

**BULLETIN**

**DE LA BANQUE  
DE FRANCE**

AOÛT 2007

**164**



# SOMMAIRE

<b>ÉDITORIAL</b>	■ Vers une hausse structurelle de la productivité dans la zone euro ?	
<b>ACTUALITÉ</b>	■ Sommaire	I
	Focus : Dix mots-clés pour comprendre la crise	2
<b>ÉTUDES</b>	■ Sommaire	23
	La productivité du travail	
	• Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ?	25
	Pamfili ANTIPA, Gilbert CETTE, Laure FREY, Rémy LECAT et Olivier VIGNA <i>La croissance de la productivité dans la zone euro et aux États-Unis a connu sur la période récente des inflexions significatives, respectivement à la hausse et à la baisse, qui sembleraient relever en partie d'évolutions structurelles.</i>	
	• Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles	37
	Pamfili ANTIPA <i>Sur la décennie passée, la croissance de la productivité a souffert dans la zone euro d'une série d'ajustements sectoriels ; le caractère transitoire de ces ajustements permet d'envisager une accélération structurelle de la productivité.</i>	
	• L'impact macroéconomique des réformes structurelles	47
	Olivier DE BANDT, Olivier VIGNA <i>Outre leur crédibilité, la coordination et la hiérarchisation des réformes sont déterminantes pour réduire les coûts à court terme et tirer avantage des effets positifs à long terme.</i>	
	La directive sur les services de paiement	67
	Véronique MARGERIT <i>L'unification du droit des paiements constitue une étape décisive dans la réalisation d'un espace unique des paiements en Europe (le Sepa). En outre, la directive ouvre ce marché à de nouveaux acteurs, les établissements de paiement.</i>	
	Données individuelles et implications macroéconomiques	79
	Service de Recherche en économie et finance <i>Les données individuelles permettent de mieux expliquer certains phénomènes au niveau agrégé, éclairant ainsi la mise en œuvre des politiques économiques et justifiant l'intérêt croissant des banques centrales.</i>	
<b>STATISTIQUES</b>	■ Sommaire	SI
<b>DIVERS</b>	■ Abréviations	I
	Documents publiés	III
	Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 104 d'août 2007	XI
	Coupon-abonnement	XIII

Achévé de rédiger le 20 septembre 2007

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



## Vers une hausse structurelle de la productivité dans la zone euro ?

La productivité du travail est au cœur de la dynamique de la croissance économique et de l'augmentation du pouvoir d'achat. Or, c'est un terrain sur lequel l'Europe est en retard sur les États-Unis. Depuis 1950, le niveau de productivité moyenne du travail de l'actuelle zone euro s'est, certes, progressivement rapproché de celui des États-Unis mais, au cours de la décennie quatre-vingt-dix, ce processus de rattrapage s'est arrêté et se serait même inversé, les gains de productivité étant devenus plus faibles en Europe qu'aux États-Unis, avec un ralentissement en Europe et une accélération aux États-Unis.

Une abondante littérature s'est efforcée d'expliquer cet écart de l'Europe vis-à-vis des États-Unis, en termes de gains de performances productives, et la fin du processus de rattrapage. Deux facteurs sont principalement invoqués. Un premier facteur réside dans les plus fortes rigidités en Europe, sur les marchés des biens et du travail, ces rigidités bridant tant l'effort d'innovation que sa traduction en gains de productivité. La seconde explication est une moindre diffusion des technologies de l'information et de la communication (TIC) qui sont devenues l'un des principaux facteurs des gains de productivité, tout particulièrement aux États-Unis. Cette moindre diffusion s'expliquerait par un niveau d'éducation moyen plus faible et, à nouveau, par de plus fortes rigidités sur les marchés des biens et du travail, la mobilisation performante des TIC nécessitant à la fois une main-d'œuvre en moyenne plus qualifiée et des formes de flexibilité plus grandes que les autres technologies. Ces analyses plaident bien évidemment, pour le développement des efforts de recherche et d'enseignement supérieur et la réduction des rigidités sur les marchés en Europe.

Les articles publiés dans ce numéro du *Bulletin de la Banque de France* s'inscrivent dans la continuité des précédentes analyses et s'interrogent sur un possible redressement de la productivité en Europe et une amélioration de sa position relative.

On constate, en effet, sur les toutes dernières années, une accélération de la productivité dans la zone euro et un ralentissement aux États-Unis. La question est de savoir si ces inflexions sont transitoires ou structurelles. Plusieurs observations plaideraient pour des inflexions structurelles, mais demanderaient à être confirmées par des analyses ultérieures, compte tenu du manque de recul statistique. Dans la zone euro, la productivité aurait ainsi été temporairement ralentie par l'augmentation des taux d'emploi, par ailleurs bénéfique en termes de PIB par habitant, et par des ajustements structurels en passe d'être achevés. Certains ajustements ont été de grande importance. En Allemagne, dans un secteur de la construction très fortement perturbé par la réunification, la valeur ajoutée (en volume) s'est presque continuellement contractée depuis le milieu des années quatre-vingt-dix jusqu'au début de l'année 2005 et l'ajustement de l'emploi a été plus ralenti ; la productivité y a, en conséquence, baissé au point que, sur cette période, la contribution de cette activité aux gains de productivité annuels moyens allemands a été d'environ - 0,2 point. En Italie, dans le secteur industriel, la valeur ajoutée s'est en moyenne contractée depuis le milieu des années quatre-vingt-dix jusqu'au début de l'année 2005. La productivité du travail s'y est abaissée et la contribution de cette activité aux gains annuels moyens italiens de productivité a été d'environ - 0,2 point sur cette décennie — et même de presque - 0,5 point sur la période 2000-2004. En Espagne, la production industrielle a stagné entre 2001 et 2004 et la contribution de cette activité aux gains annuels moyens espagnols de

productivité a été sur ces années d'environ - 0,4 point. Ces ajustements transitoires ont été longs et, comme l'augmentation du taux d'emploi, ils ont abaissé la croissance de la productivité du travail en dessous de son rythme structurel. Ils sont toutefois en large partie achevés et la productivité pourrait spontanément accélérer dans la zone euro, tandis qu'elle pourrait au contraire ralentir aux États-Unis, du fait d'une certaine saturation de la diffusion des TIC et de leurs moindres gains de performance.

Ce sont les réformes structurelles, généralement définies comme les politiques visant à élever le potentiel d'offre en augmentant le niveau de la concurrence, qui sont essentielles dans le processus d'amélioration de la productivité et d'élévation du niveau de vie. Les effets des réformes sont variables selon les pays et dépendent, par exemple, de leur situation initiale, de leur degré d'ouverture et de l'interaction spécifique entre les différents types de réformes. De telles réformes, déjà mises en œuvre dans plusieurs pays comme l'Allemagne, peuvent dynamiser la productivité, directement mais aussi indirectement, en favorisant la diffusion des TIC déjà stimulée par l'élévation progressive du niveau moyen de la population en âge de travailler. Cependant, si ces réformes sont favorables à long terme à la croissance et à l'emploi, leur effet peut être faible voire négatif à court terme, en particulier sur l'emploi, compte tenu des ajustements transitoires qu'elles impliquent. La minimisation de ces effets défavorables appelle donc une coordination entre les réformes engagées sur le marché des biens et sur le marché du travail. La situation actuelle de l'économie française témoigne, en tout état de cause, de son besoin urgent de réformes.

## Focus

Dix mots-clés pour comprendre la crise 2

**Faits saillants** 6

**1| La situation économique de la France** 7

1|1 La croissance et les prix 7

1|2 La balance des paiements 11

**2| La monnaie, les placements  
et les financements** 14

2|1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro 14

2|2 L'endettement intérieur total – France 15

2|3 L'endettement sur les marchés 15

2|4 Les crédits des institutions financières monétaires 15

2|5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux 16

2|6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM 16

**3| Les marchés de capitaux** 18

3|1 Les marchés de change et de matières premières 18

3|2 Les marchés de taux d'intérêt 19

3|3 Les marchés boursiers 21

## ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro 8

2 Compétitivité de l'économie française 9

3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en juillet 2007 17

4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs) 21

Document rédigé sur la base des données disponibles le 24 août 2007

## Focus

### Dix mots-clés pour comprendre la crise

Les turbulences constatées depuis le mois de juillet sur les marchés mondiaux constituent, pour de nombreuses innovations financières, le premier véritable test. Qu'avons-nous appris ? Cela peut se résumer en dix mots-clés permettant de mettre en évidence les problèmes ou les défis.

#### Liquidité

- Compte tenu de l'abondance de la liquidité dans l'environnement macroéconomique actuel, il semble paradoxal de devoir faire face à une crise de liquidité dans certains compartiments des marchés financiers mondiaux, y compris ceux considérés comme les plus liquides (marché interbancaire). Ce paradoxe n'est qu'apparent car il renvoie en fait à des concepts différents.
- Ainsi, la liquidité macroéconomique, c'est-à-dire la quantité d'actifs monétaires disponibles dans l'économie, se distingue de la liquidité de marché, c'est-à-dire la capacité de ce dernier à absorber des ventes d'actifs rapidement et sans baisse significative des prix. Alors que la première est permanente et résulte de phénomènes économiques de moyen terme, la liquidité de marché est plus fragile ; elle a besoin, pour exister, de la confiance dans la qualité des actifs échangés ou dans celle des contreparties et peut, à défaut, se tarir soudainement.
- La liquidité de marché apparaît, en revanche, comme un déterminant de plus en plus important de la liquidité bancaire, c'est-à-dire de la capacité des banques à pouvoir faire face à leurs engagements ou à pouvoir dénouer ou compenser leurs positions. Le recours accru des banques aux financements de marché et l'importance de leurs engagements de hors bilan ont en effet accentué la volatilité de la liquidité bancaire, entraînant une dépendance plus grande des banques vis-à-vis de la fourniture de liquidité par la banque centrale lors des périodes de turbulences.
- D'une façon générale, les turbulences récentes ont montré qu'un système fondé sur des financements de marché est plus vulnérable aux assèchements brutaux de liquidité qu'un système fondé sur l'intermédiation bancaire ne l'est aux traditionnelles ruées sur les dépôts bancaires, même si ces dernières peuvent toujours se produire en l'absence d'un système de garantie adéquat.

