europe du Sud-Est non membres de l'Union européenne, doivent être suivis avec d'autant plus d'attention que l'entrée dans la zone euro n'est pas nécessairement envisageable avant de nombreuses années, en raison du retard de nombre d'entre eux dans le processus de convergence vers la zone euro. Or, l'Union européenne insiste sur la nécessité d'une convergence soutenable. Par ailleurs, un taux élevé d'euroïsation entrave la maîtrise de l'inflation par la banque centrale, rendant ainsi plus difficile le respect des critères de convergence.*

Bibliographie

Alesina (A.) et Wagner (A.) (2004)
"Choosing (and reneging on) exchange rate regimes", *Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper, n°* 2008

Backé (P.) et Wojcik (C.) (2002)
"Unilateral euroization: a suitable road towards joining the euro area for central and Eastern european EU accession countries?", in Eesti Pank: *"Alternative monetary regimes in entry to EMU"*, Tallinn

Balino (T.), Bennett (A.) et Borensztein (E.) (1999)
"Monetary policy in dollarized economies", IMF *Occasional Paper,* n° 171

Banque centrale européenne (2005)
"The international role of the euro", décembre

Buiter (W.) et Graf (C.) (2002)
"Anchor, float or abandon ship: exchange rate regimes for the accession countries", EIB Papers, vol. 7, n° 2

Calvo (G.) (2006)
"Monetary policy challenges in emerging markets: sudden stop, liability dollarization and lender of last resort", IABD

Calvo, (G.) et Reinhart (C.) (2000)
"Fear of floating", NBER, *Working Paper*, n° 7 993, Cambridge (Mass.), novembre

De Nicolo (G.), Honohan (P.) et Ize (A.) (2003)
"Dollarization of the banking system: good or bad?", IMF, *Working Paper*, n° 03/146

Edwards (S.) et Magendzo (I.) (2003)
"A currency of one's own? An empirical investigation on dollarization and independent currency unions", NBER, *Working Paper*, n° 914

Eichengreen (B.) (2002)
"When to dollarize", Journal of Money, Credit and Banking, n° 34, vol. 1, February, p. 1-24

Goldstein (M.) et Turner (P.) (2004)
"Controlling currency mismatches in emerging economies"

Halpern et Wyplosz (C.) (2001)
"Economic transformation and real exchange rates in the 2000s: the Balassa-Samuelson connection", in UN/ECE, *Economic Survey of Europe*, n° 1

Honohan (P.) et Shi (A.) (2001)
"Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies", World Bank, *Working Paper*, n° 2 748

International Relations Committee Task Force on Enlargement (2006)
"Macroeconomic and financial stability challenges for acceding and candidate countries", ESCB

Kharroubi (E.) (2006)
"Financial (Dis)integration", Banque de France, Notes d'Études et de Recherche, n° 149

Levasseur (S.) (2004)
"Why not euroïsation?", Revue de l'OFCE, *The New European Union Enlargement*

Levy Yeyati (E.) (2006)
"Financial dollarization", School of Business, *Journal of International Economics*, vol. 59

Levy Yeyati (E.) et Sturzenegger (F.) (2003)
"Dollarization: debates and policy alternatives", Cambridge, MA and London, *United Kingdom MIT Press*

Liebscher (K.), Christl (J.), Mooslechner (P.) et Ritzberger-Grünwald (D.) (2005)
"European economic integration and South-East Europe –Challenges and prospects", Edward Elgar Publishing Limited

McKinnon (R.) (2002)
"Optimum currency areas and the European experience", *Economics of Transition*, vol. 10

Nuti (M.) (2002)
"Costs and benefits of unilateral euroization in Central Eastern Europe", Economics of Transition, vol. 10

Packer (F.) et Borio (C.) (2004)
"Assessing new perspectives on country risk", BIS Quarterly Review

Prat (S.) (2006)
« La théorie du 'Péché originel' : une théorie imparfaite pour évaluer les déséquilibres en devises dans les bilans des économies émergentes », 23e GDR « Économie monétaire et bancaire », Lille, juin

Rostowski (J.) et Bratkowski (A.) (2002)
"The EU attitude to unilateral euroization: misunderstandings, real concerns and sub-optimal admission criteria", *Economics of Transition*, vol. 10

Schoors (K.) (2001)
"The EU and its Eastern european accession countries: should they adopt the euro before or after accession?", *Mimeo*, University of Oxford

Schobert (F.) (2003)
"Euroisation: assessing the loss of seigniorage and the impact on the interest premium in central european countries", Revue économique, n° 54, vol. 5

Walko (Z.) et Reininger (T.) (2005)
"The banking sectors in selected South-Eastern European countries", National Bank of Austria

Winkler (A.), Mazzaferro (F.), Nerlich (C.) et Thimann (C.) (2004)
"Official dollarization/Euroization: motives, features and policy implications of current cases", ECB Occasional Paper Series, n° 11

Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance

Dominique LEFILLIATRE
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

Des études récentes ont mis l'accent sur l'inconvénient que représente, pour l'économie française, le manque de PME « moyennes » à forte croissance, les « gazelles », en regard du nombre de petites entreprises, les « souris », et de grandes entreprises, les « éléphants ». L'absence relative de ces entreprises moyennes à forte croissance expliquerait en partie les carences constatées en termes de production et d'emplois.

Parmi les nombreux travaux de recherche consacrés à la croissance des entreprises, ceux de David Birch se sont centrés sur la problématique de la création nette d'emplois. Dans son ouvrage « The Job Generation Process *» publié en 1979, il conclut que ce sont davantage les entreprises de taille moyenne que les grandes qui créent de nouveaux emplois ; l'auteur, à cette occasion, a introduit le terme de « gazelles » pour désigner ces entreprises moyennes en croissance. Des travaux ultérieurs ont enrichi le débat en complétant ou contestant cette affirmation. Les différentes estimations sont, en définitive, fortement dépendantes de la période de temps choisie, notamment du stade atteint dans le cycle économique, mais aussi de la méthode utilisée pour définir la taille des entités au fil du temps. Des études complémentaires montrent que les PME créatrices d'emplois sont souvent insérées dans des groupes de sociétés et que cette configuration explique en grande partie leur dynamisme.*

De manière plus générale, les questions relatives à la naissance et au développement des entreprises à fort potentiel constituent un thème de réflexion majeur pour les acteurs économiques et les pouvoirs publics. Les débats soulèvent nombre d'interrogations sur la durabilité d'une croissance forte, la possibilité d'atteindre le statut de grande entreprise, les risques associés, de défaillance en particulier, les obstacles rencontrés pour le financement de la croissance, le maintien de l'indépendance ou l'intégration dans un groupe.

Les informations disponibles à la Banque de France [1] permettent d'aborder ces thèmes en tentant d'identifier des éléments de réussite ou, à l'inverse, des facteurs d'échec. L'étude propose le suivi sur dix ans d'un échantillon d'entreprises qui ont connu une croissance forte et continue les cinq premières années. Leur démographie est analysée grâce aux informations sur les évènements qui jalonnent la vie de l'entreprise [2]. Cet examen est complété par l'analyse des profils économiques et financiers suivant le devenir de l'entreprise.

Mots clés : entreprises, PME, gazelles, croissance

Codes JEL : D92, G31, G32, G33, G34

1 *La base de données FIBEN rassemble les données comptables des bilans sociaux des entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 0,75 M€ ou dont l'endettement bancaire excède 380 K€.*
2 *Restructurations, liens financiers, événements judiciaires et marquants*

1| Les entreprises en forte croissance

Les entreprises présentes dans la base FIBEN chaque année de 1996 à 2000 et répondant à des critères relatifs à l'appartenance sectorielle, au régime fiscal, à leur catégorie juridique, au chiffre d'affaires et à la valeur ajoutée [3] constituent la population de référence. Parmi cette dernière figurent les entreprises en forte croissance (EFC) définies comme des entités dont le chiffre d'affaires croît de plus de 10 % chaque année [4].

Cette définition a été préférée à d'autres qui auraient présenté l'inconvénient, soit de retenir un nombre plus faible d'entreprises, en choisissant un taux de croissance annuel supérieur à 10 %, soit de provoquer une forte instabilité dans les ratios économiques et financiers annuels, en fixant un taux de croissance global sur un horizon de quelques années, sans autre exigence qu'un taux de progression annuel positif.

Le devenir de ces entreprises est ensuite étudié de 2001 à 2004 en termes de croissance, de caractéristiques économiques et financières, de maintien ou non de leur indépendance, et de leur survie d'une année à l'autre avec les raisons éventuelles de leur disparition (cessation d'activité, fusion, liquidation judiciaire…).

Parmi les 2 120 EFC suivies, plusieurs sous-populations vont retenir l'attention :

• les entreprises pérennes seront suivies jusqu'en 2004, soit 1 779 EFC pérennes. Parmi elles, 87 EFC sur longue période (EFC LP) conservent une forte croissance, supérieure à 10 % sur les dix années d'étude,

• 341 EFC « sortantes » disparaissent définitivement entre 2001 et 2004.

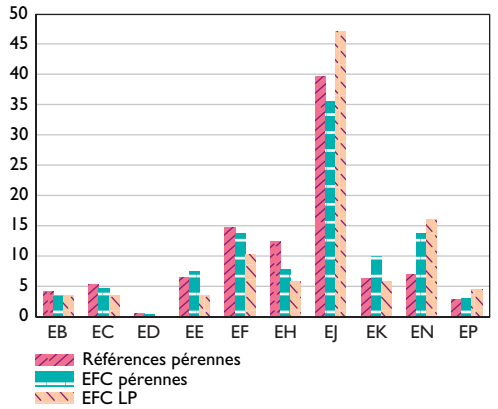
Ces populations seront comparées à l'ensemble des 50 269 entreprises de référence pérennes entre 1996 et 2004.

1|1 Présentation des entreprises en forte croissance

Les EFC sont des entreprises relativement jeunes. En 1996, 27,2 % des entreprises en croissance ont moins de 5 ans d'ancienneté, contre 14,4 % chez les entreprises de référence ; l'âge médian [5] est également

Graphique 1 Répartition dans les secteurs des entreprises pérennes en 1996

(en %)



EB : industries agroalimentaires
EC : industries de biens de consommation
ED : industrie automobile
EE : industries des biens d'équipement
EF : industries des biens intermédiaires
EG : Énergie
EH : Construction
EJ : Commerce
EK : Transports
EN : Services aux entreprises
EP : Services aux particuliers

Sources : Banque de France - FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

3 *De 1996 à 2000, leur appartenance sectorielle est stable d'une année à l'autre ; la durée de leur exercice comptable est de douze mois ; elles sont soumises à l'impôt sur les sociétés ; plusieurs catégories juridiques sont représentées : S.A.R.L., S.A., sociétés en commandite par actions, S.N.C., sociétés en commandite simple, coopératives ; leur chiffre d'affaires est d'au moins un million d'euros chaque année ; leur valeur ajoutée est positive.*

4 *Plusieurs définitions ont été adoptées pour définir les gazelles. Le Ministère des PME, en 2005, a ainsi « labellisé » gazelles 2 000 entreprises de 5 à 250 salariés dont le taux de croissance a été exceptionnellement élevé pendant deux années consécutives (plus de 34 % de croissance du chiffre d'affaires en 2003 puis en 2004). Pour Betbèze et Saint-Étienne (2006), les gazelles sont des PME, de 20 à 500 salariés dans une acception large, de 20 à 250 salariés dans une acception plus étroite, qui « croissent » pendant la période étudiée, soit deux à trois fois plus vite que celles du même secteur d'activité, soit celles dans le « top » 5 % ou 10 % de leur population en termes de croissance (CA ou nombre d'employés), soit celles dont le CA croît de plus de 10 % ou 20 % par an pendant quatre ans, ajoutant de plus : « …Concernant ce dernier critère, on pourra y substituer celui qui consiste à croître de plus de 45 % en quatre ans (au lieu de 10 % par an) ou plus de 100 % en quatre ans (au lieu de 20 % par an) ».*

5 *Un âge médian de 9 ans signifie que la moitié des entreprises EFC observées en 1996 ont été créées il y a moins de 9 ans et que l'autre moitié a une ancienneté supérieure ou égale à 9 ans.*

très différent dans les deux populations : 9 ans pour les premières et 15 ans pour les secondes.

Les EFC sont davantage présentes dans certains secteurs. En nombre absolu le secteur du commerce ressort mais, par comparaison avec les entreprises de référence, les EFC pérennes affichent une plus forte présence dans les services aux entreprises [6], les transports et les biens d'équipement ; à l'inverse, une proportion inférieure d'EFC opèrent dans les secteurs du commerce [7], des biens intermédiaires, de la construction, des biens de consommation, des industries agroalimentaires et de l'industrie automobile. Enfin, le poids relatif des secteurs du commerce et des services peut sembler plus élevé chez les EFC LP que chez les entités pérennes, bien que le faible nombre d'entreprises concernées puisse conduire à relativiser la portée de cette constatation.

Dès 1996, les EFC sont davantage intégrées à un groupe et cette intégration se renforce progressivement au cours du temps

Une forte proportion d'EFC a néanmoins conservé le même statut sur l'ensemble de la période :

• 52,8 % des EFC sont restées intégrées dans un groupe, contre 46,8 % dans la population de référence,

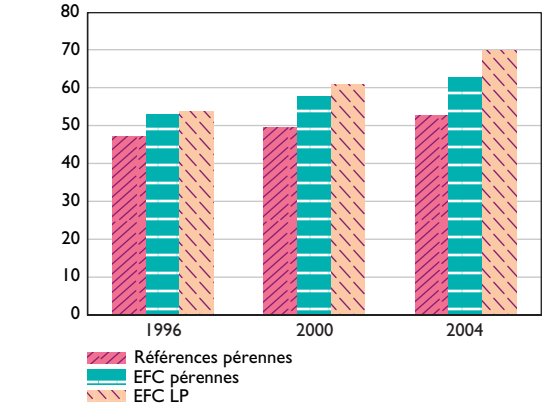
• 36,7 % des EFC sont demeurées indépendantes, contre 46,9 % des entreprises de la population de référence.

L'intégration dans un groupe est un phénomène progressif.

Par ailleurs, quel que soit l'échantillon d'entreprises pérennes, les entreprises indépendantes en 1996 qui ont changé de statut en cours de période (10,2 % des EFC pérennes) sont devenues le plus souvent des têtes de groupe et pratiquement jamais des filiales.

Graphique 2 Progression des proportions d'entreprises appartenant à un groupe entre 1996 et 2004

(en %)



Source : Banque de France - FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Ce constat révèle la constitution de plus en plus fréquente de petits groupes.

Dans un contexte de développement général des groupes, les firmes en forte croissance sont particulièrement concernées, et ce d'autant plus qu'elles trouvent ainsi des synergies nécessaires tant dans la poursuite de la croissance que de son financement.

Les disparitions d'entreprises sont très souvent liées à des opérations de restructuration [8]

341 EFC parmi 1 779 disparaissent entre 2001 et 2004. Les motifs de disparition les plus fréquents sont liés à des opérations de restructuration, essentiellement des fusions-absorptions où elles sont apporteuses (entre 35 % et 54 % des cas de disparition selon les années) et, dans une moindre mesure, à des ouvertures de procédure judiciaire (entre 7 % et 29 % des cas). Quelques fins d'activité sont identifiées (entre 6 % et 15 %) [9].

6 *Avec un plus grand poids, chez les EFC, de deux activités : « conseils et assistance » (8,2 % contre 4,2 %) ; « services opérationnels » (7 % contre 2,6 %)*

7 *Avec une prédominance du commerce de gros, dont le poids est équivalent dans les deux populations (23 % environ), mais une moindre présence des EFC dans le commerce de détail (12,2 % contre 17,5 %)*

8 *Ces opérations peuvent être apporteuses ou bénéficiaires pour l'entreprise : apport partiel actif, création filiale, fusion-absorption, fusion-combinaison, fusion-scission, scission.*

9 *Pour environ un quart des disparitions, aucune cause événementielle n'a été repérée ; compte tenu des modalités d'enregistrement, la disparition est liée le plus vraisemblablement dans ce cas à des opérations de restructuration.*

Tableau 1 Motifs de disparition des entreprises en croissance

Motifs principaux		Disparues en 2001	Disparues en 2002	Disparues en 2003	Disparues en 2004
Restructuration	Fusion-absorption (apporteuse)	43	30	38	39
	Fusion-scission (apporteuse)	1	1	0	0
	Scission	1	1	0	0
Fin d'activité	Dissolution (autre que par op. de restructuration) et en cours de dissolution	5	12	7	9
	Cessation d'activité	0	1	1	0
	Vente de fonds	0	0	1	1
Défaillance	Ouverture de procédure judiciaire (redressement ou liquidation)	15	18	12	6
Autres	Absence de données comptables	15	23	24	37
	Nombre d'entreprises sortant de l'échantillon	80	86	83	92

Source : Banque de France - FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

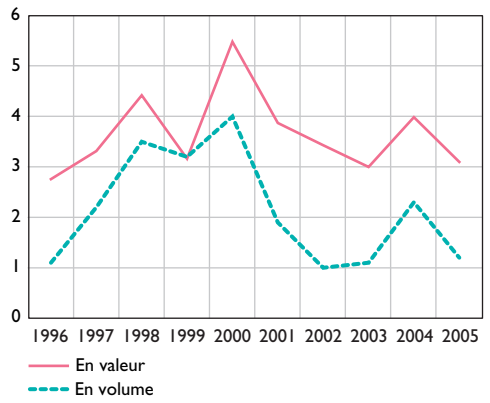
1|2 Intensité de la croissance et effets sur l'emploi

Le contexte économique dans lequel les EFC étudiées ont évolué a pu conditionner leur croissance. La période 1996-2000 a été marquée par un cycle d'expansion économique assez soutenu, suivi d'un fort ralentissement de 2001 à 2003. L'amélioration en 2004 ne s'est pas prolongée en 2005. L'évolution du PIB en valeur et en volume en est une illustration.

Sur l'ensemble de la période 1996-2004, cinq activités ont été plus particulièrement dynamiques : les services aux entreprises, le commerce, la construction, les industries agroalimentaires et les transports.

Graphique 3 Évolution du PIB en volume et en valeur entre 1996 et 2005

(en %)



Source : INSEE comptes nationaux base 2000
Réalisation : Observatoire des entreprises

Sur la période 1996-2000, trois quarts des EFC ont connu un taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur à environ 15 % par an, alors que seul un minimum de 10 % était exigé pour intégrer l'échantillon ; pour la moitié des EFC, ce taux a excédé 20 % ; enfin, pour un quart des EFC, il a été supérieur à 30 %. Les taux de croissance du chiffre d'affaires des firmes de référence ont été nettement plus modestes : le chiffre d'affaires était en diminution pour plus du quart d'entre elles, le quart le plus dynamique ayant une croissance supérieure à 12 %, voire 15 % en 2000, l'année la plus favorable.

La forte croissance constatée sur la période résulte en partie d'opérations de restructurations bénéficiaires : entre 1996 et 2000, 9 % des EFC ont bénéficié d'apports en provenance d'autres entreprises, contre 6,3 % des entreprises pérennes.

L'année 2001 correspond à la fois à un abandon des conditions exigées lors de la constitution de l'échantillon (taux de croissance annuel du chiffre d'affaires supérieur à 10 %) et à une conjoncture économique moins favorable que lors de la période précédente.

Ce contexte influence l'évolution des différentes populations suivies entre 1996 et 2004. Les entreprises de référence pérennes enregistrent notamment un ralentissement dès 2001, qui s'accentue en 2002 et 2003 : si, selon l'année, de 1996 à 2000, le chiffre

d'affaires était en recul pour 26 % à 35 % d'entre elles, cette proportion atteint 45 % en 2002 et 2003, pour retomber à 38 % en 2004.

Chez les EFC pérennes, le taux de croissance moyen annuel du chiffre d'affaires, très élevé entre 1996 et 2000, diminue fortement à partir de 2001, sans pour autant rejoindre le mouvement général de la conjoncture économique, ni celui des entreprises pérennes de référence. Globalement la proportion des EFC dont le chiffre d'affaires décroît s'établit à 23 % en 2001, à plus de 36 % en 2002 et 2003, puis revient à 27 % en 2004. Chez les EFC sortant de l'échantillon, la réduction des performances relevée dès 2001 s'accentue ensuite, la dernière année de présence de l'entreprise pouvant se traduire par un effondrement.

Nonobstant ce retournement de 2001, le chiffre d'affaires sur la période 1996-2004 a, au minimum, triplé pour la moitié des EFC pérennes (TCM [10] : + 190,6 %), les performances réalisées par les entreprises pérennes de référence ayant été nettement plus modestes (TCM : + 36,3 %) [11].

Si la croissance a été réalisée pour l'essentiel entre 1996 et 2000, elle s'est néanmoins prolongée à partir de 2001 avec des résultats contrastés selon les populations : pour les EFC, le taux de progression 2004/2000 est supérieur à + 25 % pour la moitié d'entre elles. Dans la population de référence, la moitié des entreprises ne parviennent pas à dépasser un taux de croissance de + 10 % en quatre ans et un quart d'entre elles enregistrent un repli d'au minimum - 7,2 %.

Parmi les entreprises pérennes à forte croissance, seules 4,9 % ont poursuivi la progression de leur activité jusqu'en 2004 à un rythme annuel supérieur à 10 % : les entreprises à forte croissance sur longue période (EFC LP). Leur croissance moyenne ralentit de 29,3 % en 2000 à 26 % en 2001, mais demeure ensuite supérieure à 20 % jusqu'en 2004. Sur l'ensemble de la période leur chiffre d'affaires a presque sextuplé (TCM + 485,1 %).

Elles sont plus présentes dans le commerce et les services, mais moins actives dans les biens intermédiaires (cf. graphique 1), et davantage intégrées à un groupe que les autres entreprises, ce dernier phénomène s'accélèrant au cours du temps (cf. graphique 2).

Finalement, en 2004, leur chiffre d'affaires est, pour plus de 79 % d'entre elles, supérieur à 10 millions d'euros, essentiellement dans la tranche 10-30 millions (49,4 %). Leurs effectifs sont le plus souvent inférieurs à 250 salariés (83,7 %), la tranche « moins de 50 salariés » étant largement plus faible que chez les EFC pérennes (40,2 % contre 61,7 %) au profit de celle des « 50-250 salariés » (42,5 % contre 28,8 %).

21 opérations de restructuration ont été recensées parmi les 87 EFC LP, dont 17 fusions-absorptions en tant qu'entité bénéficiaire.

Tableau 2 Moyennes annuelles des taux de variation du chiffre d'affaires

(en %)

	EFC disparues en				EFC pérennes	Référence pérennes
	2001	2002	2003	2004		
1997-1996	30,8	30,6	30,2	35,3	28,8	6,9
1998-1997	27,0	28,0	37,3	31,9	28,4	8,8
1999-1998	27,8	31,6	30,5	29,1	26,6	6,7
2000-1999	31,0	29,0	32,5	31,6	26,2	9,6
2001-2000		8,5	10,2	6,0	10,9	6,4
2002-2001	–	–	0,4	2,2	4,3	2,2
2003-2002	–	–	–	- 0,4	3,7	2,0
2004-2003	–	–	–	–	7,4	5,2
Nombre	80	86	83	92	1 779	50 269

Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

10 TCM pour « taux de croissance médian ». Le taux de croissance médian (TCM) du chiffre d'affaires et des effectifs est un indicateur révélateur des situations.

11 Pour comparaison, l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé entre janvier 1996 et décembre 2004 s'est élevée à + 15,3 %. Les performances de l'échantillon de référence (+ 36,3 %) traduisent donc un réel phénomène de croissance.

Tableau 3 Distribution des taux de croissance sur moyenne période du chiffre d'affaires et des effectifs

(en %)

Périodes	Nombre	Population	Chiffre d'affaires			Effectifs		
			Q1	Médiane*	Q3	Q1	Médiane*	Q3
2004-1996	1 779	EFC pérennes	120,9	190,6	298,9	48,6	107,9	200,0
	87	dont EFC.LP	322,1	485,1	781	150,0	264,6	453,3
	50 269	Référence pérennes	4,8	36,3	80,5	- 9,7	12,5	47,4
2000-1996	1 779	EFC pérennes	95,2	129,8	194,2	36,4	69,2	127,8
	87	dont EFC.LP	11,8	162,4	255,3	62,7	110,3	175,0
	50 269	Référence pérennes	5	23,5	49,8	- 5,0	8,6	30,0
2004-2000	1 779	EFC pérennes	1,5	25,0	52,9	0	18,4	44,0
	87	dont EFC.LP	90,9	113,8	150,6	40,0	76,7	118,4
	50 269	Référence pérennes	- 7,2	10	30,1	- 10,0	2,4	20,0

** La médiane sera représentée par le sigle TCM (taux de croissance médian) dans les commentaires qui suivent.*

Ces entreprises à forte croissance sur longue période sont devenues pour la plupart des PME de taille moyenne liées à des groupes, surtout présentes dans le commerce et les services aux entreprises.

Quant aux effectifs salariés, les performances des EFC pérennes sur l'ensemble de la période ont été soutenues : au minimum un doublement des effectifs pour la moitié des EFC pérennes (TCM : + 107,9 %) et plus qu'un triplement dans le cas des EFC LP (+ 264,6 %). Par comparaison, entre un quart et la moitié des entreprises de référence ont perdu des emplois.

Le taux de croissance des effectifs, très soutenu chez les EFC présentes entre 1996 et 2000, enregistre une forte rupture en 2001 (– 6,7 points de pourcentage) ; la décélération se poursuit les années suivantes, mais le taux de croissance moyen annuel reste néanmoins constamment supérieur à 3 % (6 % en moyenne de 2001 à 2004).