#### Transparence

- La période de turbulences sur les marchés a confirmé que la transparence est essentielle au fonctionnement de ceux-ci : sans un degré suffisant de transparence, la moindre baisse de crédibilité d'un acteur du marché peut compromettre la confiance.
- Même si les nouvelles réglementations, telles que Bâle II et les normes comptables internationales (IFRS), permettront d'accroître de façon significative les exigences en matière de diffusion de l'information et d'améliorer ainsi la discipline de marché, un renforcement supplémentaire des obligations de transparence vis-à-vis des autorités de régulation et des investisseurs continue de faire débat. Certaines informations de base, telles que la taille globale des marchés de la titrisation, ainsi que d'autres plus détaillées, relatives notamment aux actifs sous-jacents des « conduits » ABCP (*asset-backed commercial paper*) et des CDO (*collateralised debt obligations*), auraient dû être à la disposition des autorités et du marché.
- Mais le manque de transparence doit-il être tenu pour l'unique responsable des turbulences sur les marchés ? Des analystes considèrent, en effet, que la crise a également mis en évidence certaines lacunes en matière de vigilance de la part des participants de marché. Pour tirer les leçons de la crise, nous devons aussi réfléchir, dans une optique de renforcement de la discipline de marché à plus long terme, à la responsabilité et à la capacité des investisseurs, en fonction notamment de leur niveau de sophistication, de procéder à leur propre évaluation des risques associés aux produits dans lesquels ils investissent.

## Valorisation

- Sur un marché financier, il est essentiel que le volume de transactions permette d'effectuer rapidement toute nouvelle opération aux prix affichés sur ce marché. Or, pour de nombreux produits complexes, la nature épisodique des transactions ne permet pas de disposer d'un marché secondaire à part entière qui fournisse de réels prix « de marché ». En l'absence de transactions effectives, le substitut que serait la valorisation sur la base d'un modèle (*mark to model*) peut donner une fausse impression de la liquidité pour de nombreux compartiments de marché ou produits, l'illusion ne disparaissant qu'avec la survenance de la crise.
- L'exemple des CDO d'ABS (*asset-backed securities*), dont la valeur s'est effondrée en raison des écarts importants entre les prix de marché et les prix estimés par les modèles ainsi qu'entre les estimations des différents modèles, souligne la nécessité de revoir en profondeur la question de la valorisation. Cela est d'autant plus vrai et important que de tels actifs ont été logés dans certains portefeuilles, tels que ceux des fonds communs de placement, dont la valeur devait être calculée et publiée très fréquemment.
- La prise en compte des risques de modèle et de liquidité est très importante dans la valorisation des produits complexes. La plupart des modèles de valorisation actuels, ainsi que les éventuels prix observés sur des marchés peu liquides, ne reflètent pas correctement les phénomènes d'assèchement de liquidité ou de forte hausse des niveaux de corrélation survenant en période de crise et de volatilité extrême des marchés. Il est donc nécessaire d'intégrer davantage les principaux facteurs de risque dans la valorisation des produits complexes. À cet égard, il convient de s'interroger sur les moyens à mettre en œuvre pour inciter suffisamment les gestionnaires de risques à intégrer ces risques de perte extrême dans leurs modèles de simulation de crise.

## Transferts du risque de crédit

- D'un côté, les mécanismes de transferts du risque de crédit (*credit risk transfer* – CRT) ont fonctionné et les risques de crédit ont réellement été répartis entre de nombreux acteurs et différentes régions du monde. On pourrait même avancer qu'ils ont permis de circonscrire, malgré la faillite de nombreux établissements spécialisés, ce qui aurait pu devenir une crise majeure du système bancaire aux États-Unis où est née la crise des crédits hypothécaires à risque.
- Mais, de l'autre côté, ces mécanismes produisent beaucoup d'incertitudes liées au principe même d'un transfert, en particulier s'agissant de la localisation des risques et des pertes dont la découverte revêt un caractère désordonné. Ainsi, nombre d'investisseurs ont découvert que des risques importants avaient été transférés à des entités – les conduits ABCP et les véhicules d'investissements structurés (*structured investment vehicle* – SIV) – ayant adopté des stratégies agressives d'exposition au risque de crédit et procédé à de la transformation en finançant leurs actifs à long terme par des engagements à court terme. Or, ces entités sont beaucoup moins bien armées que les banques pour faire face à une détérioration du risque de crédit et à une crise de liquidité en période de tension, ce qui a renforcé les inquiétudes des investisseurs.
- L'amélioration de la transparence relative aux mécanismes de transfert du risque de crédit est donc indispensable.

## La surveillance du risque de crédit

- Dans un monde où l'intermédiation financière était plus forte qu'aujourd'hui, il était tenu pour acquis que les prêteurs étaient naturellement fortement encouragés à examiner minutieusement la situation des emprunteurs et à suivre attentivement la qualité de leur portefeuille de crédits. Dans le modèle actuel d'« octroi puis cession » du crédit (*originate and distribute model*), les banques sont moins incitées à conduire un tel examen du risque. En outre, avec le fractionnement du risque résultant du processus de titrisation et l'intervention de prêteurs non bancaires, aucun acteur de la chaîne n'est suffisamment incité à surveiller attentivement la qualité du crédit pendant toute la durée de vie de ce dernier.

- Cette situation explique pourquoi la dégradation des crédits hypothécaires à risque n'a pas été rapidement prise en compte par les détenteurs finaux des risques. Il est, par conséquent, essentiel pour restaurer la confiance de renforcer auprès de tous les acteurs de la chaîne de titrisation les incitations à surveiller le risque de crédit, du débiteur initial jusqu'au détenteur final du risque. Si tel n'était pas le cas, la responsabilité du suivi de la qualité du crédit de l'ensemble du système pourrait alors échoir aux seules agences de notation.

### Réglementation

- Le modèle actuel, consistant à octroyer le crédit puis à le céder, ainsi que l'accroissement du nombre de prêteurs non bancaires tendent à réduire les incitations au contrôle de la qualité des crédits. Deux voies de réflexion devraient être privilégiées pour remédier aux conséquences potentielles de cette évolution. D'une part, les autorités pourraient réexaminer le champ des acteurs devant relever de la réglementation bancaire. Celle-ci ne peut en effet être totalement efficace que si son champ d'application est cohérent avec ses objectifs, en particulier la prévention des crises. De ce point de vue, le principe du transfert du risque de crédit au sein du système est-il conciliable avec le maintien d'une proportion importante de crédits initiés par des établissements peu ou pas réglementés comme c'est le cas, par exemple, aux États-Unis ? D'autre part, il convient de s'interroger sur les mesures réglementaires à mettre en place pour que les prêteurs primaires soient systématiquement incités à se préoccuper davantage de la qualité des crédits qu'ils accordent même si leur intention est de les céder rapidement.
- Enfin, les évolutions récentes du marché interbancaire ont confirmé l'importance déterminante de la liquidité pour garantir la stabilité financière. Tandis que la réglementation bancaire relative à la solvabilité a connu récemment des modifications profondes avec Bâle II, devenant ainsi plus sensible au risque et mieux adaptée au niveau de sophistication des institutions financières, la réglementation de la liquidité devrait être à son tour améliorée pour mieux refléter le risque de financement des établissements.

### Agences de notation

- Elles sont de nouveau en première ligne, en raison du conflit d'intérêts intrinsèque lié au fait qu'elles sont rémunérées par les émetteurs pour fournir un service aux investisseurs. Peuvent-elles concilier les deux termes de l'équation ? Leur implication accrue dans la conception même des produits structurés a, par ailleurs, intensifié les craintes de dysfonctionnements potentiels.
- Ont-elles présenté avec une transparence suffisante les différences entre la notation d'un titre de dette et celle d'un « produit structuré » ? L'utilisation d'un symbole différent, ou une mise en garde relative à la plus forte volatilité de la notation des produits structurés, aurait sûrement aidé les investisseurs à ne pas investir aveuglément dans de tels instruments notés AAA.
- Une dernière question consiste à savoir dans quelle mesure il convient de remédier à l'étroitesse du périmètre des risques visés par la notation, qui en particulier n'intègre pas le risque de liquidité alors même que ce dernier est l'un des principaux risques auxquels les détenteurs de produits structurés sont exposés.

### Hedge funds

- Jusqu'ici, le secteur d'activité des *hedge funds* est apparu relativement épargné par la crise, même si, selon des informations ponctuelles, certains fonds ont connu de graves difficultés. Il se peut qu'ils aient tiré les enseignements des « mouvements de panique » auxquels ils avaient été exposés lors de crises précédentes (1998).
- À cet égard, la mise en place de périodes d'immobilisation des fonds investis (*lock-up period*) et de « barrières à la sortie » favorise la stabilisation de la situation des *hedge funds* dans les périodes de tensions, puisque le capital investi est « contraint » d'y rester pour pouvoir absorber le cas échéant les chocs.