Malgré leur dynamisme, les EFC LP réduisent elles aussi le rythme de croissance de leurs emplois, surtout à partir de 2002. Si le taux de progression des effectifs perd 10 points de pourcentage entre 1997 et 2004, il reste encore très élevé, près de 15 % en moyenne, tandis que les entreprises pérennes de référence créent moins d'emplois (+ 0,9 % en 2004 et + 2,6 % en moyenne en fin de période).

En définitive, l'évolution des effectifs sur l'ensemble de la période est positive pour une majorité d'EFC (de 50 % à 77 % d'entre elles suivant les années), quel que soit le rythme de croissance de l'économie, alors que la proportion d'entreprises de référence accroissant leurs effectifs est sensiblement plus faible (entre 35 % et 48 %), même en période de forte conjoncture.

En raison du retournement du cycle économique, les EFC pérennes se sont rapprochées progressivement de l'ensemble de référence, mais elles demeurent davantage créatrices d'emplois jusqu'en 2004.

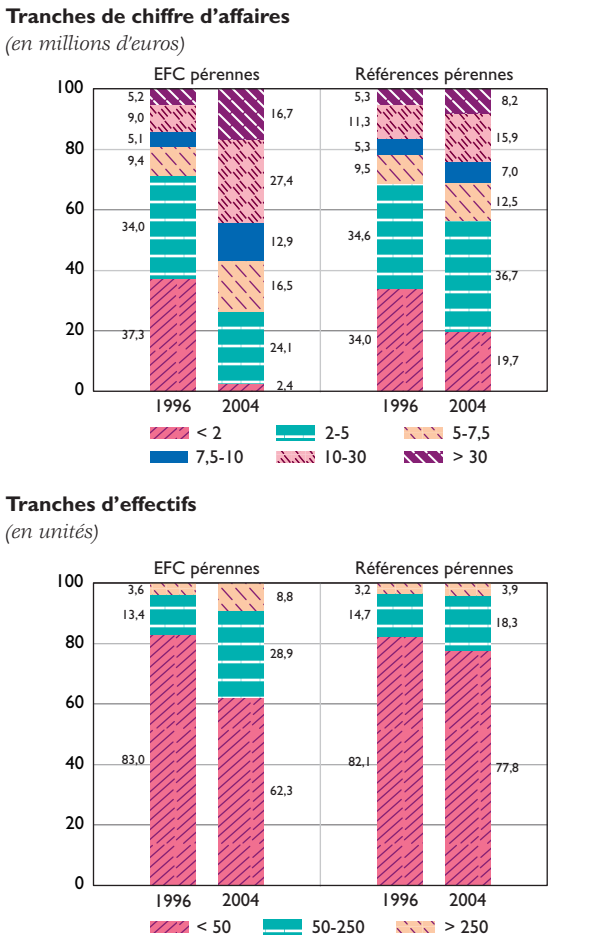
Enfin, les structures de tailles ont de ce fait été profondément modifiées entre 1996 et 2004, surtout au cours des cinq premières années.

Environ 20 % des EFC de moins de 50 salariés sont ainsi passées dans les tranches supérieures pour 4,3 % des entreprises de référence. De même, la quasi disparition des EFC réalisant moins de 2 millions d'euros de chiffre d'affaires contraste avec une diminution plus modérée dans les entreprises de référence.

Les changements de taille importants vers des tranches de taille moyenne entre 1996 et 2000 se sont poursuivis modérément après 2001. À la fin de 2004, le tissu des EFC est cependant resté encore majoritairement constitué de PME de moins de 10 millions d'euros de chiffre d'affaires et de moins de 50 salariés.

Le bilan précédent ne tient pas compte des 341 entreprises disparaissant progressivement de l'échantillon ; une part importante des entités sortantes a été absorbée et continue donc à participer à l'activité du système productif, sans que leur impact sur l'activité ou l'emploi puisse être appréhendé. Leur importance relative

Graphique 4 Répartition par tranches de chiffre d'affaires et d'effectifs en 1996 et 2004
En pourcentages



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

vis-à-vis de la population d'EFC pérennes (un cinquième de ces entreprises) peut toutefois être mesurée en 1996 et en 2000 en termes de chiffre d'affaires (respectivement 22,4 % et 28,6 %) et d'effectifs (14,6 % et 16 %).

2| Les caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance

L'analyse économique et financière, menée au travers de ratios économiques et financiers calculés en moyenne sur les différentes populations, montre l'hétérogénéité de comportement des EFC. De même, l'appartenance à un groupe joue un rôle important dans leur évolution. Aussi, pour les entreprises pérennes, le niveau des ratios sera-t-il examiné selon qu'elles appartiennent ou non à un groupe.

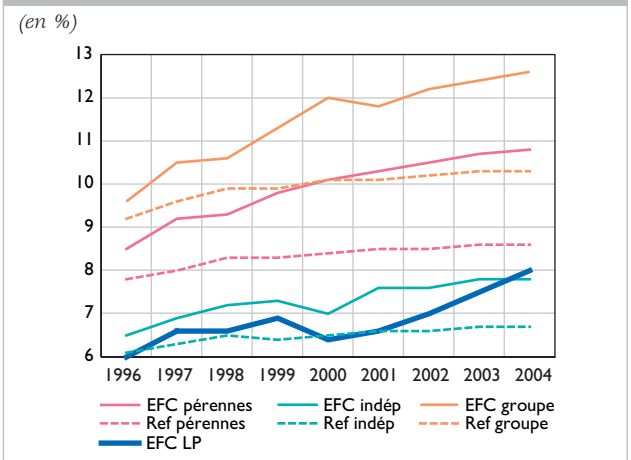
2|1 Parmi les entreprises pérennes, les EFC ont des profils économiques et financiers spécifiques

Exportation et investissement sont des atouts pour la croissance

Le taux d'exportation de toutes les entreprises pérennes s'accroît, même lors de la période 2000-2004, pourtant caractérisée par une conjoncture défavorable. Le ratio des EFC pérennes est plus élevé que dans la population de référence dès 1996 et l'écart s'accroît sensiblement et régulièrement. Les entreprises fortement exportatrices sont relativement peu nombreuses : 5 % des EFC réalisent à l'étranger plus de 64 % de leur chiffre d'affaires, 56 % dans l'échantillon de référence. Dans les deux populations, les entreprises rattachées à un groupe exportent davantage que les entreprises indépendantes.

L'effort d'investissement des EFC pérennes a été très soutenu lors de la période de croissance, particulièrement au début. Il s'est ensuite replié à partir de 2001, rejoignant dès 2002 la moyenne d'ensemble des entreprises pérennes de référence. L'écart entre les EFC et les entreprises de référence, très marqué

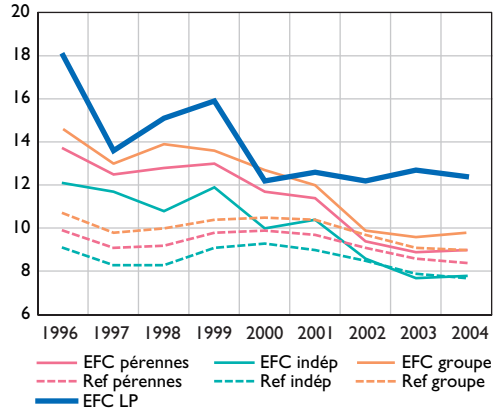
Graphique 5 Taux d'exportation
Moyennes de ratios



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Graphique 6 Taux d'investissement
Moyennes de ratios

(en %)



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

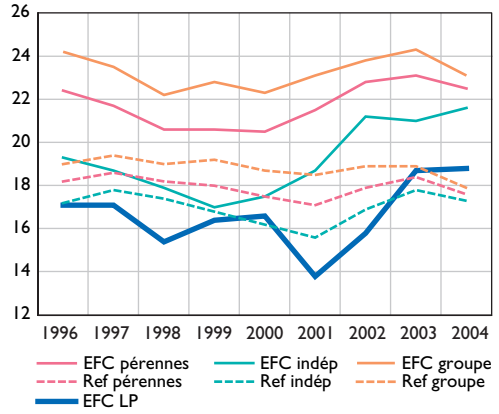
jusqu'en 2000, s'est réduit notablement les années suivantes. Le ratio des sociétés adossées à un groupe dépasse de deux points environ celui des firmes indépendantes sur toute la période, que les entreprises soient des EFC ou des entreprises de référence.

Des besoins en fonds de roulement d'exploitation mieux maîtrisés en période de croissance

Les besoins en fonds de roulement d'exploitation (BFRE) [12] des EFC sont moindres que ceux des firmes de référence, alors que leur solde de crédit interentreprises [13] est plus élevé. Leurs stocks sont moins lourds.

Graphique 7 Solde du crédit interentreprises
Moyennes de ratios

(en jours de chiffres d'affaires)



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Jusqu'à la fin de la période d'expansion, le poids des BFRE des EFC pérennes s'est sensiblement allégé, comme le crédit interentreprises. Le mouvement s'est inversé à partir de 2001, du fait de leur moindre croissance dans un contexte de dégradation de la conjoncture économique. En effet, avec des délais clients assez stables et des délais fournisseurs en réduction, le solde du crédit interentreprises chez les EFC s'allonge et devient nettement plus élevé que celui des firmes de référence. Les EFC gardent toutefois leur avantage, notamment grâce à la maîtrise de leurs stocks.

La croissance des EFC s'accompagne de taux de marge plus élevés, avantage qui se maintient ensuite

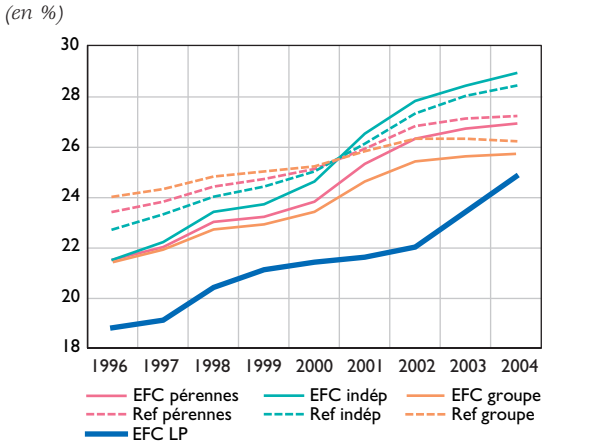
Le taux de marge [14] des entreprises EFC pérennes, de plus en plus élevé au cours de la période de croissance, passe de 23,7 % à 28,5 % en cinq ans. Il se maintient ensuite à un très bon niveau (23,5 % en 2004), bien que la tendance générale soit au repli ; les performances de la population de référence, relativement stables de 1996 à 2000 (22 % environ), s'établissent à 18,6 % en 2004. L'appartenance à un groupe a peu d'incidence sur le niveau du ratio. Il semble donc que pour nombre d'EFC la forte croissance réside dans la construction d'avantages concurrentiels et non dans une « aubaine sectorielle ». Si tel était le cas en effet, un taux de croissance sectoriel élevé attirerait de nouveaux entrants et une concurrence accrue entraînant une pression sur les marges pourrait s'ensuivre. Au contraire, le renforcement des marges suggère l'exploitation puis la consolidation d'un avantage concurrentiel.

La structure du passif des EFC pérennes, un peu plus lourde, s'est sensiblement améliorée sur la période

La croissance du chiffre d'affaires des EFC pérennes (multiplié par 3 en médiane) a été accompagnée par un triplement de leurs capitaux propres. Comparés au total du bilan, les capitaux propres se sont renforcés dans toutes les entreprises, tout au long de la période.

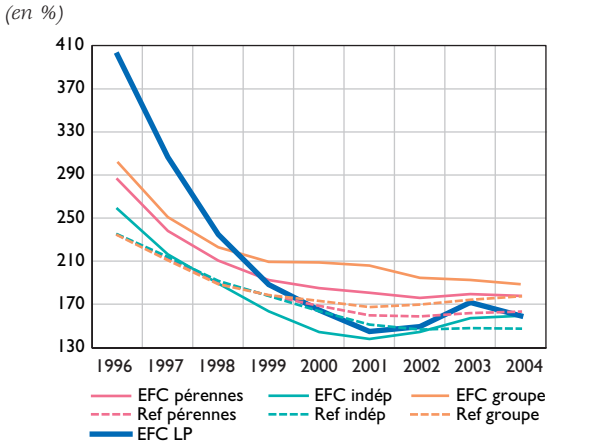
12 BFRE = stocks + créances clients + avances et acomptes versés – dettes fournisseurs – avances et acomptes reçus
13 Solde du crédit interentreprises = créances clients + avances et acomptes versés – dettes fournisseurs – avances et acomptes reçus
14 Taux de marge = excédent brut d'exploitation / valeur ajoutée

Graphique 8 Capitaux propres/total du bilan
Moyennes de ratios



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Graphique 9 Endettement financier/capitaux propres appelés – Moyennes de ratios



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Avec un niveau de départ plus faible lié à un fort endettement, les EFC pérennes ont très sensiblement amélioré leur situation à partir de 2001 et deviennent proches des entités de référence pérennes fin 2004 (respectivement 26,9 % et 27,2 %). Chez les EFC, le ratio « capitaux propres/total du bilan » des entreprises indépendantes est constamment supérieur à celui des entreprises intégrées à un groupe avec un écart croissant au cours du temps (3,2 points en 2004).

Pour financer la croissance, les EFC pérennes ont eu recours à l'endettement financier, les encours s'étoffant de plus de 170 % entre 1996 et 2004 (+ 34,2 % chez les entreprises de référence). Rapporté aux capitaux propres, il est sensiblement plus élevé dans cette population dès 1996 (286,2 %, contre 234,8 % chez les pérennes de référence). L'écart se restreint en 1999, puis demeure. Le taux d'endettement, « endettement financier/capitaux propres appelés », s'est replié jusqu'en 2002, tant chez les EFC pérennes que dans la population de référence.

Les EFC appartenant à un groupe affichent un ratio plus élevé que celui des indépendantes, situation qui n'apparaît dans l'échantillon de référence qu'à partir de 2001.

La structure de l'endettement financier [15] est dominée par l'endettement bancaire, davantage présent chez les entreprises en forte croissance (70,3 % de l'endettement financier en 2004) que chez les entreprises de référence (65,8 %).

Le ratio « concours bancaires/chiffre d'affaires », un peu plus lourd chez les EFC que dans la population de référence, tend à s'alléger entre 1996 et 2004. Dans les deux populations, il est plus élevé pour les firmes appartenant à un groupe que chez les entités indépendantes.

Dans un contexte général de renforcement des fonds propres et de l'endettement, le taux d'endettement des EFC s'est contracté notablement. Chez certaines entreprises en forte croissance, le financement du développement par emprunts a trouvé ses limites qui ont pu être dépassées par le soutien d'un groupe.

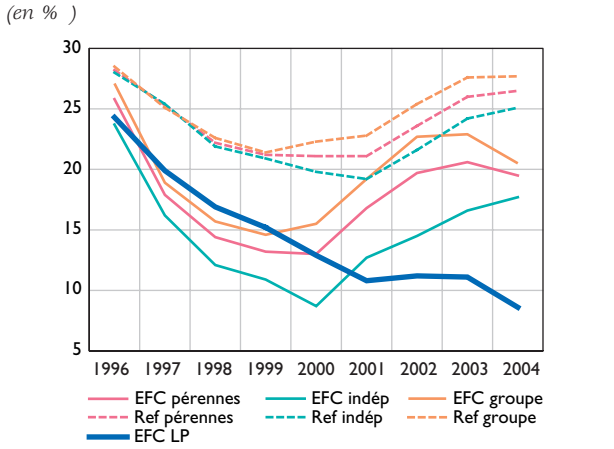
La contrainte de solvabilité à court terme des EFC est bien moindre que dans les firmes de référence

La contrainte de solvabilité à court terme, mesurée par le ratio « frais financiers/résultat brut global », est en phase avec la conjoncture économique : un allègement du ratio en période de haute conjoncture et, au contraire, un alourdissement à partir de 2000, lorsque la situation économique générale se dégrade fortement. Le mouvement général de désendettement et la modération des taux d'intérêt ont toutefois freiné cette dernière évolution et, sur l'ensemble de la période 1996-2004, la contrainte s'est finalement un peu allégée.

Les EFC sont moins contraintes grâce à leur taux de marge très élevé. L'amélioration de leur ratio est donc

15 L'endettement financier est constitué de l'endettement bancaire, d'autres emprunts, de concours du groupe et des associés et d'obligations.

Graphique 10 Frais financiers/Résultat brut global
Moyennes de ratios



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

plus marquée (– 6,3 points entre 1996 et 2004) que celle des unités de référence (– 1,7 point).

Les entreprises appartenant à un groupe, plus endettées quel que soit l'échantillon retenu, semblent en mesure de supporter une contrainte plus lourde.

En définitive, le développement des entreprises en forte croissance est facilité par les marges de manœuvre dont elles disposent : une forte rentabilité, une capacité d'endettement satisfaisante et le possible soutien d'un groupe.

La sensibilité de la contrainte de solvabilité des EFC à l'état de la conjoncture économique est assez marquée.

2|2 Les entreprises en forte croissance sur longue période se distinguent des autres EFC

En faible nombre, les EFC LP (4,9 % des EFC pérennes), très présentes dans le commerce de gros, affichent une excellente situation aux spécificités marquées.

Elles se différencient systématiquement des EFC pérennes par :

• un taux d'exportation plus faible, ce qui suggère que le positionnement comme exportateur direct n'est pas un prérequis d'une croissance forte et durable ;

• des délais clients systématiquement inférieurs à ceux des autres EFC en raison de la forte prédominance des entreprises du commerce, tandis que les délais fournisseurs sont toujours plus courts ; le solde de crédit interentreprises, plus faible que celui observé dans les autres populations, est en partie à l'origine de leurs moindres besoins en fonds de roulement d'exploitation ;

• une faiblesse relative en termes de capitaux propres qui s'est prolongée tout au long de la période, avec une amélioration sensible en 2003 et 2004 tendant à rapprocher leur ratio de celui des autres entreprises, sans toutefois les égaler. Ce constat apparaît cohérent avec la théorie qui suppose que les créanciers d'une entreprise exigent un niveau de capitaux propres proportionné au degré d'incertitude. Ainsi, une entreprise qui a construit un solide avantage concurrentiel, qui dispose d'une bonne équipe de gestion, qui présente une visibilité meilleure que la moyenne et qui produit une communication transparente peut fonder sa croissance à partir d'une allocation de capitaux propres plus faible que la moyenne.

Elles présentent des avantages marqués qui se prolongent jusqu'à la fin de la période :

• un effort d'investissement plus soutenu que celui des autres EFC et qui se poursuit,

• un taux de marge équivalent à celui des autres EFC de 1996 à 2000 et qui continue de progresser, même lorsque la conjoncture se dégrade,

• un taux d'endettement très élevé au départ mais très vite réduit pour atteindre le niveau le plus bas en 2001, alors même qu'un effort d'investissement substantiel est maintenu,

• un ratio de solvabilité qui a pleinement bénéficié du recul de l'endettement et s'est régulièrement amélioré en étant divisé par trois entre 1996 et 2004, alors que celui des autres entreprises remontait très sensiblement entre 2000 et 2004.

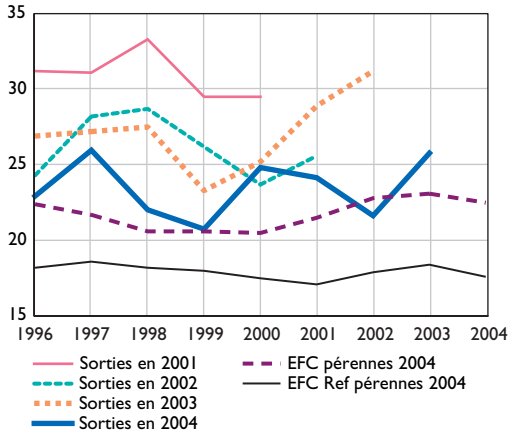
Au total, la permanence de la croissance à un rythme soutenu fait figure d'exception. Les entreprises à forte croissance sur longue période bénéficient de marges de manœuvres financières plus confortables que les autres entreprises en raison de leur forte rentabilité et semblent peu sensibles face aux aléas de la conjoncture.

2|3 Quelques signes précurseurs annoncent la disparition des « EFC sortantes »

Les EFC « sortantes » (14,4 % de la population initiale des EFC) présentent des caractéristiques très particulières. La croissance de leur activité de 1996 à 2000, plus forte que chez les EFC pérennes, semble avoir été mal maîtrisée. Une dégradation de leurs ratios économiques et financiers s'est manifestée un ou deux ans avant leur disparition. Ce phénomène est plus visible sur certains indicateurs.

Graphique 11 Solde du crédit interentreprises
Moyennes de ratios

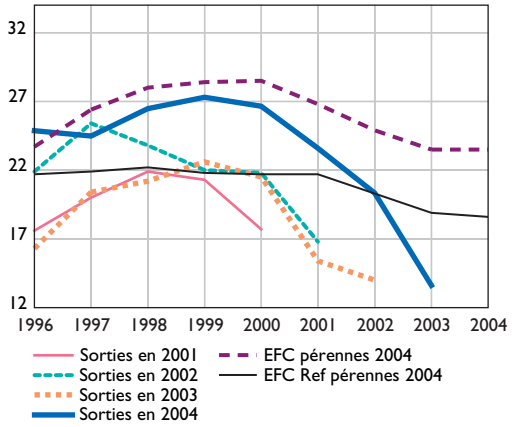
(en jours de chiffres d'affaires)



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Graphique 12 Taux de marge brut (EBE/VA)
Moyennes de ratios

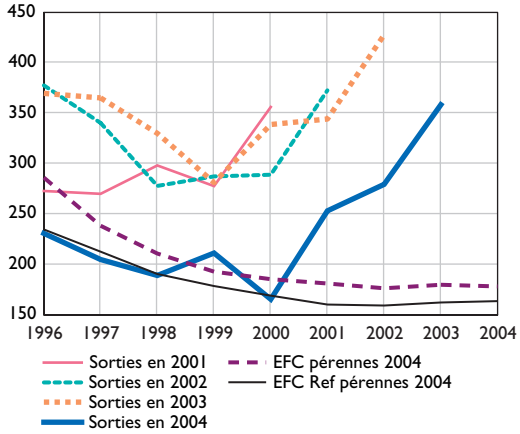
(en %)



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Graphique 13 Endettement financier/ Capitaux propres – Moyennes de ratios

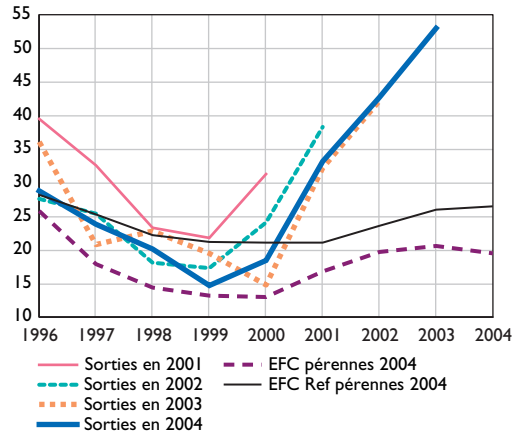
(en %)



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

Graphique 14 Frais financiers/Résultat brut global
Moyennes de ratios

(en %)



Source : Banque de France – FIBEN – Réalisation : Observatoire des entreprises

De 1996 à 2000, elles ont fourni un effort d'investissement souvent plus intense que les EFC pérennes.

Leurs délais de paiement comme leur solde du crédit interentreprises sont systématiquement plus longs que ceux des EFC pérennes. Les délais clients peuvent même s'accroître l'année avant leur sortie de l'échantillon tandis qu'à l'inverse les délais fournisseurs se réduisent un peu plus que la tendance générale, d'où un solde du crédit interentreprises particulièrement élevé avant leur disparition. Dans le même temps, le poids des BFRE s'alourdit.

Avec des taux de marge inférieurs à ceux des EFC pérennes, voire aux entreprises de référence, ces entreprises ont subi une décroissance accentuée de ce ratio qui débute plus de deux ans avant la disparition et se termine par un effondrement.

Les capitaux propres ne progressent pas, à l'inverse de ce qui se produit chez toutes les entreprises pérennes. Alors que le contexte général est à la réduction progressive du taux d'endettement, la disparition des entreprises est, au contraire, concomitante avec une forte hausse de ce ratio.

Leur contrainte de solvabilité, d'abord proche de celle des EFC pérennes, a connu un alourdissement brutal dès la fin de la période de croissance. Elle se dégrade ensuite de plus en plus.

La forte croissance n'a ainsi pas profité à toutes les EFC. Certaines ont souffert de handicaps qui ne leur ont pas permis d'asseoir leur position. En l'espace de quatre ans, de 2001 à 2004, 14,4 % des EFC ont disparu ; elles ont été intégrées à un groupe pour la moitié d'entre elles, les autres se trouvant en situation de défaillance ou enregistrant une fin d'activité. Il semble probable que ces entreprises aient crû à un rythme très élevé, voire trop élevé, compte tenu de leurs caractéristiques (taille, structure financière…). La maîtrise de leurs relations commerciales leur a échappé : allongement des crédits clients et impact fragilisant de la réduction des délais fournisseurs. Leurs financements, parfois trop lourds, ainsi que l'insuffisance de leurs taux de marge ont pesé sur leur contrainte de solvabilité.

Au terme de cet examen de la démographie et des performances économiques et financières des entreprises en croissance forte et continue pendant cinq ans, deux conclusions ressortent : d'une part, les entreprises qui bénéficient d'une forte croissance sur plusieurs années sont relativement peu nombreuses mais l'impact de leur développement sur l'emploi est très significatif, d'autre part, une croissance réussie requiert un équilibre entre son rythme et son financement, avec des projets d'investissement ciblés, bien adaptés au marché de l'entreprise.

Une croissance trop rapide peut conduire à une perte de maîtrise de la gestion du cycle d'exploitation et le niveau de capitaux propres ne permet alors pas de compenser le resserrement de la trésorerie. L'entreprise ne dispose pas du temps nécessaire pour redresser la situation et rebondir par ses propres moyens ; les difficultés de trésorerie qui en résultent affectent fréquemment les relations avec les partenaires commerciaux et aggravent une situation déjà compromise : allongement des délais accordés aux clients et raccourcissement des conditions de paiement consenties par les fournisseurs. Parallèlement, une orientation inadaptée des investissements peut entraîner une détérioration du taux de marge.

On constate en effet que certaines de ces entreprises en forte croissance n'ont pas pu trouver de solution pérenne, ni dans une structure de groupe, ni par leurs propres moyens ; elles ont disparu définitivement dans le cadre d'une procédure judiciaire ou ont été absorbées lors de restructurations.

En revanche, ces écueils ont été surmontés avec succès par la plupart des entreprises à forte croissance, et plus particulièrement par les EFC qui se développent rapidement sur une longue période. La présence renforcée des groupes constitue souvent un élément de réponse.

Quelques entreprises indépendantes parviennent toutefois à poursuivre leur développement. Il est difficile de dire si cela est dû à un positionnement particulier, par exemple, une innovation réussie qui leur donne un avantage concurrentiel et une position de force, ou si cela est lié à la qualité de leur management. Dans tous les cas, elles bénéficient d'une forte rentabilité, contrôlent parfaitement leurs besoins de financement d'exploitation et maîtrisent leur endettement malgré leur effort d'investissement.

Bibliographie

Betbèze (J.P.) et Saint Etienne (C.) (2006)
« Une stratégie pour la France », *La documentation française*

Birch (D.L.) (1979)
The Job Generation Process, Cambridge, MA : MIT *Programme on Neighbourhood and Regional Change*

Boccara (F.) (1998)
« Emploi : mythe des PME et réalités des groupes », *Économie et statistique* n° 319-320 pp 137-161

Commission des communautés européennes (2004)
« Plan d'action : l'agenda européen de la politique de l'esprit d'entreprise »

Durand (J.M.) (2006)
« Faire grandir les petites entreprises à potentiel de croissance », *Horizons bancaires* n°331, décembre 2006

Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (1996)
« Vers une croissance de l'emploi »

Julien (P.A.), St-Jean (E.) et Audet (J.) (2006)
« Les facteurs de discontinuité des PME à forte croissance », 8e congrès international francophone en entrepreneuriat et PME

Lefilliatre (D.) (2007)
« Caractéristiques démographiques, économiques et financières des entreprises en forte croissance », Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises, Banque de France http://inbdf/fr/publications/observatoire/observatoire.htm

Ministère des PME (2005)
« Programme Gazelles, accompagner le développement des PME »

Picart (C.) (2006)
« Les gazelles en France », La Documentation française

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

Les taux moyens des crédits aux entreprises ont augmenté au premier trimestre 2007 pour toutes les catégories de concours et toutes les tranches de montants. Cette évolution qui s'inscrit dans le prolongement d'une tendance engagée depuis la fin 2005 ne souffre pas d'exception contrairement à l'évolution observée au trimestre précédent. Toutefois, on constate que, de manière générale, les taux moyens des tranches de crédits de faibles montants augmentent moins que ceux des tranches de crédits de montants élevés sauf pour l'escompte dont le coût a augmenté de manière plus uniforme.

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

Résultats de l'enquête du premier trimestre 2007

Sur les trois derniers mois couverts, la hausse du coût du crédit aux entreprises s'est poursuivie pour toutes les catégories de concours.

Le coût de l'escompte a augmenté en moyenne de 32 points de base par rapport à octobre 2006, cette augmentation affectant de manière relativement homogène toutes les tranches de montants. Celle-ci a été toutefois supérieure à la moyenne pour la tranche 6, dont le poids est le plus important et qui concerne les crédits de montants élevés (+ 36 points de base) et la tranche 2 (+ 44 points de base). Les autres tranches ont connu des augmentations assez proches de la moyenne ou légèrement inférieures à celle-ci.

Le taux moyen des découverts a augmenté de 4 points de base, après une hausse de 23 points de base au trimestre précédent. L'augmentation a été modérée pour les tranches extrêmes : de 3 points de base pour la première tranche (découverts inférieurs à 15 245 euros) et de 6 points de base pour la dernière (découverts supérieurs à 1 524 490 euros). Les tranches intermédiaires ont vu leurs taux s'accroître de manière plus significative : de 17 points de base pour la tranche 2 à 44 points de base pour la tranche 5. Par rapport à janvier 2006, la hausse du taux moyen des découverts est de 115 points de base.

Les conditions relatives aux autres crédits à court terme ont continué de s'élever, avec une hausse moyenne de 34 points de base. La progression a toutefois été plus faible pour les tranches basses (montants inférieurs à 76 225 euros) que pour les tranches de crédits de montants plus importants, évolution déjà constatée lors de la précédente enquête. Sur un an, la hausse atteint 134 points de base toutes tranches confondues.

Le taux moyen des crédits à moyen et long termes a augmenté de 20 points de base par rapport à octobre 2006, après 38 points de base au trimestre précédent. La hausse a été plus prononcée pour les tranches de crédits de montants élevés, atteignant jusqu'à 22 points de base pour la tranche 6 dont le poids relatif emporte la moyenne. Les conditions moyennes de cette tranche ont connu la plus forte progression sur un an (+ 125 points de base) et sont devenues supérieures à celles de toutes les autres tranches de cette catégorie, alors qu'elles étaient les plus avantageuses il y a 12 mois.

Méthodologie de l'enquête

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

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

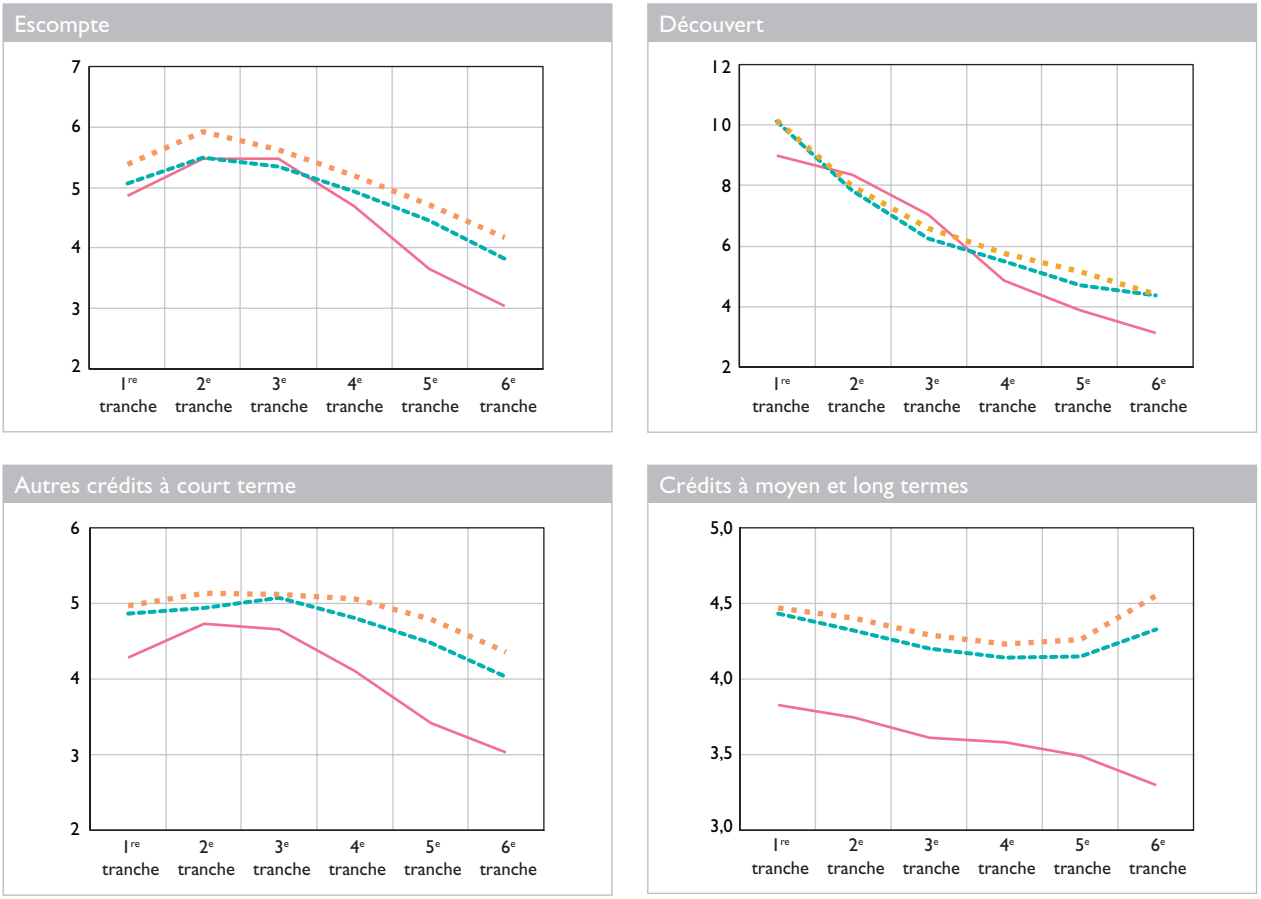
On entend par crédits nouveaux l'ensemble des contrats financiers, termes ou conditions qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt d'un crédit, ainsi que toutes les renégociations des crédits existants. Lorsqu'un établissement bancaire ne porte qu'une partie d'un crédit, son concours est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

Pour chaque tranche de montants de chaque catégorie de crédits (tranche 1 : ≤ 15 245 euros, tranche 2 : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros, tranche 3 : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros, tranche 4 : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros, tranche 5 : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros, tranche 6 : > 1 524 490 euros), 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 premier trimestre de 2007 exploite 30 263 déclarations relatives aux crédits consentis au mois de janvier. La remontée des taux moyens des crédits aux entreprises, observée depuis plus d'un an, s'est poursuivie entre octobre 2006 et janvier 2007 pour toutes les catégories de concours.

Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)



1re tranche : ≤ 15 245 euros
2e tranche : > 15 245 euros et ≤ 45 735 euros
3e tranche : > 45 735 euros et ≤ 76 225 euros
4e tranche : > 76 225 euros et ≤ 304 898 euros
5e tranche : > 304 898 euros et ≤ 1 524 490 euros
6e tranche : > 1 524 490 euros

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

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédits	Montant du crédit						
	Tranche 1 ≤ 15 245	Tranche 2 > 15 245 et ≤ 45 735	Tranche 3 > 45 735 et ≤ 76 225	Tranche 4 > 76 225 et ≤ 304 898	Tranche 5 > 304 898 et ≤ 1 524 490	Tranche 6 > 1 524 490	Taux moyen
Escompte							
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
Quatrième trimestre	5,07	5,49	5,35	4,94	4,46	3,82	4,34
2007 Premier trimestre	**5,39**	**5,93**	**5,63**	**5,20**	**4,72**	**(4,18)**	**4,66**
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,32	0,44	0,28	0,26	0,26	0,36	0,32
Écart-type	1,21	1,37	1,18	0,99	0,57	0,33	–
1er décile	4,20	4,49	4,52	4,28	4,11	3,79	–
9e décile	7,10	8,19	7,53	6,54	5,52	4,59	–
Découvert							
2006 Premier trimestre	9,01	8,35	7,03	4,85	3,87	3,13	3,30
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
Quatrième trimestre	10,12	7,81	6,25	5,49	4,71	4,36	4,68
2007 Premier trimestre	**10,15**	**7,98**	**6,58**	**5,75**	**5,15**	**4,42**	**4,72**
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,03	0,17	0,33	0,26	0,44	0,06	0,04
Écart-type	2,62	2,15	1,79	1,88	0,89	0,84	–
1er décile	6,70	5,40	4,67	4,12	3,97	3,56	–
9e décile	13,75	10,60	9,42	7,85	6,22	5,72	–
Autres crédits à court terme							
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
Quatrième trimestre	4,86	4,94	5,08	4,80	4,48	4,03	4,07
2007 Premier trimestre	**4,97**	**5,13**	**5,12**	**5,07**	**4,79**	**4,36**	**4,42**
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,11	0,19	0,04	0,27	0,31	0,33	0,35
Écart-type	0,81	0,88	0,83	0,79	0,74	0,62	–
1er décile	4,02	4,13	4,09	4,13	3,95	3,76	–
9e décile	6,03	6,30	6,27	6,25	5,97	5,42	–
Crédits à moyen et long termes							
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
Quatrième trimestre	4,43	4,32	4,20	4,14	4,15	4,33	4,32
2007 Premier trimestre	**4,47**	**4,40**	**4,29**	**4,23**	**4,26**	**4,55**	**4,52**
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,04	0,08	0,09	0,09	0,11	0,22	0,20
Écart-type	0,54	0,54	0,48	0,40	0,44	0,73	–
1er décile	3,80	3,75	3,70	3,75	3,76	3,71	–
9e décile	5,22	5,15	4,98	4,80	4,90	5,72	–

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

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

Depuis le 1er janvier 2007, la zone euro et l'Union européenne se sont agrandies. Les données statistiques en tiennent compte à partir de cette date.

Les données du cahier sont celles disponibles dans la base de données « BSME » de la Banque de France, aux dates mentionnées.

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

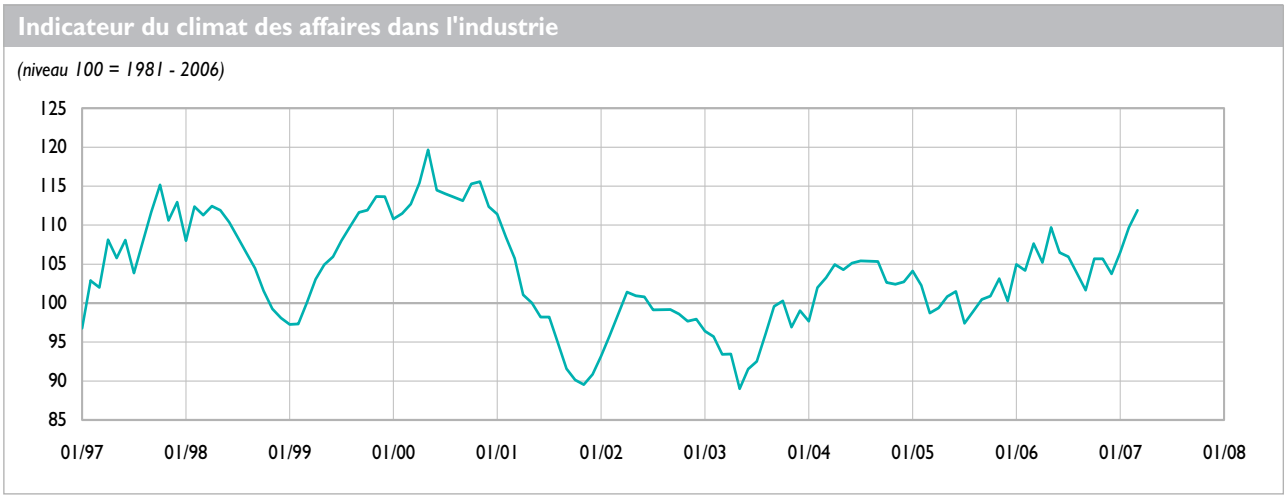
(données cvs)

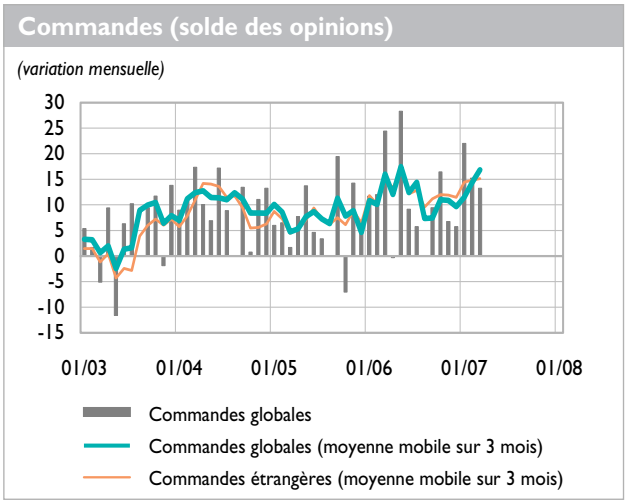
	2006				2007		
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**8**	**8**	**-1**	**-5**	**28**	**16**	**8**
Biens intermédiaires	6	14	7	-2	20	13	1
Biens d'équipement	10	16	16	-3	26	12	15
Industrie automobile	19	-31	-41	-16	40	46	19
Biens de consommation	10	10	-3	-6	35	8	1
Industries agricoles et alimentaires	7	28	5	3	27	9	10
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**15**	**10**	**11**	**21**	**13**	**14**	**9**
Biens intermédiaires	18	11	12	18	12	14	9
Biens d'équipement	24	17	16	22	19	24	16
Industrie automobile	-19	-35	-6	37	13	0	-12
Biens de consommation	15	16	14	18	6	11	12
Industries agricoles et alimentaires	12	16	15	20	18	14	14
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**9**	**16**	**7**	**6**	**22**	**15**	**13**
Étrangères	12	12	11	11	21	12	12
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**18**	**23**	**21**	**23**	**25**	**26**	**28**
Biens intermédiaires	17	19	20	18	21	23	23
Biens d'équipement	65	67	63	59	61	61	66
Biens de consommation	9	15	13	15	22	20	23
Industries agricoles et alimentaires	13	18	16	15	21	16	19
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**2**	**2**	**2**	**5**	**6**	**1**	**2**
Biens intermédiaires	-1	-1	-3	2	1	-3	0
Biens d'équipement	5	9	9	8	12	3	7
Industrie automobile	-3	2	2	15	12	4	6
Biens de consommation	9	5	6	4	10	6	5
Industries agricoles et alimentaires	-1	2	3	2	-1	-3	-2
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**84,4**	**85,0**	**84,4**	**82,5**	**85,2**	**86,1**	**86,2**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	-2	-1	-2	-2	1	0	3
Au cours des prochains mois	-6	-5	-4	-3	-4	-3	-5
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	102	**106**	**106**	**104**	**107**	**110**	**112**

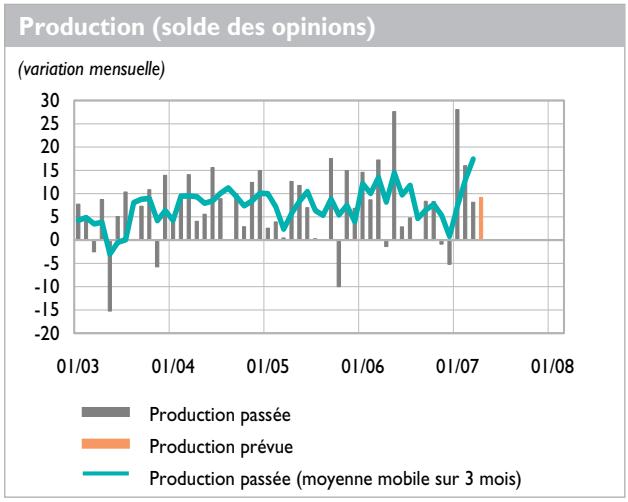
(a) Données exprimées en solde des opinions
(b) Données exprimées en pourcentage
(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en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

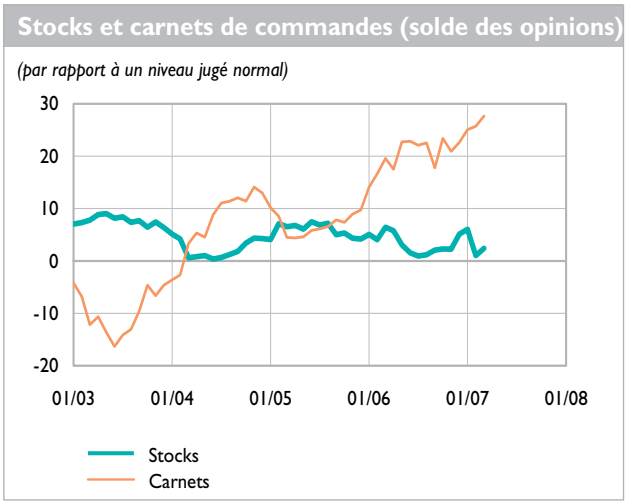
Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

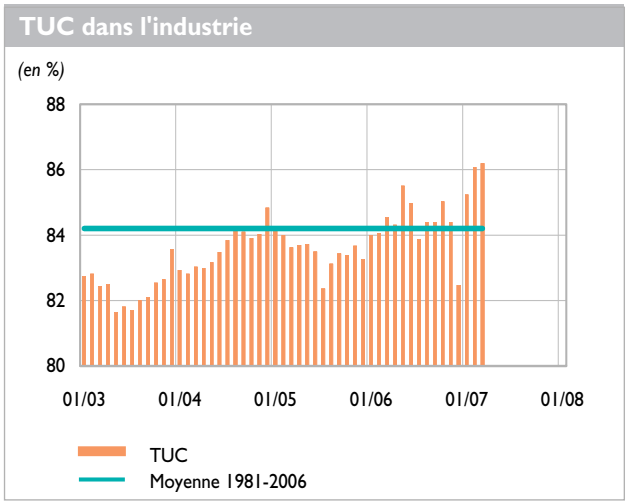
Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)











Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

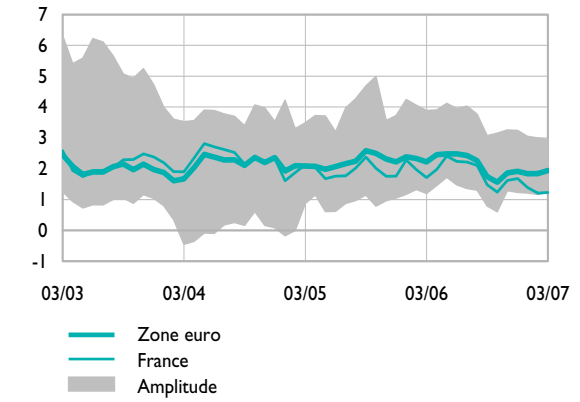
	2006						2007		
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
France	2,2	2,1	1,5	1,2	1,6	1,7	1,4	1,2	1,2
Allemagne	2,1	1,8	1,0	1,1	1,5	1,4	1,8	1,9	2,0
Italie	2,3	2,3	2,4	1,9	2,0	2,1	1,9	2,1	2,1
Zone euro	2,4	2,3	1,7	1,6	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9
Royaume-Uni	2,4	2,5	2,4	2,5	2,7	3,0	2,7	2,8	3,1
Union européenne	2,5	2,4	2,0	1,8	2,1	2,2	2,1	2,2	2,3
États-Unis	4,1	3,8	2,1	1,3	2,0	2,5	2,1	2,4	2,8
Japon	0,3	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,0	-0,2	nd

(moyenne annuelle) *(variation mensuelle CVS)*

	2004	2005	2006	2006			2007		
				oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars
France	2,3	1,9	1,9	-0,2	0,4	0,2	-0,1	0,0	0,1
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1
Italie	2,3	2,2	2,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,4	nd
Union européenne	2,3	2,3	2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,7	3,4	3,2	-0,4	0,0	0,4	0,2	0,4	0,6
Japon	0,0	-0,3	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,3	nd

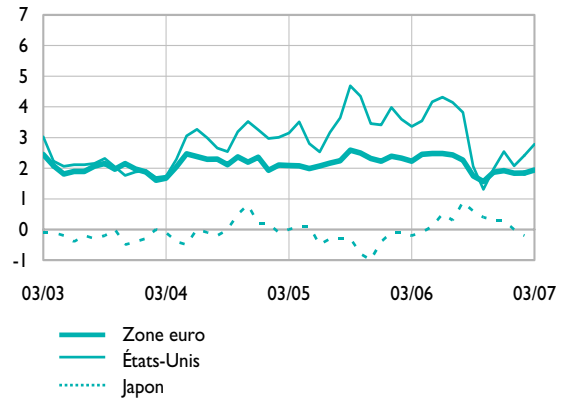
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