### Réintermédiation

- Une fois de plus, la crise a montré que le fait de sortir certains actifs des bilans bancaires ne signifie pas pour autant que les banques ne soient plus exposées aux risques associés à ces derniers. Au contraire, l'expérience montre que, compte tenu de différents liens qu'il est aisé de ne pas prendre en compte dans une conjoncture favorable (garanties de crédit, lignes de liquidité, risque de réputation, etc.), les banques doivent en fait assumer ces risques dès que la situation se détériore. Les gestionnaires des risques devront donc en tirer la leçon pour l'avenir.
- Ainsi, non seulement les actifs non performants tendent à revenir au bilan des banques en période de crise, mais les actifs performants peuvent également faire l'objet d'un processus de « réintermédiation » si les emprunteurs considèrent que les incertitudes sont trop fortes sur les marchés. Un tel processus peut se traduire par un besoin de financement supplémentaire pour les banques et une augmentation de leurs exigences en fonds propres prudentiels.
- Cette réintermédiation pourrait être d'autant plus forte que le marché de la gestion d'actifs est important et que, à l'avenir, la demande des trésoriers et des ménages en produits bancaires traditionnels pourrait s'accroître au détriment des placements dans les organismes de placements collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires dynamiques.

### Protection des investisseurs

- La tendance actuelle sur les marchés financiers les plus développés consiste à élargir le champ des produits accessibles à un maximum d'investisseurs. En conséquence, les fonds d'investissement, dont les parts sont acquises par de nombreux particuliers, ont investi de plus en plus dans des produits complexes et risqués.
- Cette période de turbulences nous donne une bonne occasion de peser les avantages et les inconvénients que présente l'accès d'investisseurs non avertis à des produits complexes. La transparence est-elle suffisante pour assurer le bien-fondé des décisions de la plupart des ménages ? Ne doit-on pas strictement encadrer leur accès à certains produits complexes ?

Incontestablement, des leçons devront être tirées de ces turbulences financières. Mais, à ce stade, beaucoup de questions sont encore ouvertes. Il faudra donc attendre d'avoir le recul nécessaire pour prendre les décisions appropriées.

## Faits saillants

### La situation économique de la France

- En juin, la production industrielle hors énergie et IAA a baissé de 0,5 %, après + 0,1 % en mai (soit un repli de 0,2 % sur l'ensemble du deuxième trimestre 2007 par rapport au trimestre précédent).
- En juillet, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint + 1,2 %.
- Selon les premiers résultats publiés par l'INSEE, la croissance du produit intérieur brut s'est établie à + 0,3 % au deuxième trimestre 2007, après + 0,5 % au premier. L'acquis de croissance pour 2007 à la fin du deuxième trimestre est de 1,3 %.

### La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 a légèrement augmenté en juin (10,9 %, après 10,6 %) principalement du fait de l'accélération des instruments négociables inclus dans M3 - M2 (19,9 %, après 18,6 %). La croissance annuelle de M1 s'est un peu renforcée (5,5 %, après 5,3 %), de même que celle des autres dépôts monétaires inclus dans M2 - M1 (13,9 %, après 13,6 %). Concernant les contreparties de M3, la croissance des concours au secteur privé s'est accentuée (11,5 %, après 11,1 %) alors que la contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de l'agrégat monétaire a diminué (3,5 points de taux de croissance de M3, après 4,1 en mai).
- En France, le taux de croissance annuel des crédits au secteur privé a continué de se redresser (12,1 %, après 11,9 %) principalement du fait de l'accélération des crédits aux sociétés non financières (10,0 %, après 8,6 %), alors que les crédits aux ménages ont poursuivi leur décélération (10,6 %, après 11,1 %), notamment en ce qui concerne les prêts à l'habitat (13,8 %, après 14,3 %).

### Les marchés de capitaux

Les inquiétudes liées à la hausse du taux de défaut des emprunteurs hypothécaires « *subprime* » aux États-Unis se sont amplifiées et ont constitué le principal facteur d'évolution des marchés au cours du mois de juillet. La diffusion possible aux marchés de crédit ont conduit à une hausse de l'aversion au risque et à des mouvements vers les actifs moins risqués. En conséquence, ont été constatés :

- une détente des rendements obligataires ;
- un recul des indices boursiers ;
- une appréciation de devises défensives et à faible rendement telles que le yen ;
- une forte hausse du prix du pétrole.

## I | La situation économique de la France

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

#### Conjoncture dégradée

Selon les premiers résultats publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut a progressé de 0,3 % au deuxième trimestre 2007, après 0,5 % au premier. L'acquis de croissance pour 2007 à la fin du deuxième trimestre est de 1,3 %.

Au deuxième trimestre 2007, la croissance de l'activité a été pénalisée par la faible hausse de l'investissement total (+ 0,1 %, après + 1,2 % au premier trimestre) due à une stagnation de l'investissement des entreprises non financières (après + 1,4 % au trimestre précédent) ; l'investissement des ménages a accéléré légèrement (+ 0,5 %, après + 0,3 %). Par ailleurs, des importations très dynamiques (+ 2,1 %, après + 0,7 % précédemment) ont pesé sur la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB (- 0,3 point, après + 0,1 point), malgré une bonne tenue des exportations (+ 1,1 %, après + 1,3 % au premier trimestre).

La consommation des ménages est demeurée robuste (+ 0,6 %, après + 0,5 %), notamment grâce à une forte croissance de la consommation en énergie et en produits agroalimentaires.

La production manufacturée a baissé de 0,5 % au deuxième trimestre (après + 1,1 %). La production des services principalement marchands s'est avérée plus robuste (+ 0,6 %, après + 0,7 %).

D'après les estimations provisoires de l'INSEE, le taux de chômage au sens du BIT a continué de reculer en juin de 0,1 point, à 8,0 % de la population active, soit une baisse d'un point sur un an. Au cours du deuxième trimestre 2007, selon les résultats provisoires de l'enquête ACEMO, les effectifs salariés sont restés stables dans les secteurs principalement marchands, soit + 1,3 % sur un an.

En juin, l'indicateur du climat des affaires issu de l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France s'est établi à 108, comme en mai. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement accru (86,0 %, après 85,7 %) et se situe à un niveau élevé, au-dessus de sa moyenne de longue période. Les perspectives d'activité exprimées par les chefs d'entreprise demeurent orientées à la hausse dans tous les secteurs, à l'exception de l'industrie automobile. Dans le secteur des services marchands, l'activité et la demande ont accéléré en juin, après avoir ralenti en mai. L'activité commerciale s'est aussi redressée en juin et s'inscrit en nette hausse sur un an.

Les immatriculations de véhicules neufs ont progressé de 3,2 % en juillet, après - 1,5 % en juin. L'acquis de croissance à fin juillet pour le troisième trimestre 2007 atteint + 3,7 % (après - 0,7 % au deuxième trimestre).

À l'inverse, l'indicateur résumé de l'opinion des ménages de l'INSEE a interrompu sa hausse entamée au début de l'année, revenant à - 15 en juillet, après - 12 en juin. Parmi les soldes composant l'indicateur, ceux relatifs à la situation financière personnelle (évolutions passée et prévue) et aux perspectives d'évolution du niveau de vie se sont dégradés en juillet. Le solde sur l'évolution passée du niveau de vie est resté stable et celui sur l'opportunité de faire des achats s'est amélioré légèrement.

#### Modération des prix

En juillet, l'indice du prix des matières premières importées par la France, exprimé en euros, a progressé de 9,3 % sur un mois (+ 2,8 % en juin), essentiellement en raison de la forte hausse des produits énergétiques. Le glissement annuel s'est établi à - 5,5 % (après - 8,6 % en juin).

Les prix à la production dans l'industrie ont progressé de 0,6 % au deuxième trimestre (- 0,1 % au premier).

En juillet, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a reculé de 0,3 %, soit + 1,2 % sur un an.