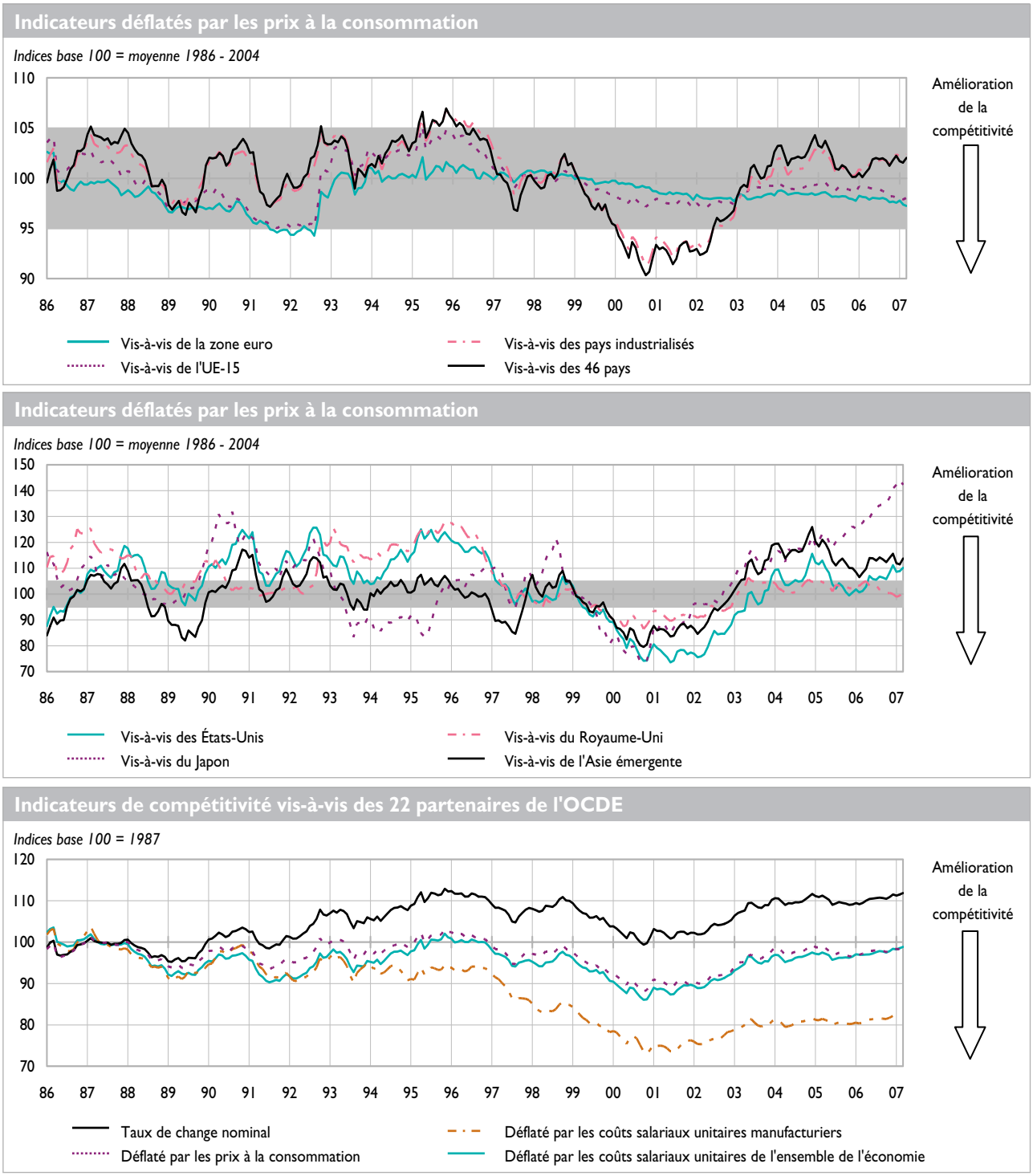
(glissement annuel en %)



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

Sources : nationales, Eurostat *Réalisé le 19 avril 2007*

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période
Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

Sources : nationales, Banque de France, BCE, FMI, INSEE, OCDE, Thomson Financial Datatstream
Calculs : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

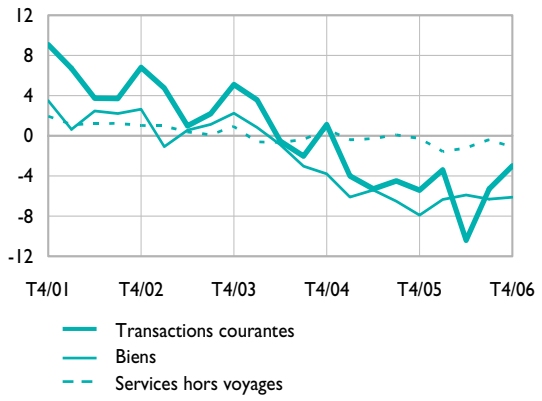
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2005	2006			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte de transactions courantes	**-19 225**	**-22 070**	**-5 419**	**-3 393**	**-10 392**	**-5 287**	**-2 998**
Biens	-25 904	-24 658	-7 906	-6 345	-5 894	-6 300	-6 119
Services hors voyages	-855	-4 318	-264	-1 564	-1 223	-407	-1 124
Voyages	8 911	8 549	2 559	628	2 407	2 527	2 987
Revenus	20 787	19 968	7 245	5 782	107	5 827	8 252
Transferts courants	-22 164	-21 611	-7 054	-1 894	-5 789	-6 934	-6 994
Compte de capital	**506**	**-550**	**-388**	**-201**	**-223**	**-201**	**75**
Compte financier	**-15 209**	**83 441**	**-32 048**	**56 441**	**20 505**	**27 915**	**-21 420**
Investissements directs	-41 887	-28 676	-32 920	12 631	-13 190	-12 702	-15 415
Français à l'étranger	*-93 008*	*-86 658*	*-44 995*	*-3 740*	*-29 370*	*-20 419*	*-33 129*
Étrangers en France	*51 121*	*57 982*	*12 075*	*16 371*	*16 180*	*7 717*	*17 714*
Investissements de portefeuille	-9 217	-32 930	-17 978	-31 062	-2 065	-17 551	17 748
Avoirs	*-191 309*	*-180 954*	*-65 640*	*-67 223*	*-14 278*	*-53 560*	*-45 893*
Engagements	*182 091*	*148 024*	*47 661*	*36 161*	*12 213*	*36 009*	*63 641*
Produits financiers dérivés	8 179	3 228	2 795	909	2 358	1 751	-1 790
Autres investissements	20 664	150 594	13 029	74 400	35 154	60 060	-19 020
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	3 027	-434	-1 754	-3 643	-2 944
Erreurs et omissions nettes	**33 925**	**-60 819**	**37 855**	**-52 847**	**-9 890**	**-22 426**	**24 344**

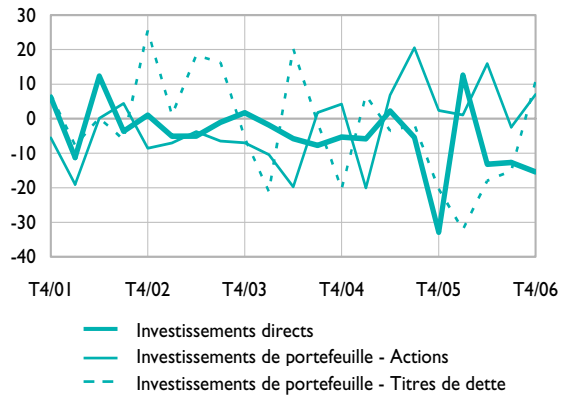
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

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

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2005	2006			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte de transactions courantes	**-19 225**	**-22 070**	**-5 419**	**-3 393**	**-10 392**	**-5 287**	**-2 998**
Biens	**-25 904**	**-24 658**	**-7 906**	**-6 345**	**-5 894**	**-6 300**	**-6 119**
Exportations	*352 968*	*385 260*	*93 641*	*96 531*	*99 133*	*89 847*	*99 749*
Importations	*378 872*	*409 918*	*101 547*	*102 876*	*105 027*	*96 147*	*105 868*
Marchandises générales	-24 200	-22 556	-7 377	-5 677	-5 458	-5 840	-5 581
Avitaillement	-977	-1 521	-356	-403	-333	-386	-399
Travail à façon et réparations	-726	-581	-173	-265	-103	-74	-139
Services hors voyages	**-855**	**-4 318**	**-264**	**-1 564**	**-1 223**	**-407**	**-1 124**
Exportations	*59 330*	*57 664*	*15 726*	*14 447*	*14 408*	*14 103*	*14 706*
Importations	*60 185*	*61 982*	*15 990*	*16 011*	*15 631*	*14 510*	*15 830*
Transports	-1 209	-2 013	-424	-807	-794	-136	-276
Services de communication	1 103	1 300	242	294	297	342	367
Services de construction	1 632	1 922	512	395	468	461	598
Services d'assurances	-935	-1 224	-85	-387	-322	-283	-232
Services financiers	-770	-1 888	-269	-366	-555	-446	-521
Services d'informatique et d'information	-64	-30	-36	55	53	-78	-60
Redevances et droits de licence	2 167	2 271	564	584	398	783	506
Autres services aux entreprises	-2 103	-3 747	-501	-1 114	-591	-843	-1 199
Services personnels, culturels et récréatifs	-536	-769	-213	-171	-162	-178	-258
Services des administrations publiques	-136	-140	-51	-47	-15	-29	-49
Voyages	**8 911**	**8 549**	**2 559**	**628**	**2 407**	**2 527**	**2 987**
Recettes	*33 981*	*34 175*	*7 754*	*6 251*	*9 389*	*10 283*	*8 252*
Dépenses	*25 071*	*25 626*	*5 196*	*5 623*	*6 982*	*7 756*	*5 265*
Revenus	**20 787**	**19 968**	**7 245**	**5 782**	**107**	**5 827**	**8 252**
Rémunérations des salariés	8 420	8 609	2 104	2 117	2 190	2 153	2 149
Revenus des investissements	12 366	11 359	5 141	3 665	-2 083	3 674	6 103
Directs	*18 070*	*18 374*	*5 551*	*3 577*	*3 740*	*4 239*	*6 818*
De portefeuille	*-2 131*	*-1 915*	*-60*	*943*	*-4 562*	*1 356*	*348*
Autres	*-3 574*	*-5 100*	*-349*	*-855*	*-1 261*	*-1 921*	*-1 063*
Transferts courants	**-22 164**	**-21 611**	**-7 054**	**-1 894**	**-5 789**	**-6 934**	**-6 994**
Transferts courants du secteur des APU	-14 925	-13 633	-5 562	125	-3 799	-4 963	-4 996
Transferts courants des autres secteurs	-7 241	-7 978	-1 493	-2 019	-1 990	-1 971	-1 998
dont envois de fonds des travailleurs	*-2 091*	*-2 025*	*-495*	*-476*	*-524*	*-562*	*-463*
Compte de capital	**506**	**-550**	**-388**	**-201**	**-223**	**-201**	**75**

(a) Chiffres semi-définitifs

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

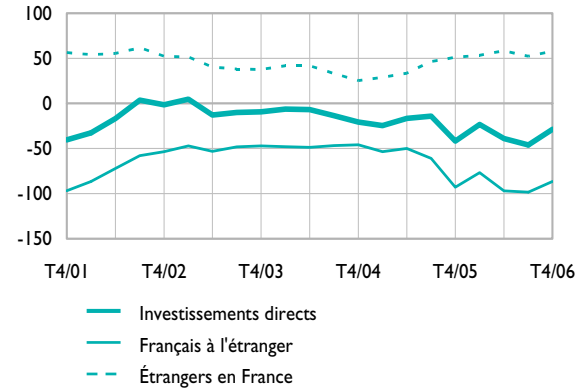
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2005	2006			
			T4	T1	T2	T3	T4
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)
Compte financier	**-15 209**	**83 441**	**-32 048**	**56 441**	**20 505**	**27 915**	**-21 420**
Investissements directs	-41 887	-28 676	-32 920	12 631	-13 190	-12 702	-15 415
Français à l'étranger	-93 008	-86 658	-44 995	-3 740	-29 370	-20 419	-33 129
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-42 197*	*-53 014*	*-21 753*	*-7 338*	*-14 828*	*-9 313*	*-21 535*
Étrangers en France	51 121	57 982	12 075	16 371	16 180	7 717	17 714
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*20 236*	*22 487*	*6 386*	*7 151*	*6 425*	*1 679*	*7 232*
Investissements de portefeuille	-9 217	-32 930	-17 978	-31 062	-2 065	-17 551	17 748
Avoirs	-191 309	-180 954	-65 640	-67 223	-14 278	-53 560	-45 893
Actions	*-42 917*	*-23 594*	*-21 085*	*-11 769*	*22 308*	*-20 496*	*-13 637*
Obligations	*-137 035*	*-173 109*	*-37 044*	*-54 200*	*-50 750*	*-31 185*	*-36 974*
Instruments du marché monétaire	*-11 358*	*15 749*	*-7 511*	*-1 254*	*14 164*	*-1 879*	*4 718*
Engagements	182 091	148 024	47 661	36 161	12 213	36 009	63 641
Actions	*52 633*	*45 185*	*23 491*	*12 848*	*-6 350*	*18 027*	*20 660*
Obligations	*110 831*	*113 416*	*31 628*	*15 344*	*23 876*	*25 179*	*49 017*
Instruments du marché monétaire	*18 628*	*-10 577*	*-7 460*	*7 969*	*-5 313*	*-7 197*	*-6 036*
Produits financiers dérivés	8 179	3 228	2 795	909	2 358	1 751	-1 790
Autres investissements	20 664	150 594	13 029	74 400	35 154	60 060	-19 020
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-2 343*	*130 347*	*-4 683*	*69 435*	*30 300*	*63 090*	*-32 478*
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	3 027	-434	-1 754	-3 643	-2 944
Erreurs et omissions nettes	**33 925**	**-60 819**	**37 855**	**-52 847**	**-9 890**	**-22 426**	**24 344**

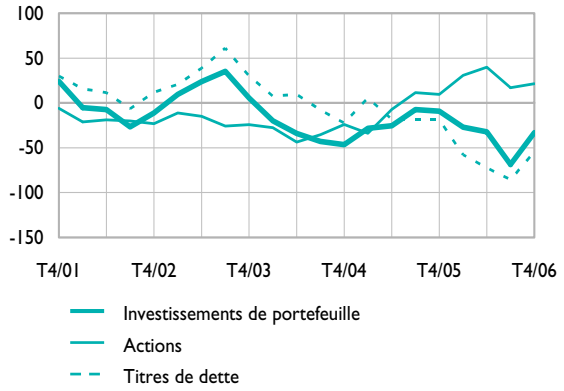
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

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

(données brutes en millions d'euros)

	4ème 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	*76 303*	*22 187*	*4 969*	*15 440*	*2 951*	*6 117*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Biens	-12 828	2 508	484	1 672	93	362
Recettes	*48 942*	*10 681*	*4 020*	*6 540*	*1 501*	*2 885*
Dépenses	*61 770*	*8 172*	*3 536*	*4 868*	*1 408*	*2 524*
Services	-1 196	371	167	827	114	319
Recettes	*6 427*	*3 280*	*520*	*3 418*	*450*	*1 353*
Dépenses	*7 622*	*2 908*	*352*	*2 591*	*336*	*1 034*
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	*19 784*	*6 441*	*375*	*5 249*	*988*	*1 489*
Dépenses	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*	*nd*
Transferts courants	-1 583	-3 419	6	44	-3	-300
Compte financier	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**	**nd**
Investissements directs	7 677	-4 347	-333	-7 655	-158	-8 315
Français à l'étranger	*-6 686*	*-3 956*	*-442*	*-10 097*	*-275*	*-8 102*
Étrangers en France	*14 363*	*-392*	*109*	*2 442*	*117*	*-214*
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-13 294	-13 013	-755	-9 353	-2 257	-484
Actions	*-1 714*	*-5 819*	*-117*	*-2 165*	*-905*	*-1 029*
Obligations	*-15 976*	*-7 102*	*-656*	*-8 355*	*-2 668*	*14*
Instruments du marché monétaire	*4 396*	*-91*	*18*	*1 168*	*1 316*	*531*
Autres investissements	-28 607	-3 349	2 529	16 384	6 846	-2 606
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-26 125	*-13 485*	*2 365*	*11 599*	*6 734*	*-1 105*

(a) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes
(b) Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Slovénie
(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2006	2007		Cumul 12 mois	
					2006	2007
	fév. (a)	déc. (a)	janv. (b)	fév. (b)	fév. (a)	fév. (b)
Compte de transactions courantes	**-57**	**1 009**	**-1 394**	**-1 878**	**-20 725**	**-21 477**
Biens	-1 695	-2 142	-3 842	-2 738	-27 511	-25 817
Services hors voyages	-561	-91	-827	-621	-1 556	-4 629
Voyages	76	1 096	182	70	8 650	8 550
Revenus	1 435	4 681	1 445	2 078	20 996	20 622
Transferts courants	688	-2 535	1 648	-667	-21 305	-20 203
Compte de capital	**157**	**66**	**320**	**20**	**660**	**-472**
Compte financier	**8 982**	**-11 727**	**21 348**	**-4 807**	**5 034**	**73 550**
Investissements directs	-1 434	-12 370	-3 108	-6 802	-28 092	-45 425
Français à l'étranger	*-4 656*	*-17 644*	*-8 229*	*-11 310*	*-84 298*	*-105 818*
Capital social	*-783*	*-10 027*	*-3 731*	*-1 850*	*-25 783*	*-42 796*
Bénéfices réinvestis	*-1 165*	*-1 165*	*-1 166*	*-2 022*	*-13 130*	*-14 838*
Autres opérations	*-2 708*	*-6 452*	*-3 332*	*-7 438*	*-45 387*	*-48 184*
Étrangers en France	*3 222*	*5 274*	*5 121*	*4 508*	*56 206*	*60 393*
Capital social	*1 768*	*3 227*	*-132*	*-74*	*15 322*	*14 037*
Bénéfices réinvestis	*460*	*10*	*459*	*1 140*	*5 030*	*5 749*
Autres opérations	*994*	*2 037*	*4 794*	*3 442*	*35 853*	*40 607*
Investissements de portefeuille	-6 436	25 197	13 615	-15 250	-15 795	-973
Avoirs	*-27 226*	*8 202*	*-5 043*	*-34 478*	*-200 560*	*-155 583*
Actions	*-16 945*	*-4 295*	*507*	*-12 529*	*-39 306*	*-13 843*
Obligations	*-17 379*	*5 790*	*-4 058*	*-16 239*	*-147 496*	*-145 323*
Instruments du marché monétaire	*7 098*	*6 707*	*-1 492*	*-5 710*	*-13 758*	*3 583*
Engagements	*20 790*	*16 995*	*18 658*	*19 228*	*184 764*	*154 610*
Actions	*6 016*	*16 183*	*6 891*	*1 597*	*54 185*	*44 868*
Obligations	*12 914*	*14 452*	*3 356*	*18 167*	*111 633*	*122 111*
Instruments du marché monétaire	*1 860*	*-13 640*	*8 411*	*-536*	*18 946*	*-12 369*
Produits financiers dérivés	599	141	-2 425	448	10 045	-109
Autres investissements	16 449	-21 879	12 774	17 796	32 727	128 352
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*10 263*	*-20 460*	*19 731*	*23 686*	*14 199*	*131 005*
Avoirs de réserve	-195	-2 817	493	-999	6 156	-8 296
Erreurs et omissions nettes	**-9 082**	**10 653**	**-20 274**	**6 665**	**15 028**	**-51 599**

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

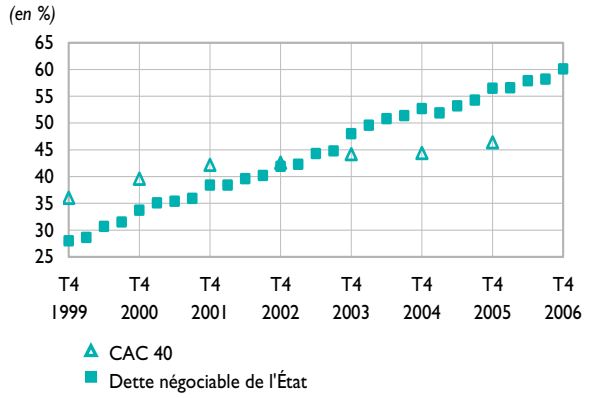
Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

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

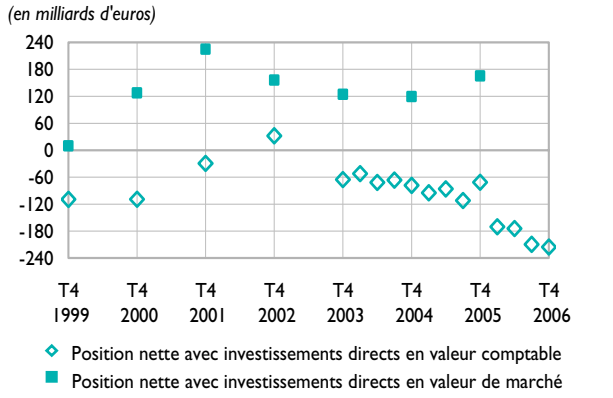
(en milliards d'euros)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T4
Créances	**2 327,6**	**2 347,0**	**2 529,4**	**2 860,8**	**3 604,5**	**4 077,6**
Investissements directs français à l'étranger	577,4	559,1	573,6	608,8	723,2	790,4
Capitaux propres	*409,6*	*390,2*	*380,1*	*404,6*	*462,9*	*500,5*
Autres opérations	*167,8*	*168,9*	*193,5*	*204,3*	*260,3*	*290,0*
Investissements de portefeuille	826,6	888,6	1 084,4	1 283,3	1 574,1	1 764,3
(titres étrangers détenus par les résidents)						
IFM (secteur résident détenteur)	*301,8*	*390,5*	*480,3*	*566,0*	*663,6*	*770,2*
Non IFM (secteur résident détenteur)	*524,8*	*498,1*	*604,1*	*717,2*	*910,5*	*994,1*
Produits financiers dérivés	124,6	103,1	108,0	123,9	191,7	294,2
Autres investissements	732,3	737,4	707,4	788,0	1 052,4	1 154,1
IFM	*514,2*	*516,4*	*492,0*	*578,9*	*840,7*	*945,6*
Non IFM	*218,1*	*221,0*	*215,4*	*209,1*	*211,7*	*208,5*
Avoirs de réserve	66,7	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6
Engagements	**-2 356,9**	**-2 315,0**	**-2 594,8**	**-2 939,2**	**-3 675,8**	**-4 293,3**
Investissements directs étrangers en France	-335,1	-367,3	-417,8	-454,9	-509,3	-564,4
Capitaux propres	*-212,2*	*-232,3*	*-267,4*	*-276,7*	*-296,9*	*-319,4*
Autres opérations	*-122,9*	*-135,1*	*-150,4*	*-178,2*	*-212,4*	*-245,0*
Investissements de portefeuille	-1 118,1	-1 054,5	-1 287,8	-1 462,1	-1 766,8	-1 973,4
(titres français détenus par les non-résidents)						
IFM (secteur résident émetteur)	*-251,1*	*-242,9*	*-287,6*	*-323,2*	*-409,8*	*-483,7*
Non IFM (secteur résident émetteur)	*-866,9*	*-811,5*	*-1 000,2*	*-1 138,9*	*-1 357,0*	*-1 489,7*
Produits financiers dérivés	-118,9	-107,1	-117,0	-128,5	-206,4	-318,2
Autres investissements	-784,8	-786,1	-772,2	-893,7	-1 193,4	-1 437,4
IFM	*-622,1*	*-632,1*	*-624,2*	*-740,4*	*-1 016,1*	*-1 245,0*
Non IFM	*-162,7*	*-154,0*	*-148,1*	*-153,3*	*-177,2*	*-192,4*
Position nette	**-29,3**	**32,1**	**-65,4**	**-78,4**	**-71,3**	**-215,7**

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



Position extérieure de la France

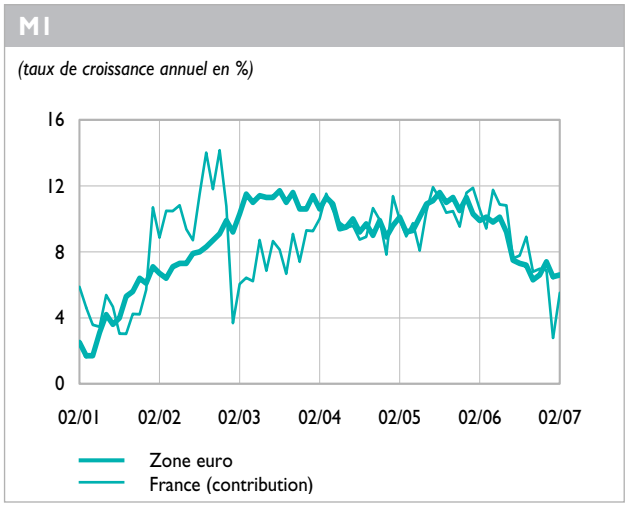


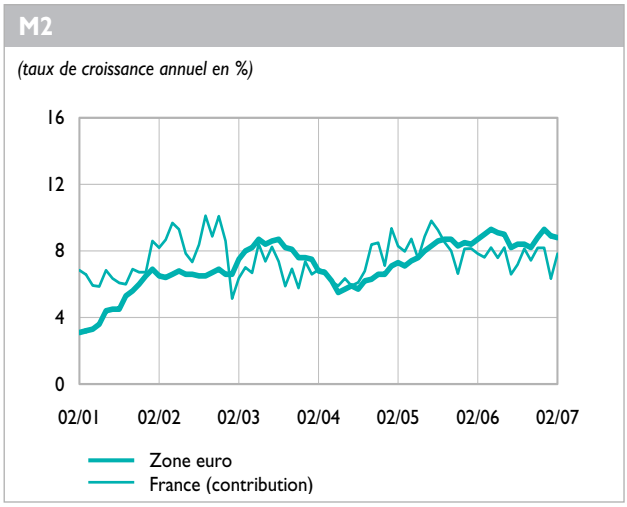
Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

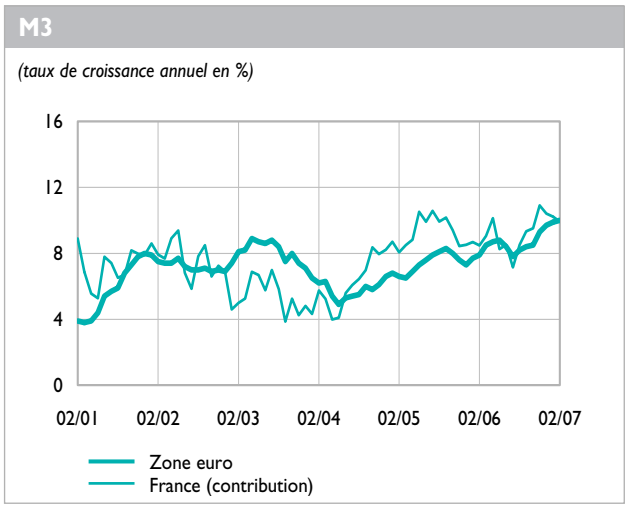
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

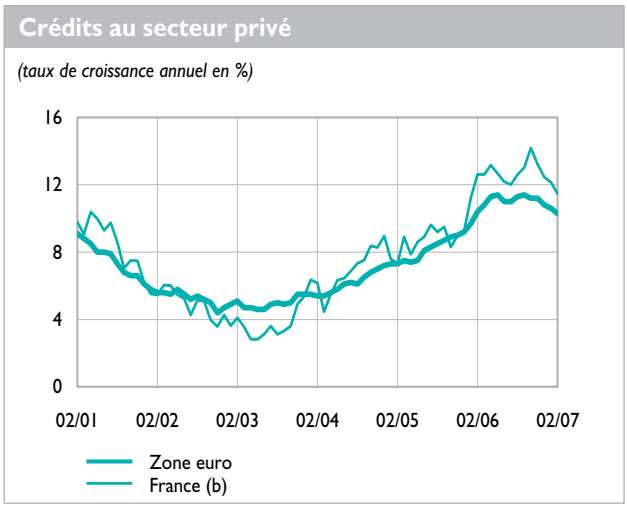
(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2006					2007	
	déc.	déc.	déc.	fév.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
M1											
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,4	9,9	7,3	7,2	6,3	6,6	7,4	6,5	6,6
France (contribution)	7,8	11,6	6,9	10,6	7,8	8,9	6,8	7,0	6,9	2,8	5,5
M2											
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	8,7	8,4	8,4	8,2	8,8	9,3	8,9	8,8
France (contribution)	7,1	8,1	8,2	7,8	7,2	8,1	7,4	8,2	8,2	6,4	7,8
M3											
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,7	7,9	8,2	8,4	8,5	9,3	9,7	9,9	10,0
France (contribution)	8,2	8,5	10,4	8,5	8,5	9,3	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	10,4	11,3	11,4	11,2	11,2	10,8	10,6	10,3
France (b)	9,0	9,3	12,5	12,6	12,6	13,0	14,2	13,2	12,5	12,1	11,5









(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 19 avril 2007*

Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2004	2005	2006	2006	2006		2007	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Actif								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	34,3	32,7	31,7	31,7	32,4
Crédits	17,7	27,4	23,6	26,8	24,7	23,6	21,8	20,2
IFM	*17,3*	*27,1*	*23,3*	*26,5*	*24,4*	*23,3*	*21,5*	*19,9*
Administration centrale	*0,2*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Secteur privé	*0,3*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,2*
Titres autres que des actions	5,5	6,8	8,1	7,6	8,1	8,1	9,9	12,2
IFM	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Administration centrale	*5,5*	*6,8*	*8,1*	*7,6*	*8,1*	*8,1*	*9,9*	*12,2*
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	23,9	20,4	9,1	16,9	16,9	9,1	9,1	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	26,2	34,3	37,7	33,1	35,6
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	42,3	43,0	42,2	44,0	43,7
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	90,9	100,0	114,2	109,9	116,8
Total	**174,9**	**210,0**	**234,9**	**210,6**	**227,0**	**234,9**	**227,7**	**237,5**
Passif								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	32,5	31,8	30,5	31,7	30,0
IFM	28,7	28,6	29,8	31,7	31,0	29,8	30,9	29,2
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,2
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,2
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	7,3	8,2	16,1	10,0	14,6	16,1	14,4	17,1
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	168,1	180,6	188,2	181,6	181,2
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	107,5	116,7	122,3	116,8	117,2
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	32,9	45,7	48,0	46,6	48,4	48,0	48,9	49,2
Autres	7,4	16,3	17,9	14,0	15,5	17,9	15,9	14,8
Total	**174,9**	**210,0**	**234,9**	**210,6**	**227,0**	**234,9**	**227,7**	**237,5**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

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

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

	2004	2005	2006	2006	2006		2007	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Actif								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 587,0	3 366,3	3 580,3	3 587,0	3 646,0	3 679,7
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 739,4	2 565,2	2 708,1	2 739,4	2 789,3	2 806,0
IFM	*1 013,1*	*996,3*	*1 057,1*	*997,9*	*1 040,8*	*1 057,1*	*1 089,4*	*1 091,4*
APU	*139,5*	*150,8*	*155,0*	*143,1*	*150,5*	*155,0*	*153,1*	*152,3*
Secteur privé	*1 263,8*	*1 376,4*	*1 527,4*	*1 424,2*	*1 516,8*	*1 527,4*	*1 546,8*	*1 562,3*
Titres autres que des actions	461,0	455,6	480,7	481,8	498,6	480,7	489,4	487,3
IFM ≤ 2 ans	*162,6*	*140,0*	*172,8*	*157,6*	*178,7*	*172,8*	*175,7*	*168,8*
IFM > 2 ans	*53,3*	*57,4*	*63,6*	*59,5*	*64,1*	*63,6*	*66,2*	*69,1*
APU	*155,8*	*168,6*	*151,8*	*172,8*	*161,0*	*151,8*	*153,9*	*159,1*
Secteur privé	*89,4*	*89,6*	*92,5*	*91,8*	*94,8*	*92,5*	*93,6*	*90,2*
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	80,6	77,9	77,3	78,6	80,6
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	238,7	295,7	289,5	288,8	305,7
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	849,1	779,6	878,0	849,1	899,1	917,7
Reste du monde	608,9	850,2	962,2	888,1	959,6	962,2	1 026,5	1 041,3
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	772,4	701,3	796,6	772,4	804,2	807,6
Total	**4 783,8**	**5 471,9**	**6 170,8**	**5 735,3**	**6 214,5**	**6 170,8**	**6 375,9**	**6 446,2**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 300,2	2 212,9	2 241,5	2 300,2	2 329,0	2 331,4
IFM	1 006,6	1 011,3	1 053,3	995,0	1 031,8	1 053,3	1 086,9	1 101,8
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	49,1	15,1	16,0	16,5	18,7
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 230,9	1 168,9	1 194,6	1 230,9	1 225,5	1 210,9
Dépôts à vue	*357,1*	*395,3*	*419,0*	*378,6*	*391,5*	*419,0*	*398,9*	*389,7*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*45,5*	*53,4*	*63,9*	*54,9*	*64,3*	*63,9*	*68,1*	*70,4*
Dépôts à terme > 2 ans	*306,4*	*307,1*	*297,3*	*299,7*	*291,5*	*297,3*	*294,8*	*289,8*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*377,5*	*392,6*	*416,8*	*399,5*	*408,4*	*416,8*	*423,9*	*423,8*
Pensions	*43,2*	*37,4*	*33,9*	*36,0*	*38,9*	*33,9*	*39,8*	*37,3*
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,9	294,0	337,0	327,9	339,8	350,4
IFM	201,5	226,4	266,6	248,0	272,5	266,6	281,8	283,4
Autres secteurs	37,1	44,7	61,3	46,0	64,5	61,3	57,9	66,9
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,1	823,6	950,6	933,1	1 030,3	1 052,1
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 609,6	2 404,6	2 685,5	2 609,6	2 676,8	2 712,3
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*259,4*	*271,3*	*334,3*	*309,1*	*344,8*	*334,3*	*352,4*	*339,9*
Titres de créance émis > 2 ans	*404,8*	*458,6*	*529,7*	*467,6*	*520,9*	*529,7*	*531,4*	*543,7*
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	403,4	449,9	429,6	445,6	454,1
Capital et réserves	313,8	318,7	361,4	321,6	364,2	361,4	360,2	362,1
Autres	521,1	765,0	954,7	902,9	1 005,6	954,7	987,2	1 012,6
Total	**4 783,8**	**5 471,9**	**6 170,8**	**5 735,3**	**6 214,5**	**6 170,8**	**6 375,9**	**6 446,2**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

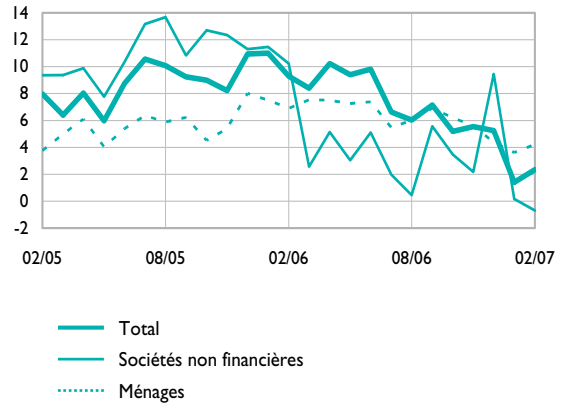
Figure 14
Dépôts – France

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

	2004	2005	2006	2006	2006		2007	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	446,1	406,3	411,9	446,1	419,1	413,2
Ménages et assimilés	*212,9*	*230,1*	*239,9*	*221,2*	*229,1*	*239,9*	*233,7*	*230,2*
Sociétés non financières	*124,2*	*139,9*	*151,9*	*132,6*	*134,2*	*151,9*	*132,9*	*130,6*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*47,8*	*55,6*	*54,3*	*52,6*	*48,6*	*54,3*	*52,5*	*52,4*
Autres agents	17,5	22,6	25,4	23,1	25,6	25,4	29,2	26,1
Total – Encours	**402,4**	**448,1**	**471,5**	**429,4**	**437,6**	**471,5**	**448,4**	**439,3**
Total – Taux de croissance	**5,8**	**10,9**	**5,2**	**9,3**	**5,5**	**5,2**	**1,4**	**2,4**
Comptes sur livret								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	112,8	112,4	115,4	116,1	115,8
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,2	17,8	18,3	18,6	18,6
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	39,1	38,0	38,4	38,6	38,2
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	48,3	49,8	51,1	54,4	55,8
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	56,4	57,1	58,2	57,9	58,0
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,3	6,7	6,7	6,7	6,7
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	119,5	126,6	128,6	131,6	130,6
Total – Encours	**377,5**	**392,6**	**416,8**	**399,5**	**408,4**	**416,8**	**423,9**	**423,8**
Total – Taux de croissance	**7,3**	**4,0**	**6,2**	**4,3**	**6,1**	**6,2**	**6,3**	**6,1**

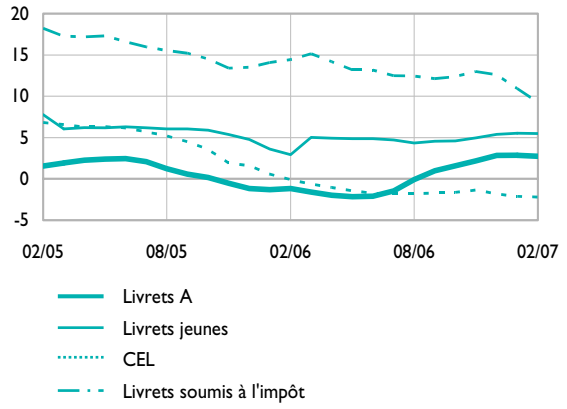
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

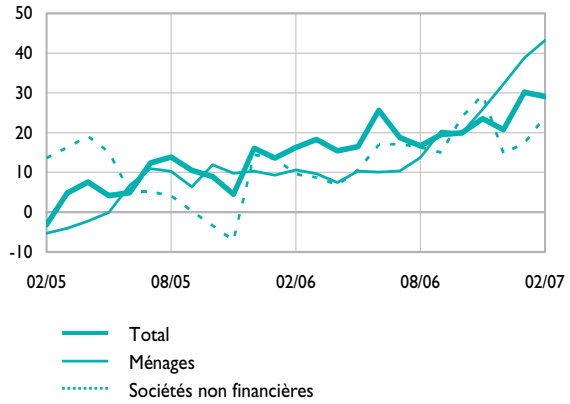
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2004	2005	2006	2006	2006		2007	
	déc.	déc.	déc.	fév.	nov.	déc.	janv.	fév.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	57,7	48,5	58,4	57,7	60,8	63,8
Ménages et assimilés	*18,6*	*20,8*	*27,2*	*21,2*	*26,3*	*27,2*	*28,6*	*29,9*
Sociétés non financières	*22,8*	*26,5*	*30,1*	*27,0*	*31,6*	*30,1*	*31,6*	*33,3*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,3*	*0,3*	*0,5*	*0,4*	*0,5*	*0,5*	*0,6*	*0,6*
Autres agents	3,8	5,8	6,2	6,4	5,9	6,2	7,3	6,6
Total – Encours	**45,5**	**53,4**	**63,9**	**54,9**	**64,3**	**63,9**	**68,1**	**70,4**
Total – Taux de croissance	**-7,6**	**16,1**	**20,7**	**16,3**	**23,5**	**20,7**	**30,1**	**29,1**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,4	287,3	270,8	273,4	271,7	269,0
Ménages et assimilés	*282,6*	*281,4*	*259,9*	*274,8*	*256,8*	*259,9*	*258,1*	*255,3*
PEL	*224,2*	*225,6*	*205,8*	*219,0*	*202,0*	*205,8*	*204,0*	*201,2*
PEP	*42,5*	*39,0*	*35,0*	*38,1*	*34,5*	*35,0*	*34,8*	*34,4*
Autres	*15,9*	*16,8*	*19,1*	*17,6*	*20,2*	*19,1*	*19,2*	*19,7*
Sociétés non financières	*13,1*	*13,5*	*13,5*	*12,5*	*14,0*	*13,5*	*13,6*	*13,6*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
Autres agents	10,6	12,1	23,9	12,4	20,7	23,9	23,1	20,8
Total – Encours	**306,4**	**307,1**	**297,3**	**299,7**	**291,5**	**297,3**	**294,8**	**289,8**
Total – Taux de croissance	**2,3**	**0,2**	**-4,7**	**-2,4**	**-5,2**	**-4,7**	**-4,7**	**-4,8**

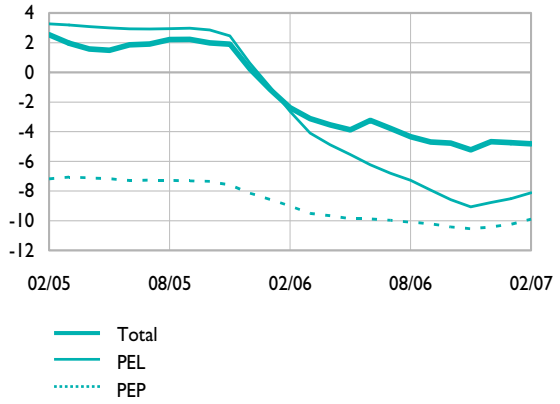
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 avril 2007

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 %)

	2004	2005	2006	2006	2006			2007	
	déc.	déc.	déc.	fév.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 424,4	1 514,1	1 517,0	1 527,6	1 547,0	1 562,5
Administrations publiques	139,7	150,9	155,0	143,2	150,9	150,6	155,0	153,2	152,4
Total – Encours	**1 403,7**	**1 527,5**	**1 682,6**	**1 567,6**	**1 665,0**	**1 667,6**	**1 682,6**	**1 700,1**	**1 714,9**
Secteur privé	8,3	8,9	11,5	11,9	13,1	11,9	11,5	10,9	10,2
Administrations publiques	-0,5	7,8	2,8	7,4	10,9	11,6	2,8	7,3	6,5
Total – Taux de croissance	**7,4**	**8,8**	**10,6**	**11,4**	**12,9**	**11,9**	**10,6**	**10,6**	**9,8**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	216,3	229,9	250,6	232,9	246,9	248,5	250,6	253,3	254,9
Trésorerie	144,4	156,7	171,7	162,9	169,9	171,1	171,7	174,5	171,3
Autres objets	180,9	193,0	208,2	193,8	207,3	204,4	208,2	206,8	208,1
Total – Encours	**541,5**	**579,6**	**630,5**	**589,6**	**624,1**	**624,1**	**630,5**	**634,6**	**634,4**
Total – Taux de croissance	**6,0**	**7,2**	**9,3**	**10,1**	**10,9**	**10,3**	**9,3**	**9,3**	**8,1**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	438,1	503,6	578,5	513,6	565,2	570,2	578,5	583,7	588,6
Trésorerie	118,7	128,0	134,2	127,6	132,5	133,2	134,2	132,5	131,9
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,4	80,5	80,4	79,4	80,5	80,6
Total – Encours	**639,5**	**712,9**	**792,2**	**721,6**	**778,1**	**783,8**	**792,2**	**796,7**	**801,1**
Total – Taux de croissance	**9,6**	**11,7**	**11,5**	**12,2**	**12,1**	**12,1**	**11,5**	**11,1**	**11,3**

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

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

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 avril 2007*

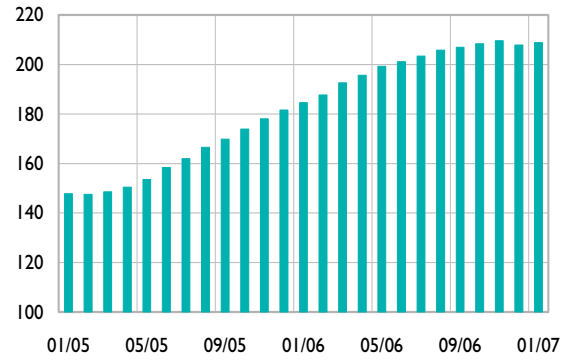
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

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

	2005		2006	2006		2007
	nov.	déc.	janv.	nov.	déc.	janv.
Ensemble des contrats nouveaux	**460,1**	**475,7**	**486,1**	**521,3**	**521,4**	**521,8**
Crédits aux ménages	**178,1**	**181,6**	**184,6**	**209,6**	**207,8**	**208,8**
Consommation (hors découvert)	49,2	49,1	49,2	53,0	53,2	53,8
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	42,1	42,3	42,6	37,3	35,5	34,4
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	86,7	90,1	92,8	119,3	119,1	120,7
Crédits aux sociétés non financières	**282,0**	**294,2**	**301,6**	**311,8**	**313,6**	**313,0**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	217,5	228,0	232,9	218,9	220,0	216,9
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	64,5	66,2	68,7	92,8	93,5	96,1

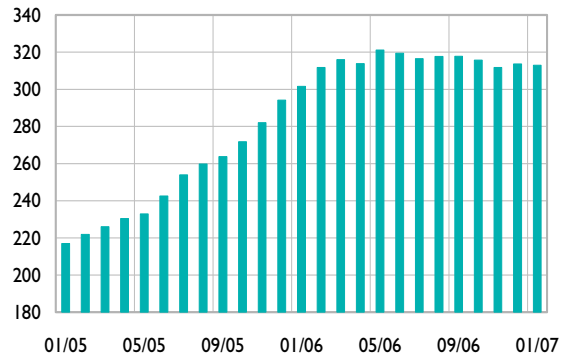
Ménages

(en milliards d'euros)



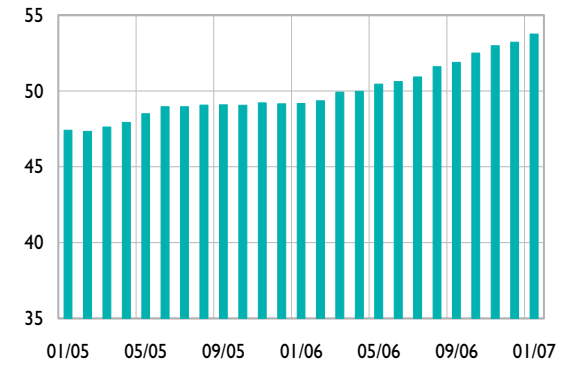
Sociétés

(en milliards d'euros)



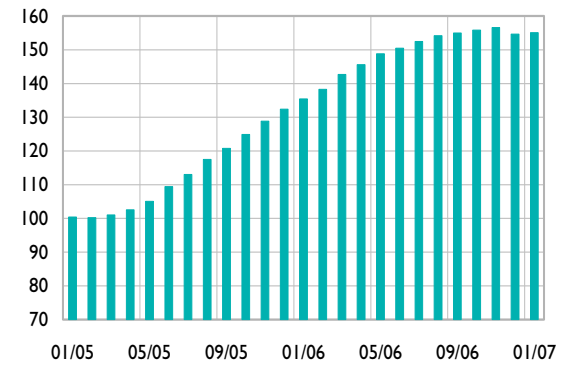
Consommation des ménages (hors découvert)

(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 avril 2007*

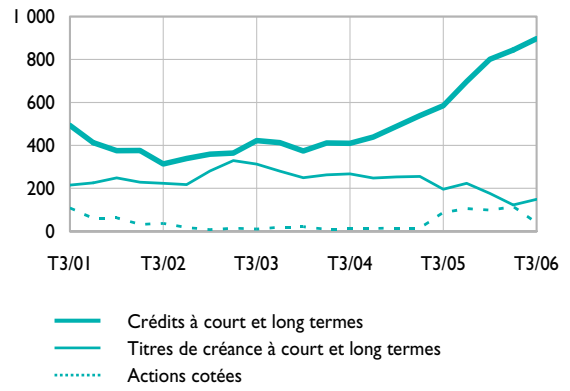
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006			2006	2006
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements							
Endettement	**796,2**	**942,8**	**1 016,8**	**986,3**	**1 063,2**	**199,8**	**16 232,6**
Crédits à court terme	63,1	87,8	111,7	118,6	153,1	20,6	1 755,0
Crédits à long terme	521,8	609,2	689,2	726,0	743,4	162,2	8 486,8
Titres de créance à court terme	7,7	9,9	4,9	-10,7	-2,5	-12,4	848,1
Titres de créance à long terme	188,7	213,7	171,5	133,0	152,1	29,2	4 828,4
Dépôts reçus par les administrations publiques (a)	14,8	22,2	39,4	19,5	17,1	0,2	314,3
Émissions d'actions et fonds de pension							
Actions cotées	87,9	105,9	98,7	115,3	39,4	3,4	4 084,9
Réserves pour fonds de pension des SNF	13,4	12,7	13,3	13,0	13,1	3,5	323,6
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	55,7	53,3	49,8	47,1	46,9	7,9	486,8
Dépôts à vue	176,2	230,2	182,3	174,6	164,2	-17,7	2 601,6
Dépôts remboursables avec préavis	70,0	45,3	47,1	32,0	23,0	-4,5	1 497,1
Dépôts à terme à moins de 2 ans	41,2	26,2	70,1	108,0	152,1	62,9	1 715,7
Dépôts des administrations centrales	-22,0	10,9	5,4	-3,4	21,4	-4,5	202,9
Dépôts auprès des non IFM	18,9	23,8	35,5	23,6	20,1	1,9	359,2
Titres de créance à court terme	16,1	-6,8	27,6	23,4	31,0	12,2	259,7
Titres d'OPCVM monétaires	-7,8	0,3	-1,9	-3,5	0,6	7,1	383,8
Pensions sur titres auprès des IFM	-5,2	-8,2	2,1	7,1	16,1	9,7	93,9
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	113,3	112,2	126,7	129,6	135,8	15,9	1 614,9
Titres de créance à moyen et long termes	33,5	52,9	58,6	72,6	117,0	36,5	1 851,3
Actions cotées	-33,0	20,7	-28,3	-4,1	20,0	17,4	2 959,6
Assurance-vie et fonds de pension	307,9	320,3	326,5	315,8	307,5	68,5	4 874,8
Titres d'OPCVM non monétaires	78,3	81,8	62,6	47,1	-3,7	-20,2	1 777,2

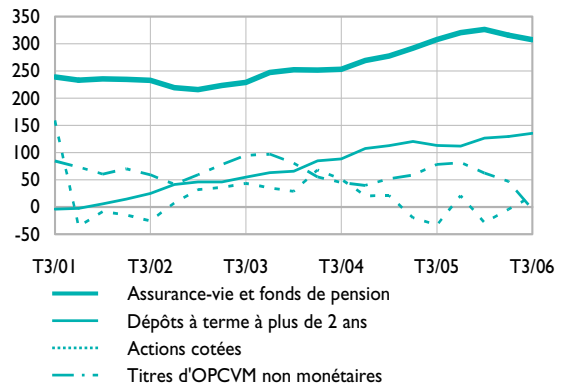
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) 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 23 avril 2007*

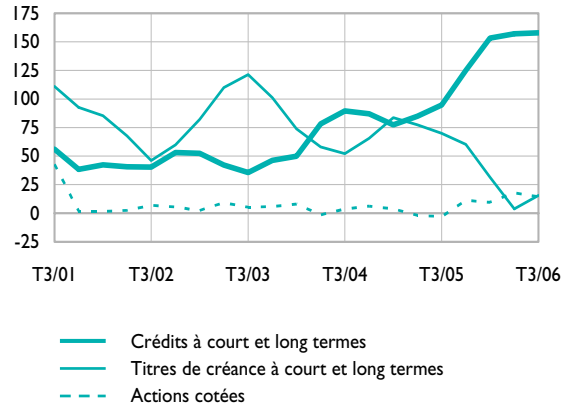
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006			2006	2006
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**197,9**	**224,0**	**233,8**	**219,3**	**219,1**	**30,3**	**2 931,0**
Crédits à court terme	-1,0	11,5	21,8	19,8	21,4	-1,0	225,8
Crédits à long terme	95,7	113,4	131,4	137,3	136,3	27,6	1 368,0
Crédits obtenus auprès des non-résidents	33,4	38,9	49,0	58,3	45,8	-6,8	338,8
Titres de créance à court terme	-11,0	-3,9	-19,6	-27,6	-24,5	-1,7	116,2
Titres de créance à long terme	80,9	64,1	51,1	31,5	40,1	12,0	1 152,5
Émissions d'actions et autres parts sociales	**64,8**	**73,6**	**74,3**	**89,5**	**85,1**	**15,5**	**4 161,7**
Actions cotées	-3,1	11,2	9,5	17,9	14,5	-0,6	1 256,6
Autres types de parts sociales	67,9	62,5	64,9	71,7	70,6	16,1	2 905,0
Placements							
Dépôts et titres à court terme	**100,6**	**76,7**	**96,9**	**52,9**	**70,5**	**22,8**	**1 408,5**
Monnaie fiduciaire	4,1	4,2	4,1	4,5	4,2	0,6	42,0
Dépôts à vue	31,7	38,9	26,3	28,9	23,7	-1,7	415,7
Placements à vue	21,1	15,0	16,9	14,7	19,1	6,5	402,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,3	5,3	4,2	6,4	8,2	3,5	54,4
Dépôts des administrations centrales	-6,0	1,3	13,7	-5,9	-7,8	-9,7	24,1
Autres dépôts (à l'étranger …)	11,1	3,8	12,4	-10,6	-10,2	-2,3	105,6
Titres de créance à court terme émis par les IFM	32,3	-2,1	6,9	6,5	9,2	5,5	122,0
Titres d'OPCVM monétaires	7,9	11,6	13,8	9,6	16,4	11,9	224,2
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,0	-0,8	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	0,3
Autres titres à court terme	-1,9	-0,4	0,2	-0,7	8,1	8,6	17,8
Placements à moyen et long termes	**142,6**	**159,7**	**138,7**	**134,2**	**130,2**	**24,0**	**5 423,4**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	5,3	-0,8	-12,6	-16,5	-19,1	-3,8	273,4
Placements de type obligataire	8,4	12,7	9,9	4,4	-3,1	-5,5	178,9
Placements de type actions et autres participations	63,8	91,0	77,7	61,6	66,3	15,1	3 684,5
Assurance-vie et fonds de pension	79,1	82,9	91,5	96,8	98,2	22,5	1 082,6
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-14,0	-26,1	-27,7	-12,1	-12,0	-4,2	204,0