## ENCADRÉ I

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

## États-Unis

- Communiqué du Système fédéral de réserve (17 août 2007) : baisse de 50 points de base du **taux d'escompte** sur les **crédits primaires**, à 5,75 %
- Hausse de la **productivité horaire** au deuxième trimestre en première estimation et révision à la baisse au premier trimestre (secteur des entreprises privées non agricole, cvs) : + 1,8 % en variation trimestrielle annualisée, après + 0,7 % au premier trimestre (+ 1,0 % en précédente estimation)
- Baisse de l'**indice PMI manufacturier** en juillet : 53,8, après 56,0 en juin et baisse de l'**indice PMI non-manufacturier** à 55,8, contre 60,7 en juin
- Hausse des **ventes au détail** en valeur en juillet (cvs) : + 0,3 % en variation mensuelle (- 0,7 % en juin), soit + 3,2 % en glissement annuel (+ 4,0 % en juin)
- Baisse des **dépenses de construction** en juin : - 0,3 % en variation mensuelle (+ 1,1 % en mai), soit - 2,6 % en glissement annuel (- 2,7 % en mai)
- Hausse du **taux de chômage** en juillet à 4,6 %, après 4,5 % en juin
- Croissance des **rémunérations totales** (hors stock options) au deuxième trimestre (cvs) : 0,9 % en variation trimestrielle, après 0,8 % au premier trimestre
- Baisse de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel de l'**indice des prix à la consommation** en juillet (brut) : + 2,4 % en glissement annuel, après + 2,7 % en juin
- Déficit de la **balance des biens et services** en juin : - 58,1 milliards de dollars, après - 59,2 milliards en mai et - 64,5 milliards en juin 2006

## Japon

- Croissance du **PIB** au deuxième trimestre (prix constants, cvs) : 0,1 % en variation trimestrielle, après 0,8 % au premier trimestre
- **Taux de chômage** en juin (cvs) : 3,7 %, après 3,8 % en mai
- **Dépenses de consommation des ménages** en juin (volume) : + 0,1 % sur un an, après + 0,4 % en mai
- Baisse de la **rémunération nominale des salariés** par tête en juin : - 1,1 % sur un an, après - 0,2 % en mai
- **Excédent commercial** en juillet (données brutes des douanes en valeur) : + 671,2 milliards de yens, soit 4,5 milliards d'euros, contre + 1 223,4 milliards de yens en juillet 2006, soit 8,5 milliards d'euros
- Baisse de l'**indice PMI du secteur manufacturier** (cvs) en juillet : 49,0, contre 50,4 en juin
- Baisse des **commandes de biens d'équipement** du secteur privé en juin (hors construction navale et énergie, cvs) : - 10,4 % sur un mois, après + 5,9 % en mai

## Royaume-Uni

- **Déficit commercial** en juin : 6,3 milliards de livres, contre 6,4 milliards de livres en mai
- Baisse de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel de l'IPCH en juillet : 1,9 % en glissement annuel, contre 2,4 % en juin

## Zone euro

- D'après les premières estimations d'Eurostat, la croissance du **PIB** a atteint 0,3 % au deuxième trimestre 2007, après 0,7 % au premier trimestre, soit 2,5 % en glissement annuel, après 3,1 % au premier trimestre.
- Baisse de 0,1 % de la **production industrielle** en juin, après + 1,0 % en mai, soit un glissement annuel de + 2,3 %, contre + 2,6 % en mai
- Légère augmentation de l'**indice des prix à la production industrielle** de 0,1 % en juin (0,3 % en mai), soit 2,3 % en glissement annuel (2,4 % en mai)
- Augmentation des **entrées de commandes dans l'industrie** de + 4,4 % en juin comparé à mai (+ 1,5 % en mai). La hausse est de + 1,4 % en excluant la construction navale et l'équipement ferroviaire et aérospatial.
- Progression du volume des ventes du **commerce de détail** de + 0,4 % en juin, contre - 0,7 % en mai ; le glissement annuel s'établit à + 0,9 %, après + 0,1 % en mai.
- **Taux de chômage** à 6,9 % en juin, comme en mai ; variation de - 1,0 point sur un an
- Baisse en juillet de l'**indice PMI dans le secteur manufacturier** à 54,9 (55,6 en juin). Stabilité de celui des services à 58,3
- Ralentissement en juillet de l'**indice des prix à la consommation harmonisé** (IPCH) à + 1,8 % en glissement annuel (+ 1,9 % en juin)
- D'après les premières estimations pour juin, **solde du commerce extérieur** à + 7,8 milliards d'euros, après + 1,7 milliard en mai (données brutes)

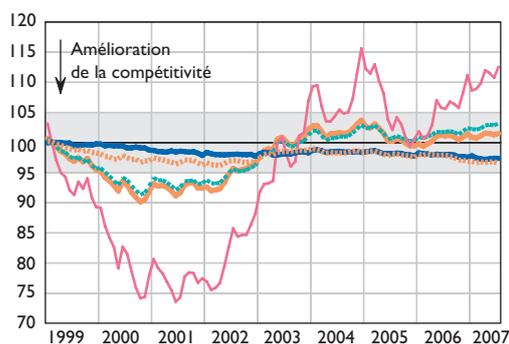
ENCADRÉ 2

### Compétitivité de l'économie française

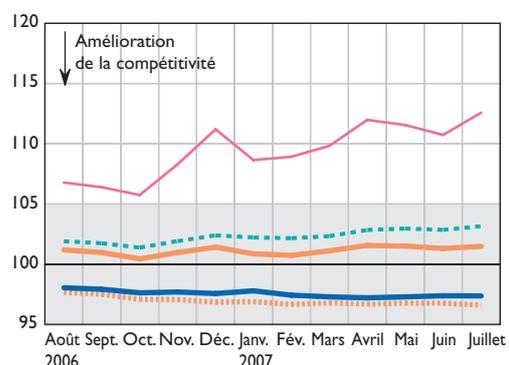
#### Mesurée par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an



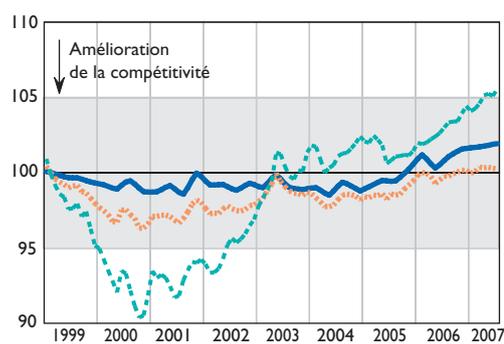
Août Sept. Oct. Nov. Déc. Janv. Fév. Mars Avril Mai Juin Juillet  
2006 2007

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

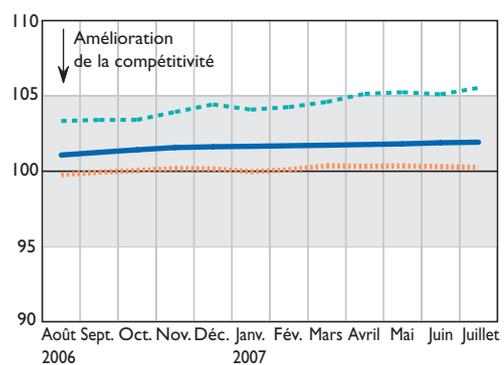
#### Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

(indices base 100 = 1<sup>er</sup> trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an



Août Sept. Oct. Nov. Déc. Janv. Fév. Mars Avril Mai Juin Juillet  
2006 2007

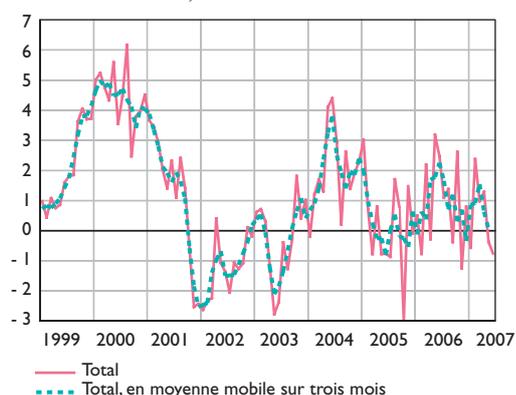
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- ... Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 15
- - - Vis-à-vis de 22 partenaires de l'OCDE
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

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

### Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

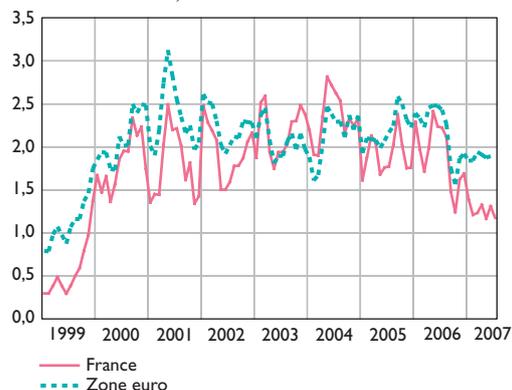
#### Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



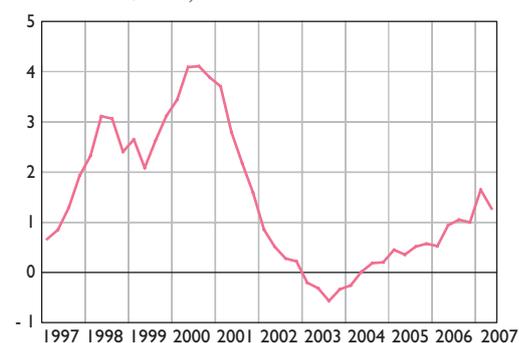
#### Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



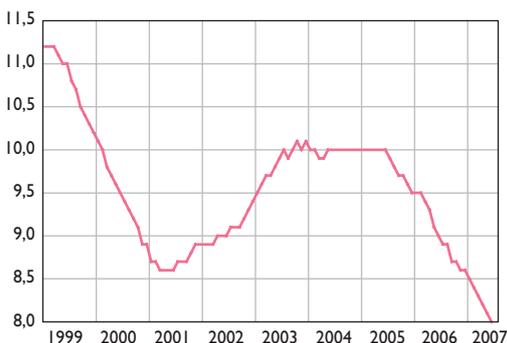
#### Effectifs salariés dans le secteur marchand

(glissement annuel, en %)



#### Taux de chômage au sens du BIT

(cvs)



Sources : INSEE, Banque de France

### Le PIB et ses composantes

(aux prix de l'année précédente chaînés, données cvs-cjo)

(variations trimestrielles en %)