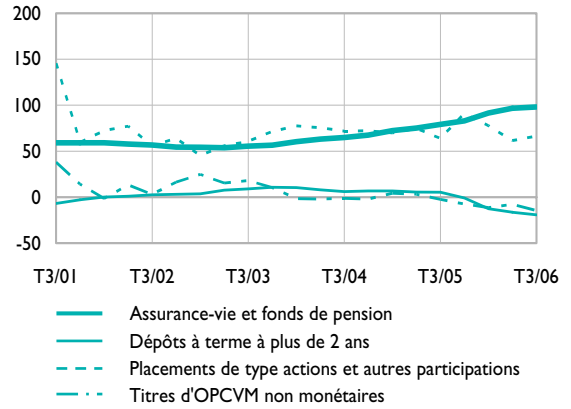
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



(a) 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 19 avril 2007*

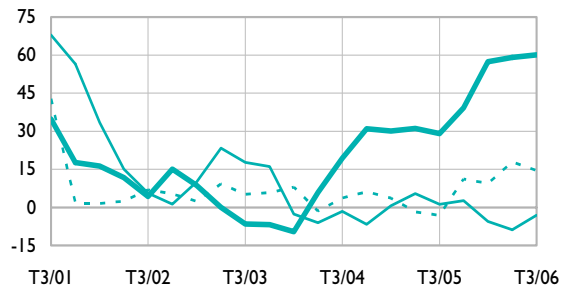
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006			2006	2006
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**63,7**	**80,8**	**100,9**	**108,6**	**102,9**	**-0,4**	**932,2**
Crédits à court terme	3,6	7,2	10,9	10,3	13,2	-2,9	152,0
Crédits à long terme	25,5	32,0	46,5	48,7	47,0	7,0	493,6
Crédits obtenus auprès des non-résidents	33,4	38,9	49,0	58,3	45,8	-6,8	338,8
Titres de créance à court terme	1,6	3,8	-3,1	-6,9	-2,4	0,8	31,3
Titres de créance à long terme	-0,4	-1,2	-2,4	-1,9	-0,7	1,4	256,9
Émissions d'actions et autres parts sociales	**64,8**	**73,6**	**74,3**	**89,5**	**85,1**	**15,5**	**4 161,7**
Actions cotées	-3,1	11,2	9,5	17,9	14,5	-0,6	1 256,6
Autres types de parts sociales	67,9	62,5	64,9	71,7	70,6	16,1	2 905,0
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	**49,9**	**23,2**	**19,6**	**20,9**	**37,6**	**26,2**	**464,5**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4
Dépôts à vue	12,6	14,0	3,1	6,5	7,1	-0,5	137,0
Placements à vue	0,4	0,0	-1,2	-2,1	-1,4	0,3	3,3
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,1	3,3	2,2	4,1	3,8	0,6	28,9
Autres dépôts (à l'étranger …)	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	1,1
Titres de créance à court terme émis par les IFM	31,5	-1,9	6,4	5,7	8,0	5,1	113,3
Titres d'OPCVM monétaires	7,4	8,2	10,3	7,9	12,2	12,2	164,3
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,0	-0,8	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	0,3
Autres titres à court terme	-1,2	0,2	0,2	-0,7	8,2	8,6	15,8
Placements à moyen et long termes	**32,0**	**47,9**	**42,2**	**40,1**	**46,9**	**10,8**	**2 765,4**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	1,6	0,3	-0,5	0,9	1,1	0,4	13,8
Placements de type obligataire	2,0	5,4	0,0	-4,0	-9,4	-5,6	53,2
Placements de type actions et autres participations	31,1	47,9	49,1	46,5	60,3	18,9	2 666,5
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-2,7	-5,7	-6,4	-3,3	-5,0	-3,0	32,0

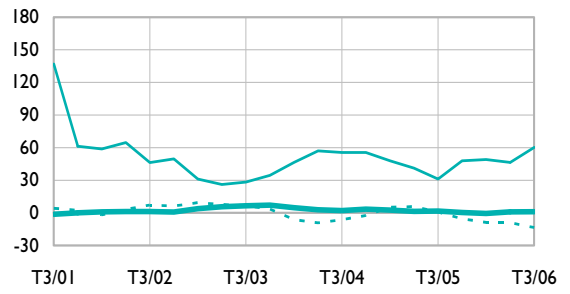
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



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

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

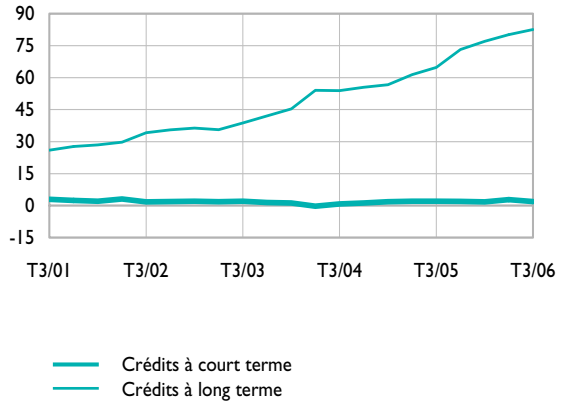
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006			2006	2006
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**66,9**	**75,2**	**78,9**	**83,0**	**84,5**	**19,4**	**793,1**
Crédits à court terme	2,1	2,0	1,8	2,8	1,9	-1,8	39,4
Crédits à long terme	64,8	73,2	77,1	80,2	82,6	21,1	753,6
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	**49,0**	**40,4**	**52,3**	**28,1**	**34,5**	**8,9**	**857,3**
Monnaie fiduciaire	4,1	4,2	4,1	4,4	4,2	0,6	41,6
Dépôts à vue	12,9	17,1	15,8	16,0	15,2	1,4	234,4
Placements à vue	20,6	14,9	18,1	16,9	20,5	6,2	398,6
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,3	1,9	1,9	2,0	4,2	2,9	25,1
Autres dépôts (à l'étranger …)	11,0	3,8	12,2	-10,5	-10,1	-2,3	104,4
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,0	-0,2	0,6	0,6	1,0	0,4	5,3
Titres d'OPCVM monétaires	-1,0	-1,3	-0,3	-1,4	-0,4	-0,3	47,7
Autres titres à court terme	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
Placements à moyen et long termes	**102,4**	**105,1**	**99,7**	**93,3**	**89,0**	**19,4**	**2 312,9**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	3,8	-1,1	-12,1	-17,3	-20,2	-4,2	259,6
Placements de type obligataire	3,5	3,2	2,6	-1,9	-3,2	-1,0	76,4
Placements de type actions et autres participations	28,8	38,7	36,8	23,5	19,6	3,5	743,0
Assurance-vie et fonds de pension	79,1	82,9	91,5	96,8	98,2	22,5	1 082,6
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-12,8	-18,5	-19,1	-7,8	-5,4	-1,3	151,3

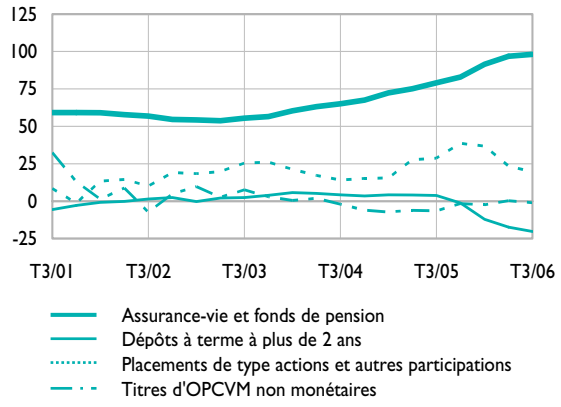
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



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

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

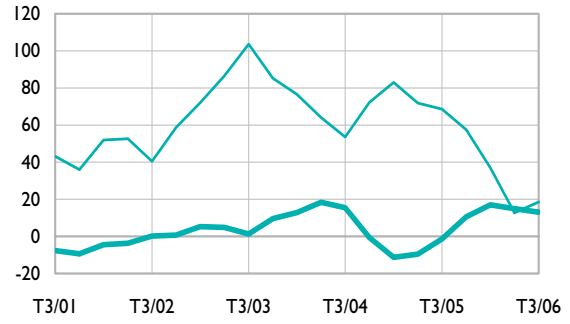
Figure 23
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006			2006	2006
	T3	T4	T1	T2	T3	T3	sept.
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	**67,4**	**68,0**	**54,0**	**27,7**	**31,7**	**11,3**	**1 205,7**
Crédits à court terme	-6,7	2,3	9,2	6,7	6,4	3,7	34,3
Crédits à long terme	5,4	8,2	7,8	8,3	6,7	-0,5	120,7
Titres de créance à court terme	-12,6	-7,7	-16,5	-20,6	-22,1	-2,5	84,9
Titres de créance à long terme	81,3	65,2	53,5	33,4	40,7	10,6	895,6
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	**1,7**	**13,2**	**25,0**	**3,9**	**-1,6**	**-12,3**	**86,7**
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	6,2	7,8	7,4	6,4	1,4	-2,6	44,4
Placements à vue	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,4
Dépôts des administrations centrales	-6,0	1,3	13,7	-5,9	-7,8	-9,7	24,1
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 émis par les IFM	0,8	-0,1	-0,2	0,2	0,2	0,0	3,5
Titres d'OPCVM monétaires	1,4	4,7	3,8	3,0	4,6	0,0	12,1
Autres titres à court terme	-0,8	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9
Placements à moyen et long termes	**8,2**	**6,7**	**-3,1**	**0,8**	**-5,8**	**-6,2**	**345,0**
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	2,8	4,1	7,2	10,3	9,5	1,0	49,3
Placements de type actions et autres participations	3,9	4,5	-8,2	-8,3	-13,6	-7,3	275,0
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	1,5	-1,9	-2,2	-1,1	-1,6	0,1	20,7

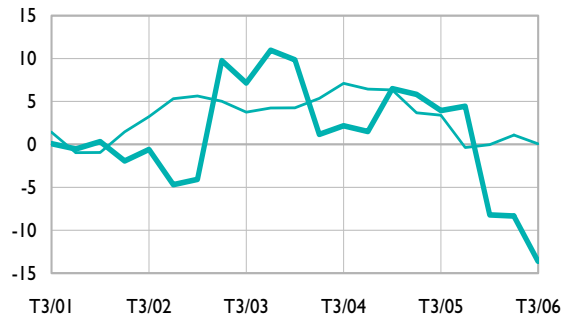
Financements

(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 19 avril 2007*

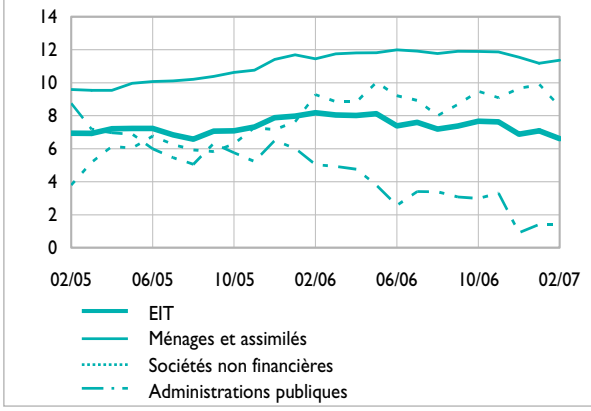
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2003	2004	2005	2006	2007		2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	janv.	fév.	fév.
Endettement Intérieur Total	**6,2**	**6,6**	**7,9**	**6,9**	**7,1**	**6,6**	**3 283,9**
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,6	11,2	11,4	823,3
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	2,4	0,8	0,0	39,9
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	11,8	12,0	783,4
Sociétés non financières	1,8	4,5	7,2	9,7	9,9	8,5	1 313,4
≤ 1 an	-1,4	8,0	11,4	10,5	10,0	8,4	479,0
> 1 an	3,5	2,7	4,8	9,2	9,9	8,6	834,4
Administrations publiques	10,7	7,1	6,5	0,9	1,4	1,4	1 147,3
≤ 1 an	26,6	1,2	-3,4	-21,6	-21,9	-20,8	109,1
> 1 an	8,3	8,2	8,1	4,2	4,8	4,5	1 038,2
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**3,7**	**6,8**	**9,1**	**9,5**	**9,8**	**9,4**	**1 641,4**
Ménages et assimilés (a)	7,8	9,4	11,4	11,6	11,2	11,4	823,3
≤ 1 an	4,2	3,5	5,3	2,4	0,8	0,0	39,9
> 1 an	8,1	9,8	11,8	12,1	11,8	12,0	783,4
Sociétés non financières	-1,2	5,7	6,9	8,7	8,8	7,6	664,9
≤ 1 an	-3,0	4,5	5,0	4,9	4,2	2,2	152,9
> 1 an	-0,6	6,1	7,5	10,0	10,3	9,4	512,0
Administrations publiques (c)	7,3	-0,5	7,4	2,7	7,1	6,4	153,3
≤ 1 an	50,3	-9,6	10,0	-11,7	-12,6	-16,1	21,8
> 1 an	0,3	1,4	6,9	5,5	11,3	11,3	131,5
Crédits obtenus auprès des non-résidents (d)	**4,3**	**9,0**	**14,1**	**17,7**	**18,8**	**16,1**	**366,0**
Financements de marché	**9,8**	**5,8**	**5,1**	**1,1**	**1,0**	**1,0**	**1 276,5**
Sociétés non financières (e)	5,6	-2,3	0,9	3,6	3,1	2,8	293,2
≤ 1 an	-29,4	-0,3	17,6	10,9	-2,3	-2,9	31,1
> 1 an	10,2	-2,4	-0,5	2,8	3,8	3,5	262,1
Administrations publiques	11,4	8,7	6,4	0,3	0,3	0,4	983,4
≤ 1 an	24,2	4,7	-6,7	-28,3	-27,9	-26,2	76,7
> 1 an	9,7	9,3	8,3	4,0	3,9	3,6	906,7

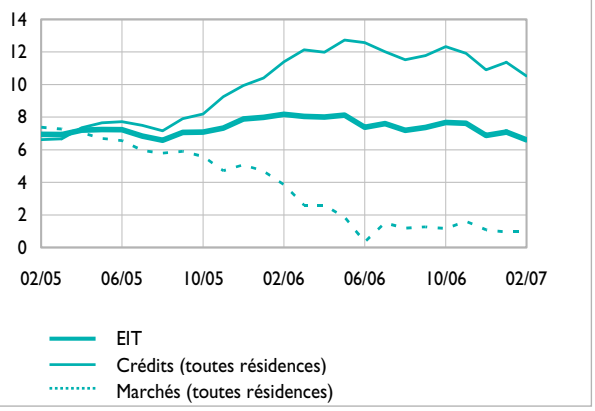
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



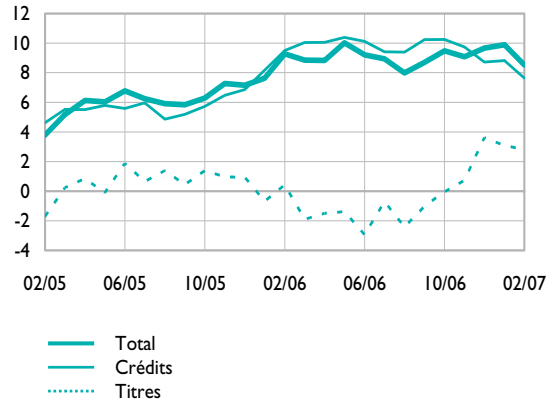
(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers
(c) Dont dépôts du secteur privé, y compris par l'intermédiaire de La Poste, auprès du Trésor public jusqu'en juillet 2003.
(d) Prêts 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 19 avril 2007*

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

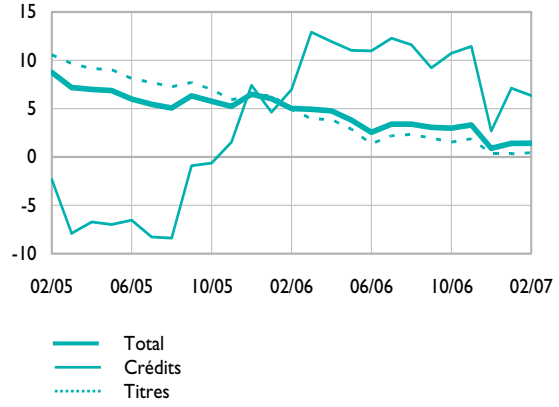
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



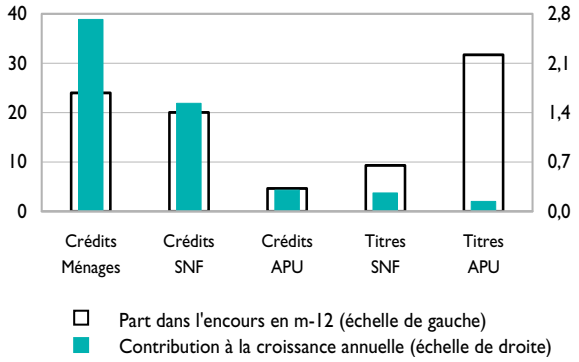
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



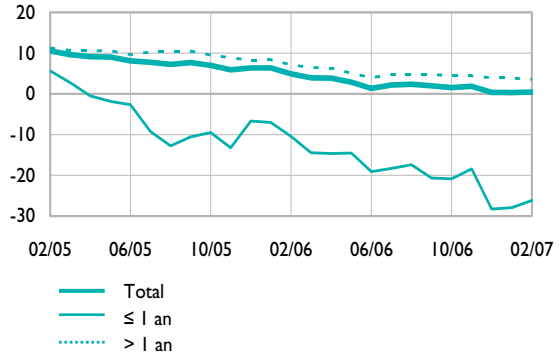
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT
Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à février 2007)



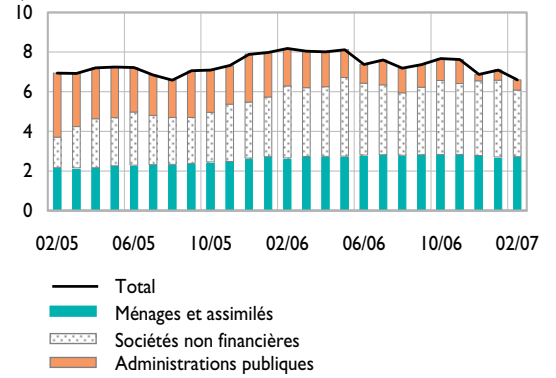
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



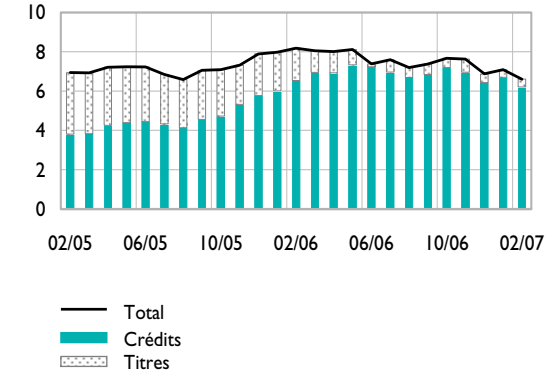
Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



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

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

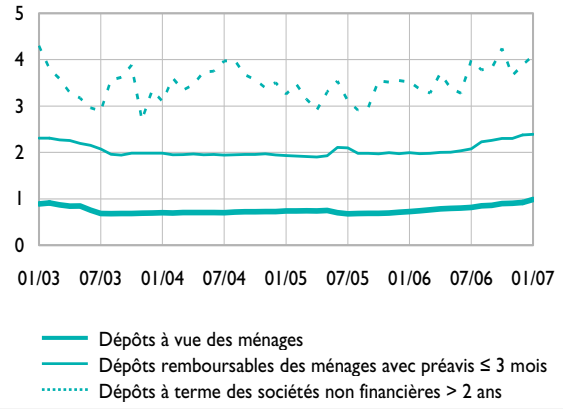
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2006				2007
	déc.	déc.	janv.	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,73	0,86	0,90	0,91	0,92	0,99
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,00	2,26	2,30	2,30	2,38	2,39
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,88	3,52	3,82	4,24	3,66	3,88	4,09
France								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,10	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,17	2,51	2,64	2,67	2,70	2,75
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	2,68	3,13	3,22	3,26	3,38	3,46
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,63	3,46	3,57	3,53	3,52	3,57

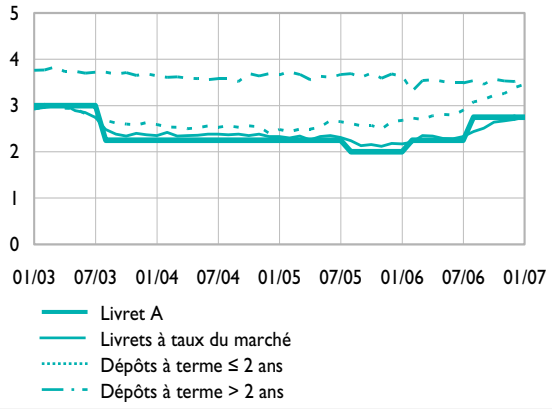
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



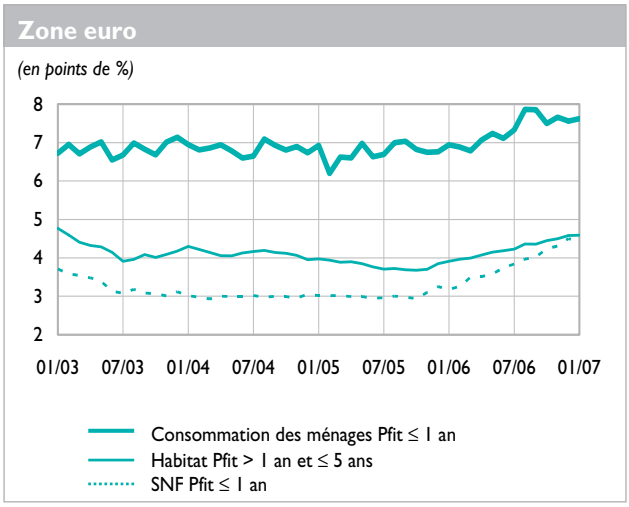
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

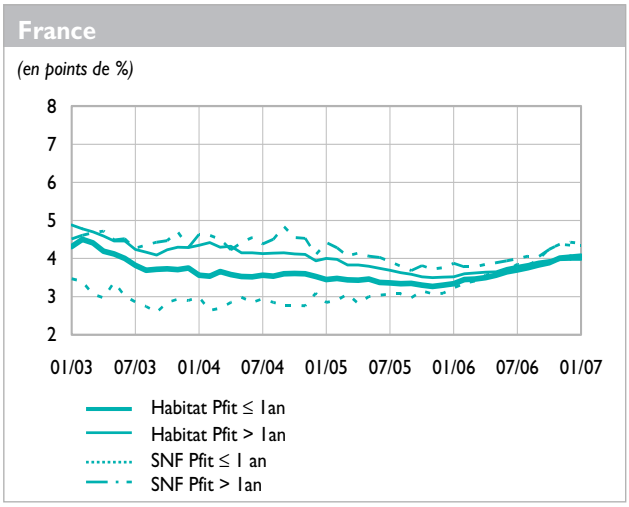
Réalisé le 19 avril 2007

Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2006											2007
	fév.	**mars**	**avril**	**mai**	**juin**	**juil.**	**août**	**sept.**	**oct.**	**nov.**	**déc.**	**janv.**
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	6,88	6,79	7,06	7,24	7,11	7,33	7,86	7,86	7,50	7,66	7,56	7,63
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	3,97	3,99	4,07	4,15	4,19	4,23	4,36	4,36	4,45	4,50	4,58	4,59
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,26	3,50	3,51	3,57	3,74	3,84	3,97	4,02	4,24	4,31	4,50	4,42
France												
Consommation des ménages	**6,09**	**5,94**	**5,94**	**6,12**	**5,98**	**6,07**	**6,21**	**6,18**	**6,06**	**6,26**	**6,32**	**6,46**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,45	3,46	3,50	3,56	3,65	3,70	3,76	3,83	3,89	4,01	4,04	4,06
Pfit > 1 an (a)	3,60	3,62	3,64	3,65	3,74	3,80	3,85	3,91	3,95	3,97	3,98	3,98
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,35	3,41	3,56	3,64	3,68	3,85	3,82	3,98	4,25	4,37	4,43	4,40
Pfit > 1 an (a)	3,78	3,78	3,85	3,89	3,94	3,99	4,06	4,05	4,24	4,37	4,35	4,34





(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.
Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.
Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 avril 2007*

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2006				2007
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	13,36	13,65	14,11	14,30	14,44
Prêts personnels > 1 524 €	6,30	6,36	6,40	6,33	6,54
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,35	4,49	4,62	4,79	4,70
Prêts à taux variable	4,11	4,18	4,30	4,59	4,68

Seuils applicables à partir du 1er jour de la période indiquée	2006			2007	
	avril	juil.	oct.	janv.	avril
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	17,81	18,20	18,81	19,07	19,25
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,40	8,48	8,53	8,44	8,72
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	5,80	5,99	6,16	6,39	6,27
Prêts à taux variable	5,48	5,57	5,73	6,12	6,24

	2006				2007
	T1	T2	T3	T4	T1
Crédit aux entreprises					
Escompte					
≤ 15 245 €	4,87	4,84	4,76	5,07	5,39
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,47	5,26	5,52	5,49	5,93
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,47	5,30	5,35	5,35	5,63
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,69	4,72	4,79	4,94	5,20
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,66	3,91	4,11	4,46	4,72
> 1 524 490 €	3,05	3,12	3,20	3,82	4,18
Découvert					
≤ 15 245 €	9,01	9,99	10,32	10,12	10,15
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	8,35	8,01	8,15	7,81	7,98
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	7,03	7,01	6,69	6,25	6,58
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,85	5,10	5,25	5,49	5,75
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,87	4,68	4,54	4,71	5,15
> 1 524 490 €	3,13	3,54	4,02	4,36	4,42
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,28	4,26	4,50	4,86	4,97
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,73	4,44	4,65	4,94	5,13
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,66	4,54	4,73	5,08	5,12
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,10	4,10	4,42	4,80	5,07
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,42	3,67	3,93	4,48	4,79
> 1 524 490 €	3,03	3,24	3,59	4,03	4,36
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	3,83	4,14	4,28	4,43	4,47
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	3,75	4,02	4,18	4,32	4,40
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,61	3,86	4,07	4,20	4,29
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,58	3,70	3,95	4,14	4,23
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,49	3,66	3,87	4,15	4,26
> 1 524 490 €	3,30	3,67	3,94	4,33	4,55

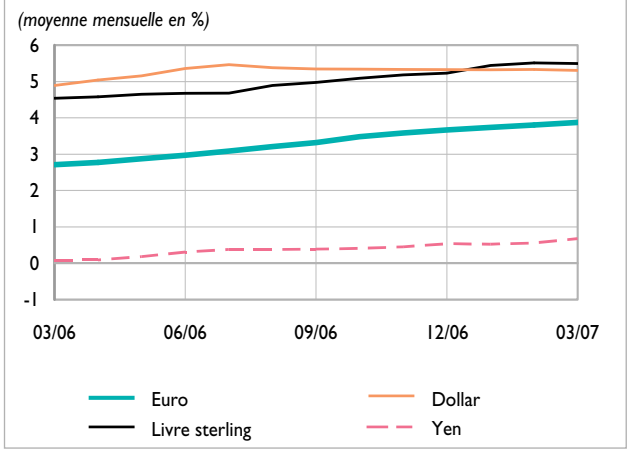
Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

Figure 29
Taux d'intérêt

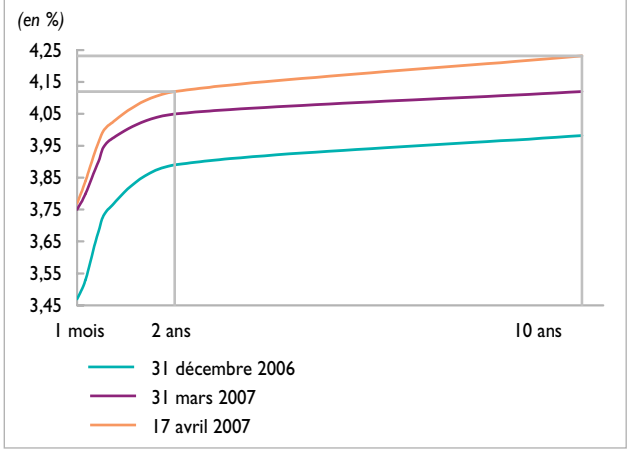
(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/04/07
	2006							2007			
	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**3,75**
Au jour le jour	2,69	2,81	2,97	3,03	3,27	3,33	3,49	3,56	3,55	3,69	
À 3 mois	2,97	3,09	3,21	3,31	3,48	3,58	3,67	3,73	3,80	3,87	
À 1an	3,38	3,53	3,60	3,70	3,78	3,85	3,91	4,05	4,08	4,09	
Livre sterling											**5,25**
Au jour le jour	4,58	4,55	4,81	4,79	4,83	5,01	5,09	5,22	5,31	5,31	
À 3 mois	4,68	4,68	4,89	4,98	5,09	5,18	5,23	5,44	5,51	5,49	
À 1an	4,94	4,96	5,18	5,25	5,34	5,38	5,44	5,73	5,79	5,72	
Dollar											**5,25**
Au jour le jour	5,04	5,27	5,26	5,25	5,26	5,25	5,26	5,26	5,26	5,27	
À 3 mois	5,36	5,47	5,38	5,35	5,34	5,33	5,33	5,32	5,33	5,31	
À 1an	5,57	5,63	5,46	5,34	5,33	5,28	5,21	5,34	5,35	5,17	
Yen											**0,75**
Au jour le jour	0,07	0,00	0,00	0,00	0,00	0,31	0,35	0,36	0,42	0,59	
À 3 mois	0,31	0,38	0,38	0,39	0,41	0,45	0,54	0,52	0,56	0,68	
À 1an	0,57	0,65	0,62	0,57	0,63	0,68	0,72	0,72	0,70	0,76	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	4,01	4,03	3,90	3,77	3,81	3,74	3,81	4,07	4,10	4,00	
Allemagne	3,99	4,01	3,89	3,76	3,79	3,73	3,79	4,03	4,05	3,95	
Zone euro	4,07	4,10	3,97	3,84	3,88	3,80	3,90	4,10	4,12	4,02	
Royaume-Uni	4,64	4,64	4,63	4,55	4,61	4,55	4,64	4,88	4,92	4,80	
États-Unis	5,17	5,16	4,94	4,78	4,78	4,65	4,61	4,82	4,78	4,61	
Japon	1,87	1,91	1,81	1,68	1,76	1,70	1,65	1,71	1,71	1,62	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 19 avril 2007*

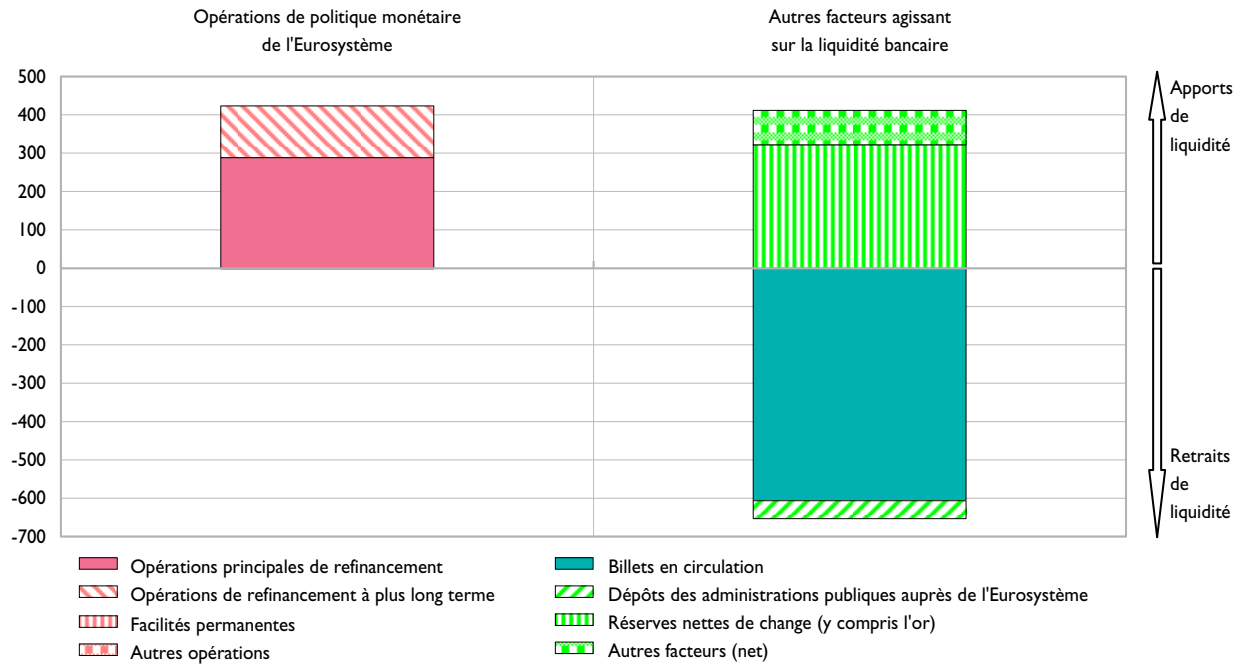
Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 14/02/2007 au 13/03/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**423,3**	**1,3**	**422,0**
Opération principale de refinancement	288,7		288,7
Opération de refinancement à plus long terme	134,6		134,6
Facilités permanentes	0,0	0,5	-0,5
Autres opérations	0,0	0,8	-0,8
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**411,6**	**653,3**	**-241,7**
Billets en circulation		606,2	-606,2
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		47,1	-47,1
Réserves nettes de change (y compris l'or)	321,6		321,6
Autres facteurs (net)	90,0		90,0
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**180,3**
dont réserves obligatoires			*179,8*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 14/02/2007 au 13/03/2007)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 avril 2007

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		
05/10/06	11/10/06	3,25	05/10/06	11/10/06	2,25	4,25
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	3,75	08/03/07	14/03/07	2,75	4,75

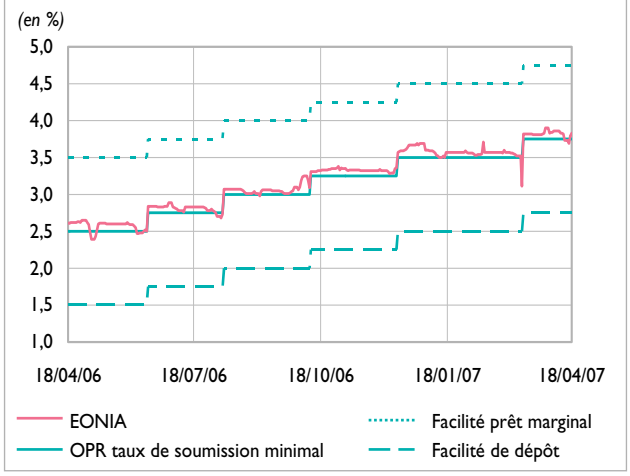
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2007	14 mars	3,81	3,81	2006	26 octobre	3,48
	21 mars	3,80	3,81		30 novembre	3,58
	28 mars	3,82	3,83		21 décembre	3,66
	4 avril	3,83	3,83	2007	1 février	3,72
	11 avril	3,81	3,82		1 mars	3,80
	18 avril	3,81	3,82		29 mars	3,87

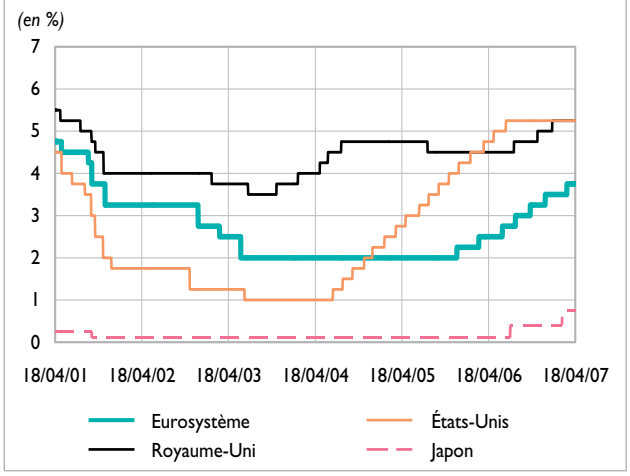
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
prenant fin le		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2006	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
2007	16 janvier	174,30	33,57	175,26	33,67	0,96	0,10	3,57
	13 février	175,76	33,18	176,54	33,28	0,78	0,10	3,55
	13 mars	179,77	33,70	180,57	33,84	0,80	0,14	3,55
	17 avril	181,84	34,59	182,63	34,70	0,79	0,11	3,81

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 19 avril 2007

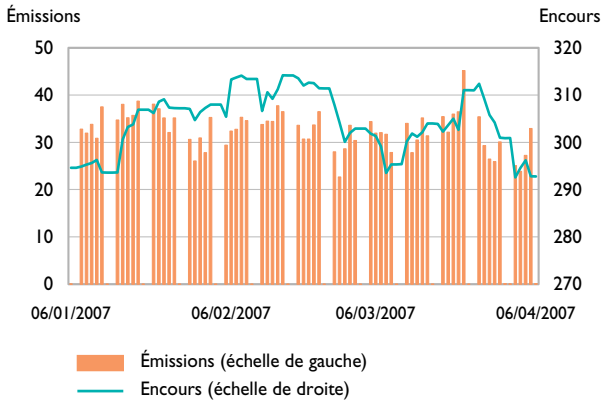
Figure 32
Titres de créance négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
06/01/07 au 12/01/07	167,16	293,66	222
13/01/07 au 19/01/07	182,53	306,95	222
20/01/07 au 26/01/07	177,74	307,24	223
27/01/07 au 02/02/07	150,89	308,01	222
03/02/07 au 09/02/07	164,68	313,43	223
10/02/07 au 16/02/07	177,10	314,21	224
17/02/07 au 23/02/07	165,29	311,44	224
24/02/07 au 02/03/07	143,46	302,91	223
03/03/07 au 09/03/07	158,12	295,36	223
10/03/07 au 16/03/07	159,04	304,00	221
17/03/07 au 23/03/07	185,41	311,04	220
24/03/07 au 30/03/07	147,38	300,99	220
31/03/07 au 06/04/07	109,57	292,79	222

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

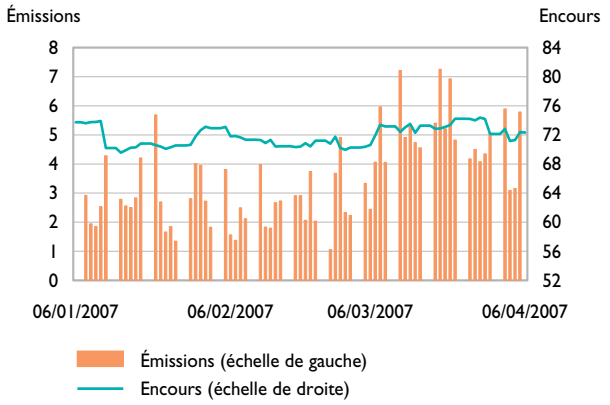


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
06/01/07 au 12/01/07	13,56	70,23	86
13/01/07 au 19/01/07	14,92	70,85	88
20/01/07 au 26/01/07	13,26	70,61	88
27/01/07 au 02/02/07	15,35	72,97	88
03/02/07 au 09/02/07	11,39	71,40	87
10/02/07 au 16/02/07	13,03	70,48	87
17/02/07 au 23/02/07	13,70	71,24	87
24/02/07 au 02/03/07	14,24	70,31	86
03/03/07 au 09/03/07	19,87	73,21	85
10/03/07 au 16/03/07	26,78	73,31	85
17/03/07 au 23/03/07	29,64	74,27	85
24/03/07 au 30/03/07	22,20	72,17	84
31/03/07 au 06/04/07	17,94	72,39	88

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

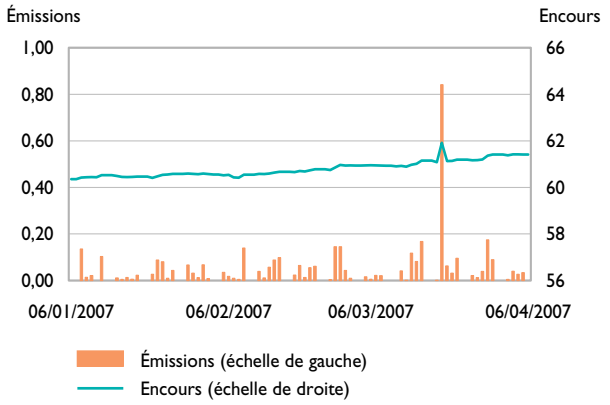


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
06/01/07 au 12/01/07	0,28	60,53	136
13/01/07 au 19/01/07	0,06	60,47	136
20/01/07 au 26/01/07	0,25	60,58	137
27/01/07 au 02/02/07	0,19	60,58	136
03/02/07 au 09/02/07	0,21	60,54	136
10/02/07 au 16/02/07	0,30	60,67	136
17/02/07 au 23/02/07	0,22	60,78	137
24/02/07 au 02/03/07	0,35	60,94	137
03/03/07 au 09/03/07	0,07	60,93	137
10/03/07 au 16/03/07	0,41	61,15	137
17/03/07 au 23/03/07	1,03	61,19	136
24/03/07 au 30/03/07	0,34	61,42	136
31/03/07 au 06/04/07	0,11	61,41	136

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



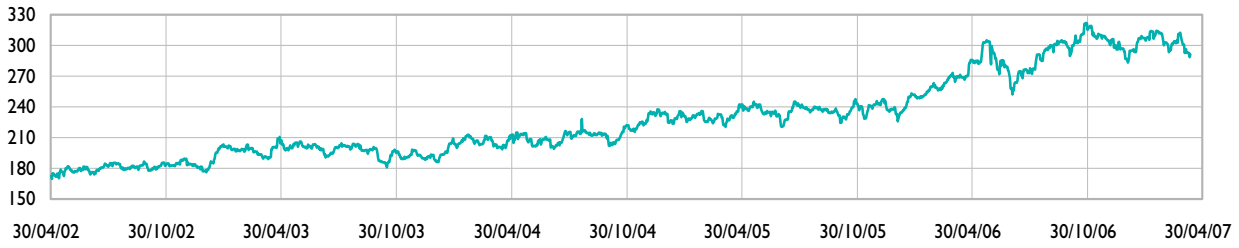
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

Figure 33
Titres de créance négociables – France

Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)

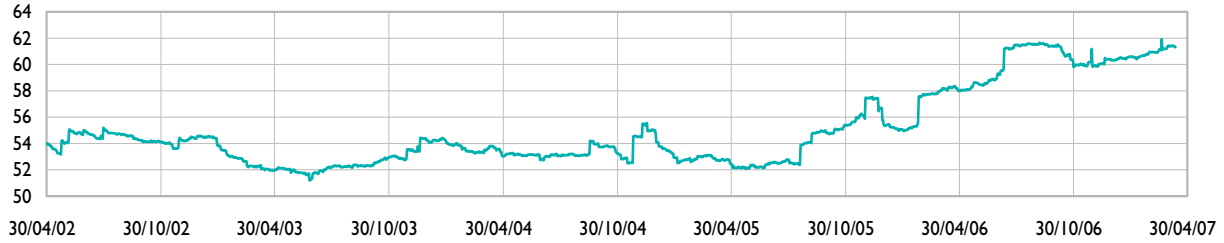


Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)

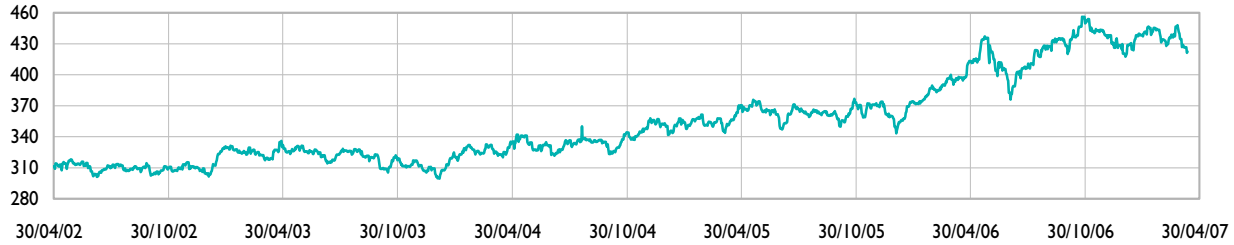
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

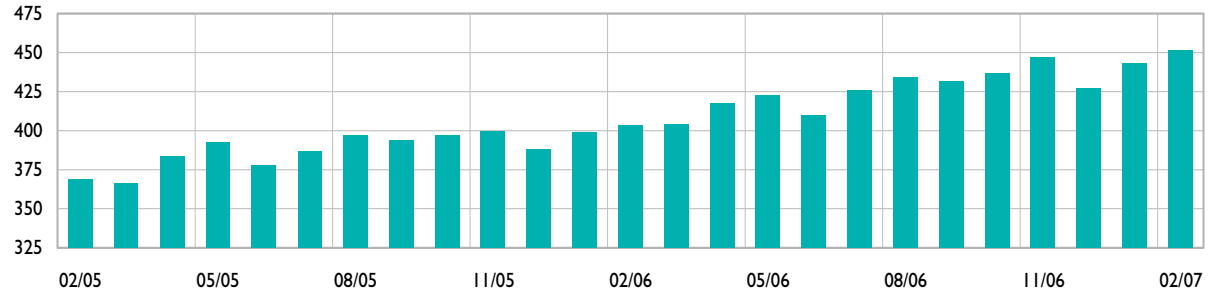
Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2006			2007
	juin	sept.	déc.	fév.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	410,10	431,88	426,82	451,28
OPCVM obligations	194,07	194,37	191,70	
OPCVM actions	289,26	307,60	332,40	
OPCVM diversifiés	276,29	286,86	297,47	
OPCVM de fonds alternatifs	22,81	24,33	26,71	
OPCVM garantis	0,07	0,04	0,05	
Fonds à formule	61,75	65,62	71,21	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

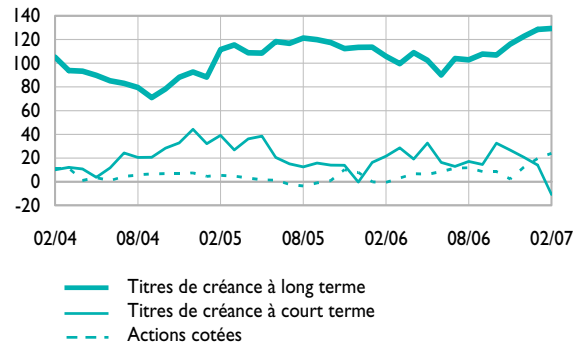
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	fév.	12 mois	fév.	déc.	fév.
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	**1 995,7**	**2 127,2**	**2 158,9**	**118,7**	**12,5**	**7,2**	**5,8**
Titres de créance à long terme	1 629,5	1 740,3	1 766,9	129,4	22,6	7,6	7,9
Administrations publiques	*858,9*	*891,4*	*906,7*	*31,4*	*13,2*	*3,9*	*3,6*
Institutions financières monétaires (IFM)	*479,1*	*552,3*	*565,4*	*88,6*	*9,0*	*17,1*	*18,5*
Sociétés hors IFM	*291,5*	*296,6*	*294,9*	*9,5*	*0,3*	*2,7*	*3,3*
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	392,0	-10,8	-10,1	5,6	-2,7
Administrations publiques	*108,5*	*77,5*	*76,7*	*-27,2*	*-1,1*	*-28,4*	*-26,2*
Institutions financières monétaires (IFM)	*218,0*	*268,0*	*273,6*	*19,2*	*-9,6*	*23,0*	*7,5*
Sociétés hors IFM	*39,7*	*41,3*	*41,7*	*-2,7*	*0,5*	*3,2*	*-6,1*
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	**1 375,0**	**1 702,9**	**1 715,4**	**23,8**	**4,6**	**0,7**	**1,5**

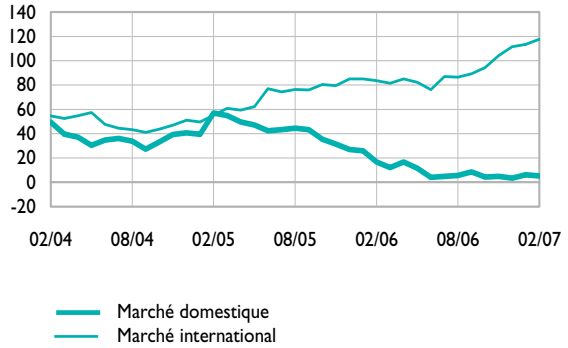
Émissions nettes de titres par les résidents français

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



Émissions nettes de titres de créance à long terme par les résidents français

(par type de marché, cumul 12 mois, en milliards d'euros)



(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées
(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

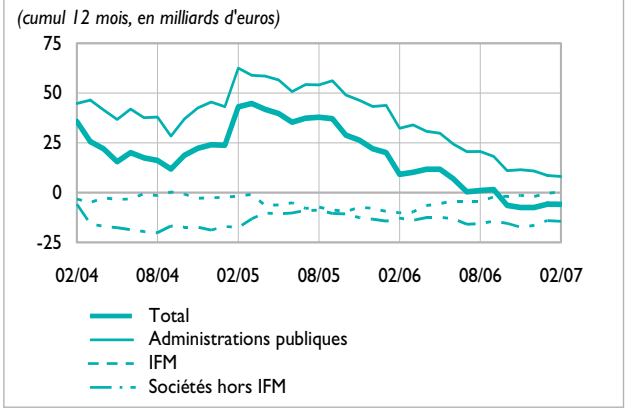
Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