	2005				2006				2007		2005	2006	Acquis 2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	Moyenne annuelle		
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>
Importations	0,5	0,7	2,5	3,2	0,9	3,0	- 0,5	0,8	0,7	2,1	5,4	7,1	3,4
Dépenses de consommation des ménages	0,6	0,0	0,6	0,6	0,8	0,5	0,5	0,2	0,5	0,6	2,2	2,3	1,5
Dépenses de consommation des APU	0,1	0,2	0,4	0,0	0,6	0,6	0,3	0,4	0,4	0,5	0,9	1,6	1,4
FBCF totale	0,7	0,9	1,7	0,6	0,4	1,9	0,6	1,3	1,2	0,1	4,1	4,1	3,0
dont Entreprises non financières	0,0	0,0	2,3	0,6	0,1	2,7	0,7	1,8	1,4	0,0	2,7	4,6	3,8
Ménages	1,2	2,4	0,7	1,3	1,4	1,0	0,9	- 0,4	0,3	0,5	6,2	4,5	1,1
Exportations	- 0,7	0,4	3,2	1,2	3,1	1,1	- 1,1	0,9	1,3	1,1	3,2	6,3	2,5
<b>Contributions à la croissance</b>													
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,8	0,5	0,7	0,8	0,4	0,5	0,6	0,5	2,2	2,4	1,8
Variation des stocks	0,0	0,0	- 0,3	0,4	- 0,5	0,7	- 0,2	- 0,1	- 0,2	0,1	0,0	0,0	- 0,1
Solde extérieur	- 0,3	- 0,1	0,2	- 0,5	0,6	- 0,5	- 0,2	0,0	0,1	- 0,3	- 0,6	- 0,3	- 0,3

Source : INSEE - Comptes trimestriels du 14 août 2007 (premiers résultats du deuxième trimestre 2007)

## I | 2 La balance des paiements

### Les résultats en juin 2007

En juin 2007, le déficit courant (cvs-cjo) atteint - 2,0 milliards d'euros, après - 2,4 milliards en mai et - 0,8 milliard en avril. Le solde des échanges de biens continue de se dégrader, mais dans une moindre mesure par rapport au mois précédent, pour s'établir à - 3,5 milliards ce mois-ci. Le solde bénéficiaire des services s'améliore en juin de 0,7 milliard. Ce mouvement confirme l'interruption de la dégradation du solde des services.

Au sein du compte financier, les investissements directs dégagent des sorties nettes de 16,3 milliards, les investissements français à l'étranger atteignant leur plus haut niveau mensuel (25 milliards) depuis le début de la décennie. Les opérations en capital social augmentent très fortement à 11 milliards, contre 2,8 milliards en mai. Bien qu'en léger repli, les investissements étrangers en France restent élevés (8,7 milliards). Au total, sur les 12 derniers mois, les investissements directs sortants et entrants progressent respectivement de 40 % et de près de 20 % par rapport aux chiffres de l'année 2006.

Les investissements de portefeuille se soldent par des entrées nettes de 4 milliards. Les résidents accroissent leurs achats de titres étrangers par rapport au mois précédent en continuant à arbitrer en faveur des obligations. En cumul sur trois mois, les résidents ont cédé pour 25,9 milliards d'euros d'actions et acquis pour 78,6 milliards de titres obligataires. Pour leur part, les non-résidents doublent leurs achats de titres français (27,1 milliards, contre 13,6 milliards en mai). Après des cessions au cours des derniers mois, les non-résidents se portent acquéreurs d'actions françaises (16,8 milliards) tout en continuant à acheter des obligations (13,9 milliards). Ainsi, sur les trois derniers mois, les non-résidents ont principalement acquis des titres obligataires (29,1 milliards) et du marché monétaire (15,2 milliards) alors qu'ils ont cédé des actions (2,4 milliards). Sur la même période, leurs achats de valeurs du Trésor ont atteint 19,7 milliards.

Les « autres investissements » se soldent par des entrées nettes de 7,1 milliards. Si les opérations de la Banque de France et des « autres secteurs » enregistrent des entrées cumulées de 14,3 milliards, celles des IFM affichent un solde négatif de 3,9 milliards, traduisant une diminution de leurs engagements extérieurs nets vis-à-vis de pays de la zone euro.

## La balance des paiements simplifiée

(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2005 (b)	Déc. 2006 (b)	Juin 2007 (c)	Juin 2006 (b)	Juin 2007 (c)	Avril 2007 (c)	Mai 2007 (c)	Juin 2007 (c)
	<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>- 15,7</b>	<b>- 22,5</b>	<b>- 19,0</b>	<b>- 4,9</b>	<b>- 5,2</b>	<b>- 0,8</b>	<b>- 2,4</b>
Biens	- 23,0	- 30,0	- 30,1	- 7,2	- 8,5	- 1,9	- 3,2	- 3,5
Services	10,6	8,3	7,2	2,5	2,5	0,7	0,5	1,2
Revenus	18,7	21,0	25,5	5,3	6,3	2,1	2,0	2,1
Transferts courants	- 22,1	- 21,7	- 21,7	- 5,4	- 5,4	- 1,8	- 1,8	- 1,8
<b>Compte de capital</b>	<b>0,5</b>	<b>- 0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>- 0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Compte financier</b>	<b>- 10,5</b>	<b>63,9</b>	<b>20,7</b>	<b>15,8</b>	<b>2,9</b>	<b>- 1,0</b>	<b>10,9</b>	<b>- 7,0</b>
Investissements directs	- 32,1	- 27,1	- 52,4	- 13,8	- 19,0	- 3,7	1,1	- 16,3
- Français à l'étranger	- 97,3	- 91,7	- 128,8	- 31,2	- 45,8	- 11,6	- 9,2	- 25,0
- Étrangers en France	65,2	64,6	76,4	17,3	26,8	7,8	10,3	8,7
Investissements de portefeuille	- 13,7	- 59,5	- 0,1	- 8,7	0,4	- 2,6	- 1,1	4,0
- Avoirs	- 194,5	- 270,5	- 237,7	- 36,7	- 47,6	- 9,9	- 14,7	- 23,1
dont actions et titres d'OPCVM	- 42,9	- 48,3	- 24,2	16,1	15,0	1,4	16,5	- 2,9
- Engagements	180,8	211,0	237,6	28,0	48,0	7,3	13,6	27,1
dont actions et titres d'OPCVM	52,6	58,8	60,4	- 2,9	3,7	- 4,2	- 9,8	17,7
Produits financiers dérivés	5,2	3,3	- 2,9	2,3	- 1,5	0,8	- 0,6	- 1,6
Autres investissements	23,0	155,9	82,6	37,8	22,3	4,4	10,8	7,1
dont IFM	- 2,3	135,6	92,7	31,8	27,7	- 1,3	32,9	- 3,9
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 6,4	- 1,8	0,6	0,1	0,7	- 0,2
<b>Erreurs et omissions (d)</b>	<b>25,7</b>	<b>- 41,3</b>	<b>- 3,5</b>	<b>- 6,7</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>- 5,3</b>	<b>6,6</b>

(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

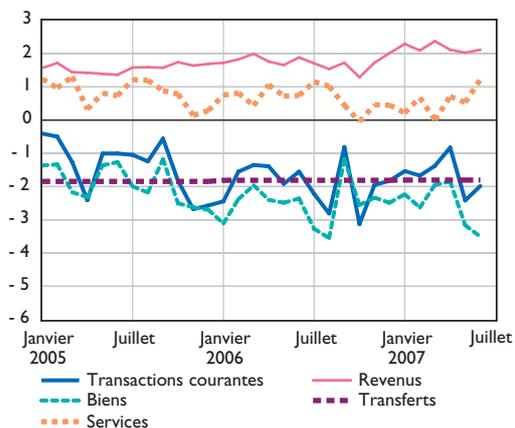
(c) Chiffres provisoires

(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**

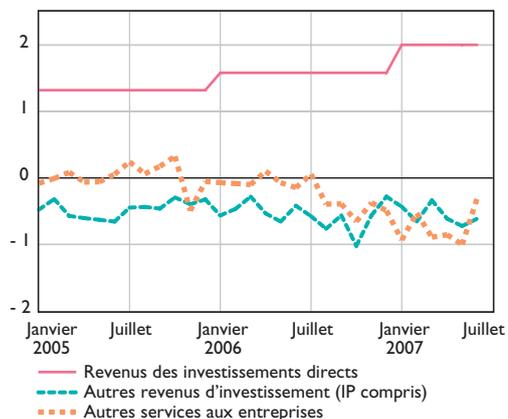
Soldes – I (a)

(en milliards d'euros)



**Transactions courantes**

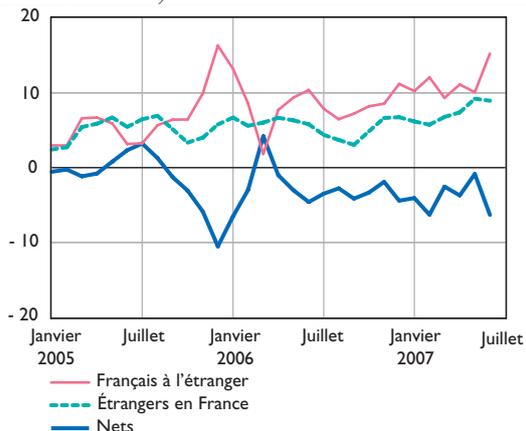
(en milliards d'euros)



**Investissements directs (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

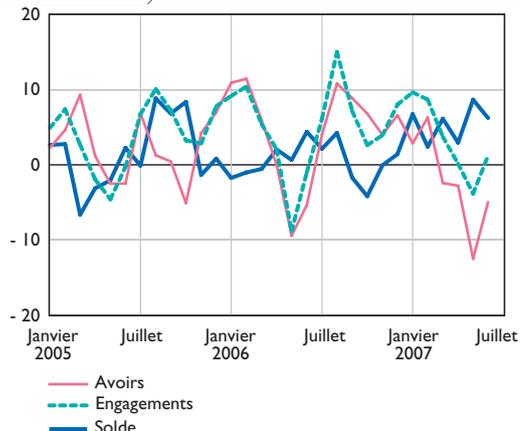
(en milliards d'euros)



**Investissements de portefeuille – Actions (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

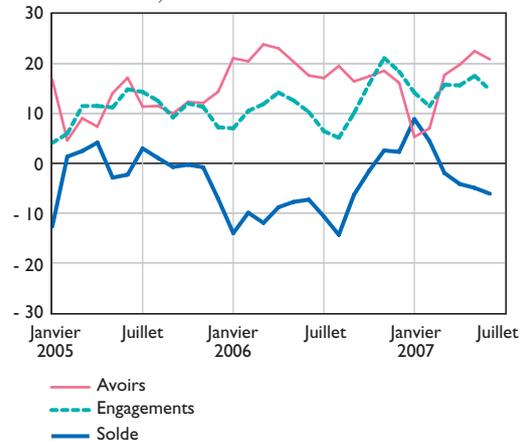
(en milliards d'euros)



**Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

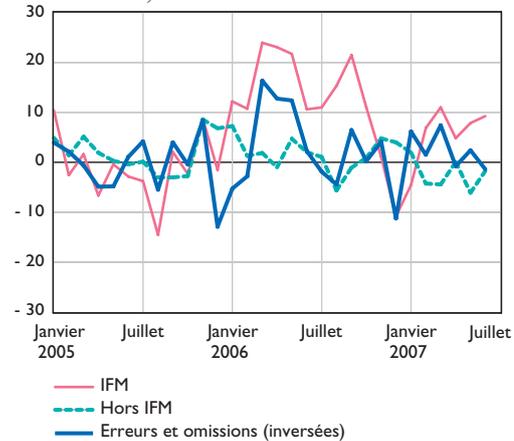
(en milliards d'euros)



**Autres investissements – Erreurs et omissions**

(moyenne mobile sur 3 mois)

(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) Signe de balance inversé pour les avoirs : un signe positif sur le graphique correspond à un investissement net des résidents.

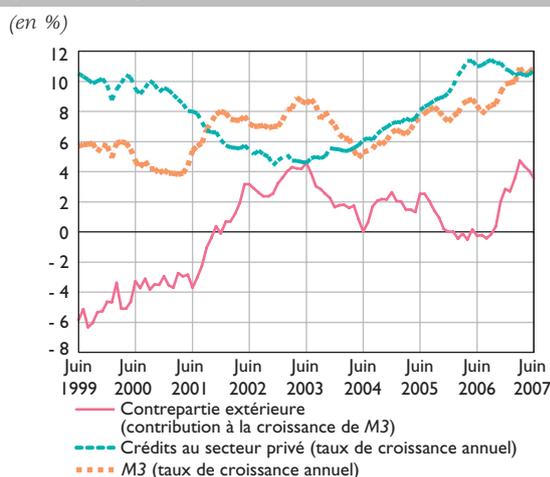
## 2| La monnaie, les placements et les financements

### 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 juin (10,9 %, après 10,6 %). Sa moyenne mobile sur trois mois s'est établie à 10,6 % pour la période allant d'avril à juin, comme pour la période mars-mai. Toutes les composantes de M3 ont enregistré une accélération. Celle-ci a été particulièrement sensible pour les instruments négociables inclus dans M3 - M2 (19,9 %, après 18,6 %), et moins marquée pour les dépôts à vue (5,5 %, après 5,3 %) et les autres dépôts monétaires (13,9 %, après 13,6 %).

Au sein des contreparties de M3, la progression des concours au secteur privé s'est accentuée (11,5 %, après 11,1 %) avec le renforcement de la croissance des portefeuilles de titres (16,3 %, après 15,0 %) et, dans une moindre mesure, des crédits au secteur

#### Agrégat monétaire, crédits au secteur privé et contrepartie extérieure – zone euro (données cvs)



Source : BCE

privé (10,8 %, après 10,4 %). La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 s'est à nouveau réduite (3,5 points de taux de croissance de M3, après 4,1 en mai).

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

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

	Encours à fin juin 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro juin 2007
		Mai 2007	Juin 2007	
<b>Zone euro (b)</b>				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	599,2	9,6	9,2	
+ Dépôts à vue	3 185,5	5,3	5,5	
<b>= M1</b>	<b>3 784,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,1</b>	
+ Autres dépôts monétaires	3 170,1	13,6	13,9	
<b>= M2</b>	<b>6 954,8</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	
+ Instruments négociables	1 228,6	18,6	19,9	
<b>= M3</b>	<b>8 183,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>	
<b>Crédits au secteur privé (en données cvs)</b>	<b>9 689,1</b>	<b>10,4</b>	<b>10,8</b>	
<b>Concours au secteur privé (en données cvs)</b>	<b>11 327,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	
<b>France</b>				
<b>Principaux actifs monétaires (c)</b>				
Dépôts à vue	482,2	4,1	6,9	15,1
Comptes sur livret	424,4	6,0	5,8	27,8
Dépôts à terme ≤ 2 ans	86,9	54,0	43,8	5,3
Titres d'OPCVM monétaires	365,6	11,1	11,8	52,2
Titres de créance ≤ 2 ans	92,3	22,6	19,1	38,2
<b>Crédits au secteur privé (c)</b>	<b>1 649,8</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>17,0</b>

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents a sensiblement augmenté (6,9 %, après 4,1 % en mai et 2,2 % en avril). Celui des comptes sur livret a légèrement diminué (5,8 %, après 6,0 %) et celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans a fléchi tout en restant très soutenu (43,8 %, après 54,0 %). La croissance des titres d'OPCVM monétaires s'est à nouveau renforcée (11,8 %, après 11,1 %).

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

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'est nettement accentuée en juin (8,5 %, après 7,9 %) sous l'effet de la poursuite de la reprise de l'endettement des administrations publiques et, dans une moindre mesure, de l'accélération de celui des sociétés non financières, alors que l'endettement des ménages a poursuivi sa décélération progressive.

### Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Jun 2006	Mai 2007	Jun 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>
Sociétés non financières	9,3	9,2	9,8
Ménages	12,0	11,1	10,7
Administrations publiques	2,6	4,3	5,7

La progression annuelle des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers s'est renforcée du fait de l'accélération des crédits aux sociétés non financières (9,5 %,

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

(taux de croissance annuel en %)

	Jun 2006	Mai 2007	Jun 2007
<b>Endettement intérieur total</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	11,1	9,4	9,9
Crédits obtenus auprès des non-résidents	19,5	12,9	12,1
Financements de marché	0,5	4,8	5,8

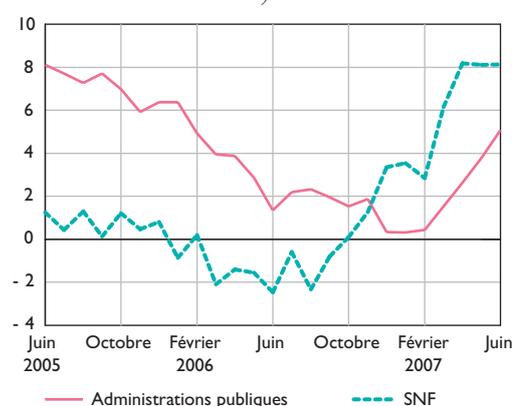
après 8,0 %) et aux administrations publiques (8,4 %, après 6,5 %). Elle a continué en revanche de se modérer pour les crédits accordés aux ménages (10,7 %, après 11,1 %). Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des non-résidents a légèrement baissé.

## 2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché a de nouveau sensiblement augmenté. Il a continué de se redresser pour les émissions nettes des administrations publiques (5,1 %, après 3,8 %) et n'a pas changé (8,1 %) pour celles des sociétés non financières.

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

(taux de croissance annuel en %)



## 2|4 Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a continué d'augmenter en juin (12,0 %, après 11,5 %) : l'accélération a été particulièrement marquée pour les crédits aux administrations publiques (8,7 %, après 6,8 %) et plus modeste pour les crédits au secteur privé (12,3 %, après 12,0 %).

## Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Juin 2006	Mai 2007	Juin 2007
<b>Crédits des IFM (a)</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>
aux APU	11,4	6,8	8,7
au secteur privé	11,2	12,0	12,3
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,4	11,2	10,7
dont : Trésorerie	8,7	3,2	2,7
Habitat	15,5	14,3	13,8
Crédits des EC aux SNF	10,8	8,6	10,0
dont : Trésorerie	14,5	7,1	11,4
Investissement	9,3	9,4	8,6
Crédits des EC au secteur financier	9,5	35,2	35,4
dont : Clientèle financière	- 0,3	47,8	40,4
Assurances	38,5	9,6	24,6

(a) Hors crédits FCC

(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM

Le taux de progression annuel des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) a de nouveau diminué (10,7 %, après 11,2 %) en raison du ralentissement des crédits de trésorerie et des crédits à l'habitat (respectivement 2,7 %, après 3,2 %, et 13,8 %, après 14,3 %). En revanche, le taux de croissance des crédits aux sociétés non financières a nettement augmenté (10,0 %, après 8,6 %) sous l'effet de la forte accélération des crédits de trésorerie (11,4 %, après 7,1 %) qui l'a largement emporté sur le ralentissement des crédits à l'investissement (8,6 %, après 9,4 %). La croissance des crédits au secteur financier s'est légèrement renforcée (35,4 %, après 35,2 %).