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

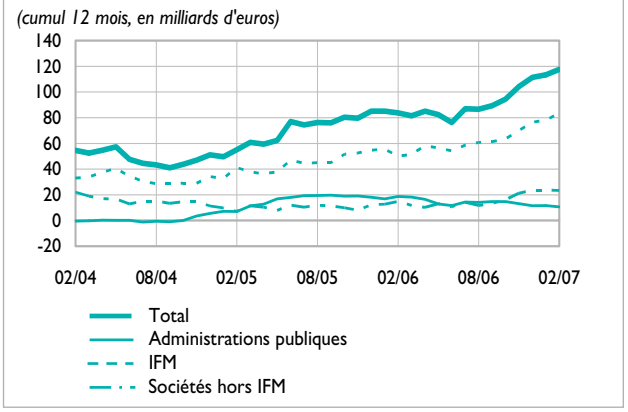
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	fév.	12 mois	fév.	12 mois	fév.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	**848,0**	**840,8**	**852,5**	**-6,0**	**6,4**	**77,0**	**8,5**
Administrations publiques	628,5	639,4	654,2	8,1	7,5	60,6	7,8
Institutions financières monétaires (IFM)	120,7	119,0	118,4	0,4	-0,4	12,7	0,7
Sociétés hors IFM	98,8	82,4	79,9	-14,4	-0,6	3,7	0,0
Actions françaises cotées							
Total	**1 375,0**	**1 702,9**	**1 715,4**	**23,8**	**4,6**	**39,8**	**5,8**
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	224,7	13,1	4,1	13,4	4,1
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 490,7	10,8	0,5	26,4	1,7

Émissions nettes d'obligations
Place financière de Paris



Émissions nettes d'obligations
Autres places internationales



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

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

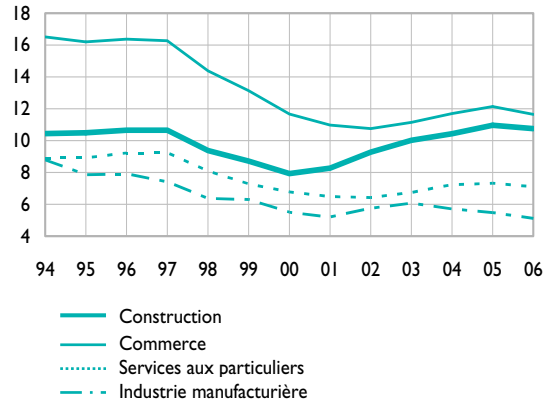
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre, données cvs)

	2006										2007	
	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév. (a)
Agriculture, sylviculture, pêche	147	140	141	140	123	135	123	119	144	145	130	142
Industrie	402	396	430	431	441	475	434	447	434	434	410	448
Agricole et alimentaire	*93*	*74*	*101*	*104*	*110*	*107*	*101*	*107*	*102*	*105*	*117*	*112*
Biens de consommation	*126*	*125*	*122*	*137*	*135*	*147*	*139*	*131*	*137*	*139*	*128*	*149*
Automobile	*3*	*4*	*7*	*10*	*5*	*1*	*5*	*5*	*13*	*2*	*5*	*7*
Biens d'équipement	*80*	*75*	*84*	*74*	*80*	*90*	*78*	*88*	*80*	*89*	*70*	*79*
Biens intermédiaires	*100*	*118*	*116*	*106*	*111*	*130*	*111*	*116*	*102*	*99*	*90*	*101*
Construction	896	835	846	896	905	908	905	937	988	982	944	968
Commerce	939	885	943	1006	983	1022	1005	976	1030	994	1016	1016
Transports	151	126	135	134	136	141	138	133	135	121	123	122
Activités immobilières	115	97	127	112	110	132	122	114	109	123	132	126
Services aux entreprises	514	478	527	501	479	521	536	538	567	545	567	562
Services aux particuliers	584	580	606	589	615	640	617	606	635	580	596	600

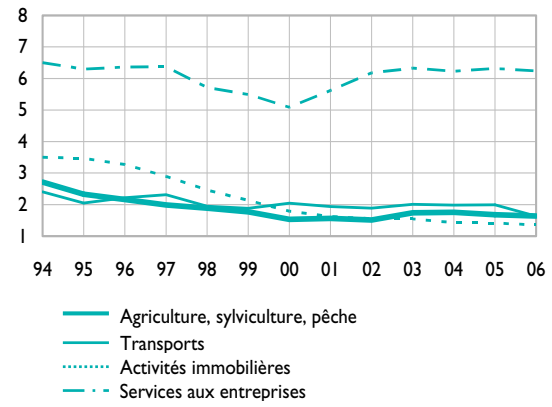
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)



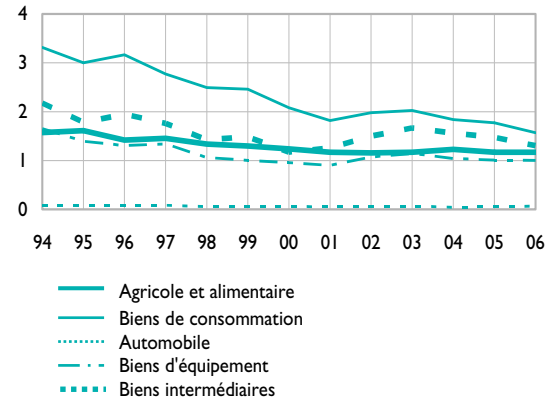
Données annuelles brutes

(en milliers d'entreprises)

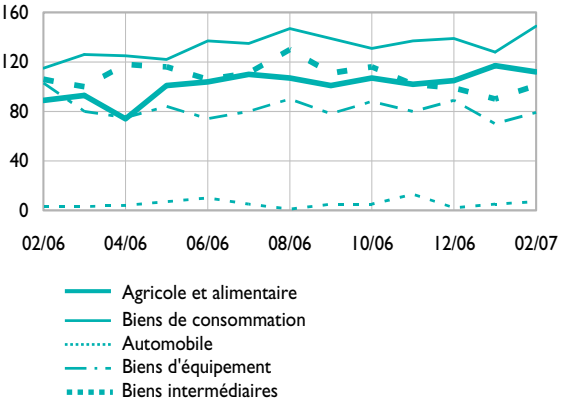


Détail du secteur industriel

(données annuelles brutes, en milliers d'entreprises)



(données mensuelles cvs, en nombre d'entreprises)



(a) Données provisoires.
Source : Banque de France

Réalisé le 19 avril 2007

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

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

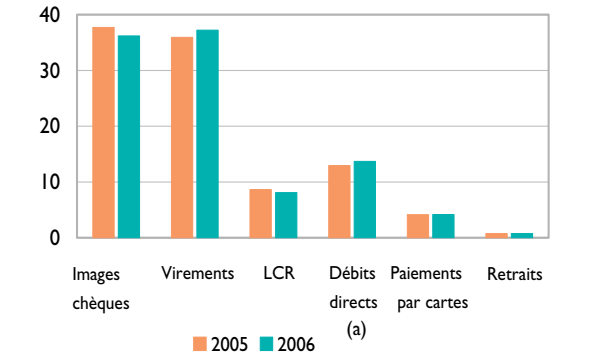
	2003	2004	2005	2006	2006	2007		2007
					déc.	janv.	fév.	Part
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	8 397	7 385	6 903	34,6
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	9 581	7 376	7 610	38,2
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 845	1 610	1 656	8,3
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 991	1 746	1 853	9,3
TIP	165	164	159	155	185	110	178	0,9
Télérèglements	457	527	670	842	1 626	887	825	4,1
Paiements par cartes	664	705	772	819	1 115	853	788	4,0
Retraits	137	133	136	139	156	126	128	0,6
Total	**18 319**	**17 634**	**18 793**	**19 727**	**24 896**	**20 092**	**19 941**	**100,0**

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

	2003	2004	2005	2006	2006	2007		2007
					déc.	janv.	fév.	Part
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	14 720	12 366	11 694	24,5
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	8 879	7 142	7 532	15,8
LCR	419	408	401	390	452	378	394	0,8
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	7 930	8 152	8 352	17,5
TIP	557	554	511	491	547	465	482	1,0
Télérèglements	7	10	17	27	33	32	38	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	22 298	18 022	16 901	35,4
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 671	2 258	2 331	4,9
Total	**44 307**	**44 845**	**46 910**	**47 771**	**57 531**	**48 815**	**47 724**	**100,0**

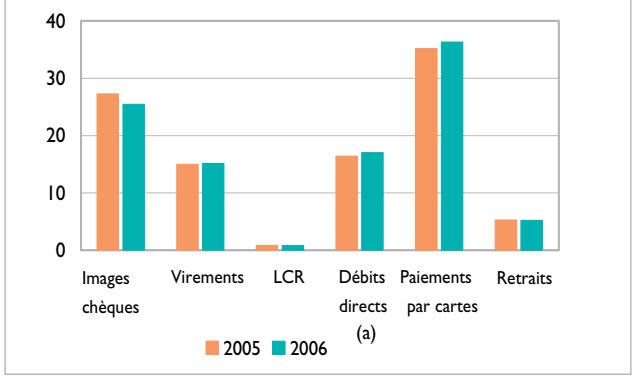
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



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

Source : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation) *Réalisé le 19 avril 2007*

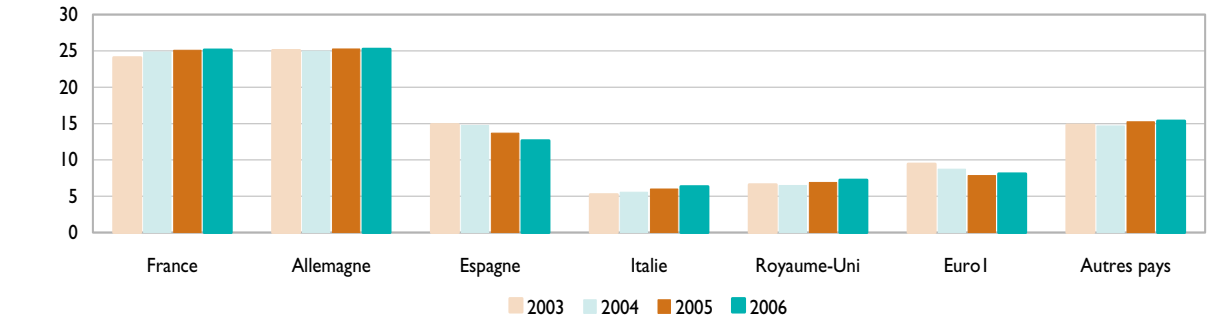
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2006		2007	2007
					nov.	déc.	janv.	Part
France	448	486	544	588	597	642	617	25,0
Target transfrontière	*75*	*81*	*95*	*107*	*108*	*120*	*113*	*4,6*
Target domestique (TBF)	*302*	*338*	*386*	*423*	*434*	*458*	*440*	*17,8*
Système net (PNS)	*70*	*67*	*62*	*58*	*54*	*65*	*64*	*2,6*
Allemagne (a)	504	488	547	591	577	655	634	25,7
Target transfrontière	*141*	*143*	*163*	*183*	*173*	*197*	*192*	*7,8*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*364*	*345*	*384*	*408*	*404*	*458*	*442*	*17,9*
Espagne	277	288	296	296	340	316	297	12,0
Target transfrontière	*20*	*23*	*23*	*27*	*29*	*31*	*32*	*1,3*
Target domestique (SLBE)	*255*	*265*	*273*	*269*	*310*	*285*	*265*	*10,7*
Système net (SEPI) (b)	*1*	*1*	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	147	163	152	6,1
Target transfrontière	*33*	*32*	*41*	*47*	*49*	*54*	*49*	*2,0*
Target domestique (BI-REL)	*64*	*76*	*89*	*101*	*98*	*109*	*103*	*4,2*
Royaume-Uni	122	127	149	169	170	187	177	7,2
Target transfrontière	*93*	*101*	*114*	*126*	*128*	*144*	*134*	*5,5*
Target domestique (Chaps Euro)	*29*	*26*	*35*	*42*	*43*	*43*	*42*	*1,7*
Euro 1 (ABE) (d)	175	170	170	189	193	223	207	8,4
Autres pays	275	287	330	360	360	407	384	15,5
Total Union européenne (à 15)	**1 899**	**1 955**	**2 166**	**2 342**	**2 384**	**2 594**	**2 467**	**100,0**
Target transfrontière	537	564	651	725	724	812	769	31,2
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 411	1 492	1 425	57,8
Systèmes nets	249	240	233	249	249	290	273	11,0

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) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend 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 19 avril 2007*

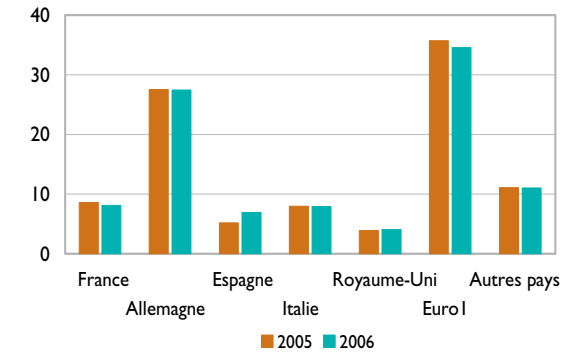
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2006		2007	2007
					nov.	déc.	janv.	Part
France	43 905	42 509	44 107	43 890	41 685	51 655	43 710	8,0
Target transfrontière	*6 804*	*7 384*	*8 500*	*9 631*	*9 356*	*11 415*	*9 768*	*1,8*
Target domestique (TBF)	*8 348*	*8 071*	*8 589*	*8 321*	*7 578*	*10 555*	*7 653*	*1,4*
Système net (PNS)	*28 753*	*27 054*	*27 018*	*25 937*	*24 751*	*29 685*	*26 289*	*4,8*
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	149 402	175 986	149 624	27,4
Target transfrontière	*18 028*	*19 231*	*19 847*	*20 186*	*19 943*	*22 526*	*19 500*	*3,6*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*110 569*	*112 272*	*121 548*	*128 427*	*129 459*	*153 460*	*130 124*	*23,8*
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	38 615	45 408	40 589	7,4
Target transfrontière	*2 339*	*2 760*	*3 408*	*4 046*	*4 497*	*4 922*	*4 379*	*0,8*
Target domestique (SLBE)	*10 783*	*11 618*	*23 315*	*33 393*	*34 118*	*40 486*	*36 210*	*6,6*
Système net (SEPI) (b)	*6 981*	*4 086*	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	45 386	57 521	38 289	7,0
Target transfrontière	*6 741*	*7 269*	*7 799*	*8 151*	*8 226*	*9 064*	*8 041*	*1,5*
Target domestique (BI-REL)	*30 212*	*27 791*	*33 246*	*34 782*	*37 160*	*48 456*	*30 248*	*5,5*
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	21 887	24 578	22 355	4,1
Target transfrontière	*11 391*	*12 799*	*14 223*	*16 144*	*16 097*	*17 978*	*16 494*	*3,0*
Target domestique (Chaps Euro)	*5 441*	*5 320*	*5 866*	*5 728*	*5 790*	*6 600*	*5 861*	*1,1*
Euro 1 (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	189 081	213 226	186 731	34,2
Autres pays	52 950	54 895	57 002	59 686	61 908	70 810	64 437	11,8
Total Union européenne (à 15)	**451 700**	**461 647**	**513 812**	**541 597**	**547 964**	**639 183**	**545 734**	**100,0**
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	74 707	84 619	75 023	13,7
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	257 510	309 226	255 601	46,8
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	215 748	245 338	215 110	39,4

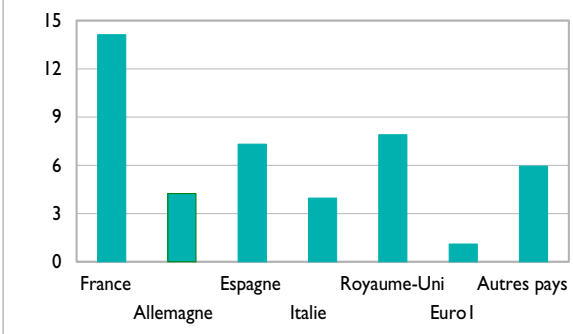
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en janvier 2007

(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) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend 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 19 avril 2007*

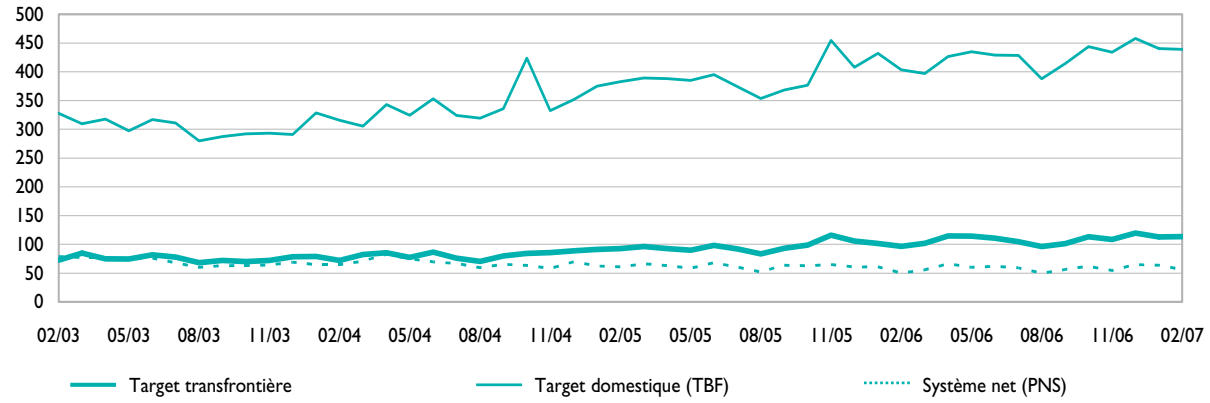
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2003	2004	2005	2006	2006	2007		2007
					déc.	janv.	fév.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	11,3	10,9	10,0	19,9
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	8,0	15,8	19,3	38,4
Titres mobilisés *via* le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	8,6	9,1	9,4	18,7
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	10,0	11,5	11,5	22,9
Total	**25,3**	**30,7**	**33,9**	**37,2**	**37,9**	**47,3**	**50,2**	**100,0**

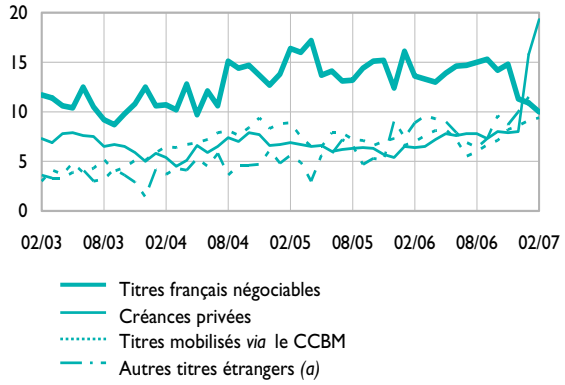
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

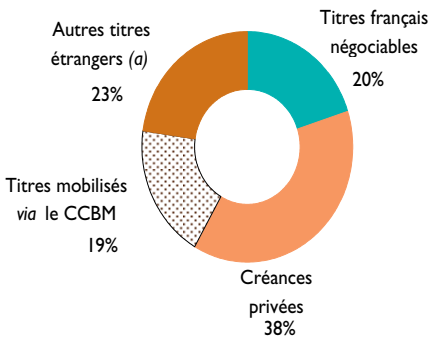


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en février 2007



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

Source : Banque de France *Réalisé le 19 avril 2007*

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

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

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

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

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

1|2 Balance des paiements

Définitions

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

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

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

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

Mode d'enregistrement

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

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

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

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

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

Secteurs économiques

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

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

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

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

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

Les grandes composantes de la balance des paiements

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Depuis le 1er Février 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 ».

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

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

BI-REL = Banca d'Italia Gross Settlement System
CCBM = Correspondent Central banking model
Chaps Euro = real-time gross settlement (RTGS) systems
EAF = Euro Access Frankfurt
ELS = Euro Link System
Euro 1 (ABE) = Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro
PNS = Paris Net Settlement ; avant avril 1999, les données se rapportent au Système net protégé (SNP)
POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä
RTGS = Real-time gross settlement system
SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios
SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España
STEP1 = Système de paiement des ordres au détail
Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à réglement brut en euros des pays de l'UE et du mécanisme de paiement de la BCE qui sont interconnectés
TBF = Transfert Banque de France

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes	
Europe et international	Chiffres clés de la zone euro SDDS (*Special Data Dissemination Standard*) Les taux Statistiques monétaires et bancaires Balance des paiements et activité financière internationale Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement Comptes financiers et endettement 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/html/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 mensuelle sur les services marchands

• Enquête trimestrielle sur l'investissement, les trésoreries et les marges

Balance des paiements

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

• Données mensuelles (France/Extérieur)

• Données annuelles (France/Extérieur : 1946-2006)

• Données annuelles bilatérales (jusqu'en 2005)

Position extérieure

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

• Position extérieure globale (période 1995-2005)

• Stocks d'investissements directs bilatéraux (ventilation géographique et sectorielle depuis 1992)

• Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique à fin septembre 2006)

Activité financière internationale

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

• Change à terme des banques résidentes

• Options de change des banques résidentes

• Créances internationales consolidées des banques françaises, arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie – et 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/html/idx_eit_mens_fr_fr.htm

Situation hebdomadaire de la Banque de France (1898-1974)

http://indbdf/fr/stat_conjoncture/series/annhis/html/idx_annhis_fr.htm

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

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

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

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

Indices

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

Pays

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

Autres sigles

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

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

Documents publiés

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 2005

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

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

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

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

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

« Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
« Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin

« La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
« Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
« Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
« Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
« Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet

« Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août
« Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août
« Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août
« Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août
« Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août

« La Banque de France et la gestion des billets », n° 153, septembre
« Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », n°153, septembre
« Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne-logement », n° 153, septembre
« Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne », n° 153, septembre
« Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », n° 153, septembre
« Les ajustements de prix de production en France et dans la zone euro –
Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives », n° 153, septembre

Désendettement et maîtrise des dépenses publiques
• « Les stratégies de désendettement du secteur public : enjeux économiques et enseignements des expériences étrangères », n° 154, octobre
• « La maîtrise de la croissance des dépenses : un facteur clé pour des finances publiques saines », n° 154, octobre
• « La croissance tendancielle des dépenses de santé : un problème sensible pour les finances publiques des pays développés », n° 154, octobre
« La situation des entreprises industrielles », n° 154, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 154, octobre

« Croissance potentielle : d'où viennent les écarts entre quelques grandes économies développées ? », n° 155, novembre
« Libéralisation de la rémunération des dépôts à vue en France : premier bilan », n° 155, novembre
« Les résultats des grandes banques internationales en 2005 et au premier semestre 2006 », n° 155, novembre

« 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

Année 2007

« Les incidences de la réforme de l'usure sur les modalités de financement des PME », n° 157, janvier
« Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 157, janvier
« Les risques de ré-endettement des pays en développement après les annulations de dettes », n° 157, janvier
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 157, janvier

« Perspectives en matière de croissance de la productivité et du PIB potentiel », n° 158, février
« La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2006 », n° 158, février

« Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », n° 159, mars
« Répartition géographique finale des investissements directs : une approche par les groupes de sociétés », n° 159, mars

Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises

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

« Les incidents de paiement pour impossibilité de payer sur effets de commerce des entreprises de l'industrie »
« Les critères de taille des entreprises et l'appartenance à un groupe »
« La corrélation de migration : méthode d'estimation et application aux historiques de notation des entreprises françaises »
« Modélisation des corrélations de risques de crédit *via* une approche par variable latente : application au cas français et impact sur le capital réglementaire »
« 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

« Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
« La supervision indirecte des *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007

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)
« Les ajustements des prix à la production : une étude à partir des relevés microéconomiques de prix à la production français », n° 160, 2006 (en Anglais)
« Règles de taux d'intérêt " sans bulles " », n° 161, 2006 (en Anglais)
« Estimation des modèles DSGE dans un environnement riche en données », n° 162, 2007 (en Anglais)
« Une évaluation structurelle du ratio de sacrifice dans la zone euro », n° 163, 2007
« Les ajustements de prix dans la zone euro : quelques faits stylisés tirés des relevés de prix à la production », n° 164, 2007 (en Anglais)
« Y a-t-il une rupture structurelle dans la vitesse de circulation d'équilibre de la monnaie dans la zone euro ? », n° 165, 2007 (en Anglais)
« Les méthodes micro-économétriques d'évaluation », n° 166, 2007

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

Documents et débats

http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc_debat/doc_debat.htm

« L'euro est-il inflationniste ? », n° 1, 2007

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 100 (avril 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 Paris [1]) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

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

Banque de France

Arrêté n° 2007-02 du Conseil général du 16 février 2007

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 janvier 2007
– additif pour novembre 2006

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
– en janvier 2007

Commission bancaire

Liste des compagnies financières au 30 mars 2007

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**

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

❑ **Professionnel**

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :

BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

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

Directeur de la publication
Marc-Olivier Strauss-Kahn

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

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

Rédacteur en chef
Hervé du Boisbaudry 20 26

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
Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro – État des lieux 49 87/65 32
Les enjeux de l'euroïsation dans les régions voisines de la zone euro 63 86/70 58
Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance 39 65
Le coût du crédit aux entreprises 28 56/39 80/49 15

Statistiques
DESM (BSME) 38 90

Secrétaire de rédaction
Christine Collomb-Jost, Raymond Domurado

Maquettistes et opérateurs PAO
Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, Alexandrine Dimouchy, Virginie Fajon, Christian Heurtaux, Isabelle Pasquier

Demandes d'abonnement
Banque de France
07-1050 Service des Relations avec le public
75049 Paris Cedex 01
Tél. : 01 42 92 39 08
Fax : 01 42 92 39 40

Impression
SIMA IVRY 25 1168

Internet
www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm

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

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

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

Rédacteur en chef : Hervé du BOISBAUDRY
Service des Publications économiques
et du Site internet de la Banque de France
Tél. : 01 42 92 20 26

Directeur de la publication : Marc-Olivier STRAUSS-KAHN
Directeur général des Études
et des Relations internationales
de la Banque de France

Impression SG - DISG
SIMA IVRY 25-1168
Dépôt légal : Avril 2007