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

Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits a continué d'augmenter en juin, de façon moins sensible pour les ménages (5,37 %, après 5,35 %)

que pour les sociétés non financières (4,86 %, après 4,71 %).

- Du côté des ménages, la hausse s'est poursuivie pour toutes les catégories de concours : elle a été un peu plus significative pour les découverts (10,84 %, après 10,78 %) et les crédits à l'habitat de PFIT inférieure ou égale à un an (4,31 %, après 4,25 %) que pour les crédits à l'habitat de PFIT supérieure à un an (4,12 %, après 4,08 %) et les crédits à la consommation (6,55 %, après 6,53 %).

- Concernant les crédits aux sociétés non financières, les taux débiteurs ont sensiblement augmenté pour toutes les catégories de concours. La hausse a été à peine moins marquée pour les crédits de PFIT inférieure à un an (4,79 %, après 4,67 %) que pour les crédits de PFIT supérieure à un an (4,71 %, après 4,55 %) et les découverts (5,31 %, après 5,15 %).

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

Appréciés en cumul sur douze mois, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « monétaires » et « diversifiés » se sont renforcés en juin. Ceux de titres d'OPCVM « actions » ont à nouveau diminué et les rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » se sont à peine amoindris.

## Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2005	Décembre 2006	Mai 2007	Juin 2007
OPCVM monétaires	9,0	7,4	9,2	10,0
OPCVM obligations	4,1	- 1,0	- 4,1	- 4,0
OPCVM actions	5,7	6,5	2,5	1,8
OPCVM diversifiés	10,2	26,9	19,6	20,4

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

## ENCADRÉ 3

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

#### Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin juillet 2007
	Année 2006	Juil. 2006 à juin 2007	Août 2006 à juil. 2007	Juillet 2007	Juil. 2006 à juin 2007	Août 2006 à juil. 2007	Juillet 2007	
Sociétés non financières	- 14,8	- 12,4	- 10,6	- 1,1	2,9	3,0	0,4	57,7
État	14,8	21,4	19,5	4,3	63,2	62,1	5,1	630,5
Autres administrations publiques	- 4,0	- 5,0	- 1,5	0,0	0,4	0,2	0,0	35,6
Institutions financières monétaires	- 1,9	0,4	1,1	- 0,3	12,0	11,9	0,2	118,1
Institutions financières non monétaires	- 2,1	- 2,2	- 2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	19,5
<b>Total</b>	<b>- 7,9</b>	<b>2,2</b>	<b>6,3</b>	<b>2,9</b>	<b>78,4</b>	<b>77,1</b>	<b>5,7</b>	<b>861,5</b>

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de juillet 2007 s'est élevé à 5,7 milliards d'euros, après 7,8 milliards le mois précédent.

Compte tenu des remboursements nets (- 2,8 milliards d'euros au total), les flux d'émissions nettes se sont élevés à 2,9 milliards.

L'Agence France Trésor a émis, en juin, quatre nouvelles tranches sur des souches existantes pour un montant total de 5,1 milliards d'euros représentant 89,5 % de la totalité des émissions sur la place de Paris. Sur les sept premiers mois de 2007, le montant des émissions nouvelles d'OAT par l'AFT est inférieur de 0,6 milliard au montant émis au cours de la même période de 2006.

### 3 | Les marchés de capitaux

En juillet, malgré des perspectives de croissance en zone euro et aux États-Unis toujours bien orientées, les inquiétudes liées à la hausse du taux de défaut des emprunteurs hypothécaires « *subprime* » aux États-Unis se sont fortement accrues. Les craintes d'une possible contagion aux marchés de crédit ont conduit à une nette remontée de l'aversion au risque et à des mouvements vers les actifs plus sûrs. En conséquence, ont été constatés :

- une détente des rendements obligataires ;
- un recul des indices boursiers ;
- une appréciation de devises défensives et à faible rendement telles que le yen.

Par ailleurs, les cours du pétrole ont assez vivement augmenté sous l'effet de divers facteurs largement conjoncturels.

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

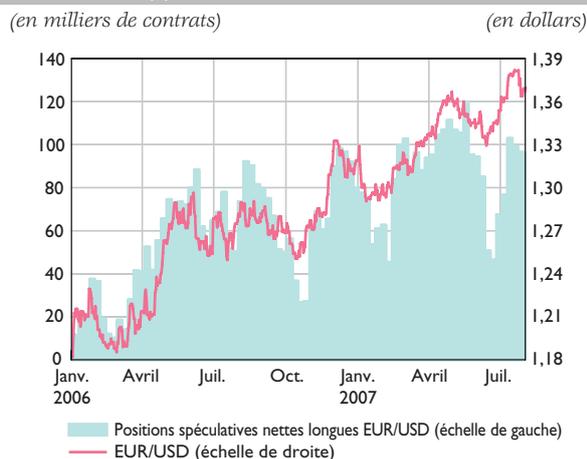
En juillet, les craintes liées au marché hypothécaire américain et la hausse de l'aversion au risque, alimentée par l'extension possible des difficultés au marché du crédit dans son ensemble, ont dominé les mouvements sur le marché des changes. Le dollar s'est globalement déprécié, le yen s'est redressé et la volatilité des principaux couples de devises s'est accrue.

Au cours du mois, l'euro s'est légèrement apprécié contre le dollar pour atteindre 1,3672 le 31 juillet, après avoir atteint son plus haut niveau historique contre le dollar, 1,385 le 24 juillet. L'euro a bénéficié de la poursuite de la croissance en zone euro à un rythme soutenu et de la réduction du différentiel de rendement entre l'euro et le dollar. Les positions spéculatives sur le marché à terme ont continué à exprimer des anticipations favorables à l'euro vis-à-vis du dollar.

La livre sterling a atteint le 24 juillet son plus haut niveau contre le dollar américain, à 2,064, soutenue par les anticipations de poursuite du resserrement monétaire de la Banque d'Angleterre ainsi que par la publication de chiffres d'inflation élevés.

NB : Hors mentions spécifiques, les graphiques de la section 3 sont constitués à partir de données extraites des bases Reuter et Bloomberg.

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

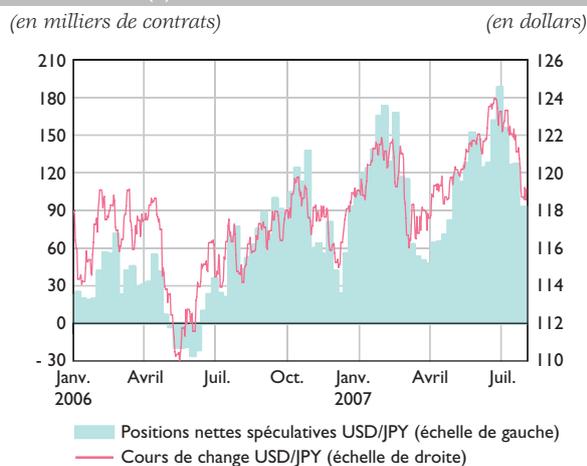


(a) Commodities Futures Trading Commission

Les parités du dollar de Nouvelle-Zélande et du dollar australien se sont inscrites aux plus hauts niveaux contre le dollar des États-Unis atteints, respectivement, depuis 22 ans (à 0,793) et 18 ans (à 0,876). Les cours élevés des matières premières ont favorisé ces devises à hauts rendements.

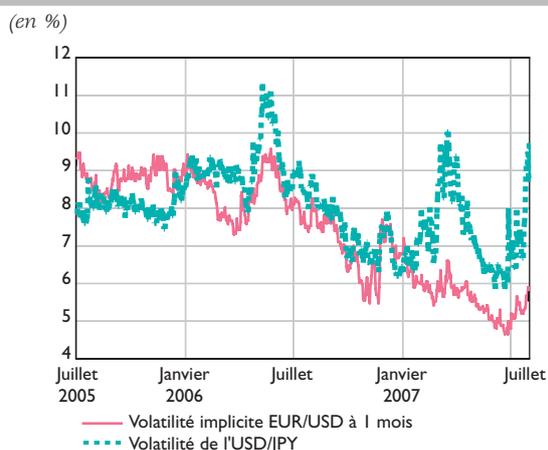
Le yen s'est apprécié à la fois contre l'euro et le dollar, de, respectivement, 2,9 %, à 161,9, et 3,3 %, à 118,4 au 31 juillet. Quelques débouchements de positions de *carry* dans le sillage de la baisse des marchés

#### Cours de change du dollar contre yen et positions spéculatives nettes rapportées à la CFTC (a)



(a) Commodities Futures Trading Commission

### Volatilité implicite à 1 mois tirée des options sur EUR/USD et sur USD/JPY



boursiers ont favorisé ce renforcement modéré de la devise japonaise.

En juillet, la volatilité implicite à 1 mois déduite du prix des options de change a légèrement progressé, à 5,5 %, pour l'EUR/USD, et à 8,7 %, pour l'USD/JPY.

Les prix du pétrole brut ont fortement augmenté en juillet, la référence du WTI ayant même inscrit un nouveau record historique, à 78,2 dollars le baril, le 31 juillet. La tension sur l'offre associée aux inquiétudes sur le niveau des stocks aux États-Unis explique pour l'essentiel cette hausse.

Le cours de l'or s'est inscrit en légère hausse, pour atteindre 663 dollars l'once le 31 juillet (+ 1 % sur le mois).

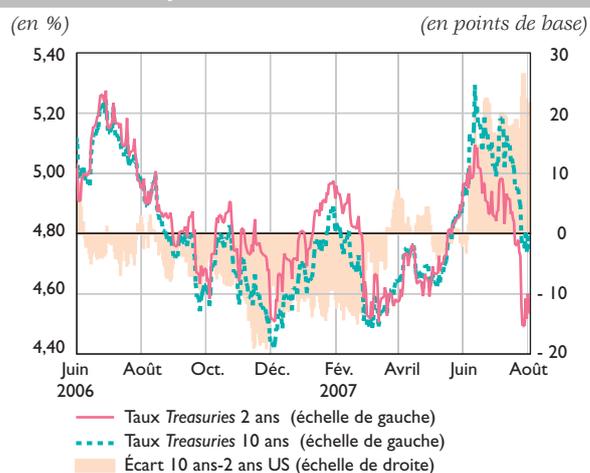
## 3 | 2 Les marchés de taux d'intérêt

La montée de l'aversion au risque s'est traduite par l'appréciation des actifs les moins risqués dans un phénomène de « *flight to quality* ». Par conséquent, les rendements obligataires se sont détendus.

### Détente des taux monétaires et des rendements obligataires américains

Les taux implicites des contrats eurodollar 3 mois se sont inscrits en retrait de, respectivement, 6 et 19 points de base, à 5,275 % et 5,095 %, pour les échéances septembre et décembre 2007. Alors que,

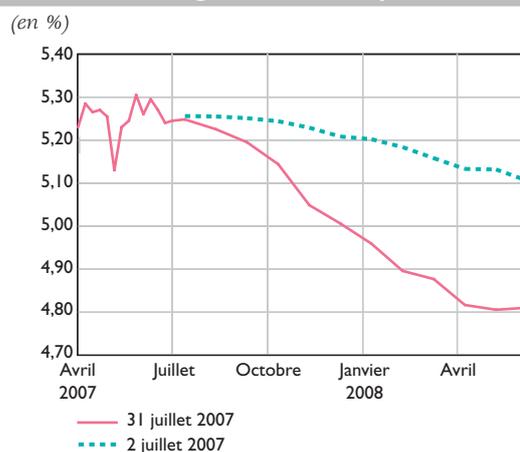
### Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



début juillet, un scénario de *statu quo* de la politique monétaire américaine était anticipé jusqu'en avril 2008, les participants de marché privilégiaient, à fin juillet, une baisse des taux des fonds fédéraux de 25 points de base, à 5,00 %, pour la fin de 2007.

Les rendements obligataires américains ont fléchi plus fortement, les taux à 2 ans et 10 ans baissant de, respectivement, 32 et 30 points de base, à 4,61 % et 4,79 %. L'écart entre les taux à 10 ans et à 2 ans a atteint 26 points de base le 27 juillet, soit son plus haut niveau depuis septembre 2005. Par ailleurs, le taux réel a diminué de 15 points de base, à 2,53 %, pour les titres venant à échéance en 2015, alors que le point mort d'inflation s'est lui aussi replié, de 12 points de base, à 2,21 %.

### Taux des fonds fédéraux passés et anticipés tirés des overnight interest swaps



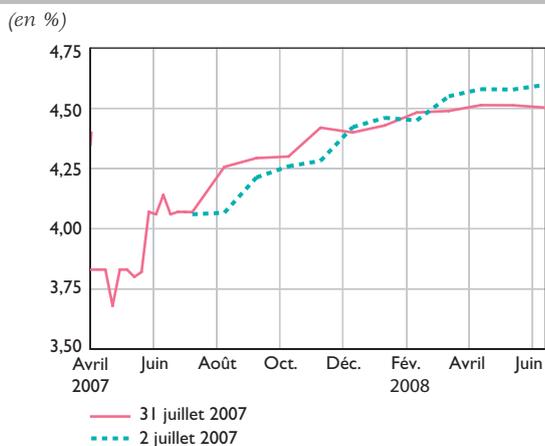
### Légère baisse des anticipations de resserrement monétaire en 2008 et baisse des taux obligataires en zone euro

Les participants de marché ont continué à anticiper une hausse du taux directeur d'au moins 25 points de base d'ici la fin de l'année. En revanche, les anticipations de poursuite en 2008 du resserrement de la politique monétaire dans la zone euro ont légèrement reculé. Le taux implicite du contrat Euribor 3 mois de maturité juin 2008 a ainsi perdu 15 points de base, à 4,56 %.

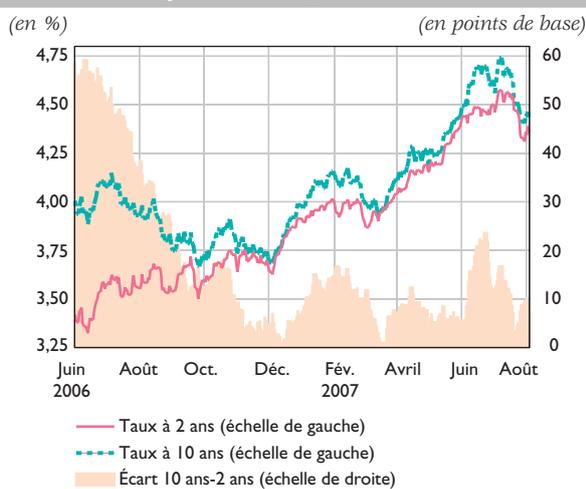
Les rendements obligataires ont diminué dans la zone euro dans un contexte de diffusion des craintes liées au marché hypothécaire « *subprime* » américain. La baisse des taux obligataires s'est accompagnée d'un mouvement d'aplatissement de la courbe des rendements. Le taux 2 ans français a perdu 14 points de base, à 4,36 %, alors que le taux 10 ans s'est replié de 18 points de base, à 4,44 %. De même, en Allemagne, les taux à 2 ans et à 10 ans se sont repliés de, respectivement, 16 et 22 points de base sur la période.

Le point mort d'inflation, tel que reflété par le prix des obligations indexées sur l'inflation venant à échéance en 2015, est finalement resté stable à 2,11 % sur la période étudiée, après s'être tendu de 7 points de base en milieu de mois. Le taux d'intérêt réel dérivé des titres de même durée a baissé de 12 points de base en juillet, à 2,24 %.

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



#### Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



Les différences de rendement entre émetteurs privés et souverains se sont très nettement élargies en juillet à, respectivement, 102 et 160 points de base (+ 32 et + 42 points de base) pour les obligations d'entreprises privées européennes notées BBB et leurs homologues américaines. Cette forte hausse de la prime de risque a notamment affecté le secteur bancaire, du fait des craintes suscitées par la forte détérioration du marché hypothécaire « *subprime* » américain : l'écart de rendement entre le taux LIBOR à 10 ans et le taux sans risque de même maturité a atteint son plus haut niveau depuis 6 ans en zone euro (44 points de base) et depuis 5 ans aux États-Unis (76 points de base).

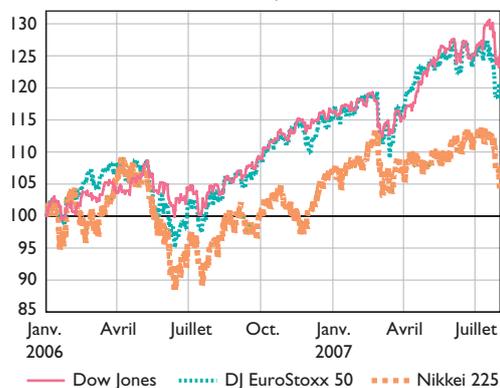
### 3 | 3 Les marchés boursiers

Les principales bourses internationales se sont inscrites en net repli en juillet. À partir du milieu du mois, les inquiétudes de contagion aux marchés du crédit des difficultés rencontrées sur les segments de faible qualité du marché hypothécaire américain ont entraîné une baisse des bourses. La publication de résultats d'entreprise encourageants, en zone euro et aux États-Unis, n'a pas pu enrayer ce mouvement.

Les secteurs bancaires et immobiliers ont été les plus affectés, alors que les entreprises énergétiques ont bénéficié de la hausse des prix du pétrole.

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

(en %, base 100 = 1<sup>er</sup> janvier 2006)



### Indices boursiers

(variation en %)

	Niveau au 31 juillet 2007	Variation par rapport au 2 juillet	Variation par rapport au 2 janvier
CAC 40	5 751,1	- 4,6	+ 2,4
DAX	7 958,2	- 4,7	+ 13,5
DJ EuroStoxx 50	4 470,3	- 3,5	+ 3,2
FTSE	6 590,6	- 3,5	+ 0,8
Nasdaq	2 546,3	- 3,3	+ 5,1
Dow Jones	13 212,0	- 2,4	+ 5,9
Nikkei	17 248,9	- 4,9	- 0,1

#### 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 %)

	Juillet 2007		Moyenne année 2007	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	391,3	69,566	364,74	68,7
Pensions à taux fixe	193,8	34,454	159,03	30,0
Pensions à taux variable	197,5	35,112	205,72	38,8
BTAN	119,01	21,158	116,65	22,0
Pensions à taux fixe	53,19	9,4562	39,84	7,5
Pensions à taux variable	65,82	11,702	76,81	14,5
BTF	52,18	9,2766	49,19	9,3
Pensions à taux fixe	15,76	2,8018	13,31	2,5
Pensions à taux variable	36,42	6,4748	35,88	6,8
<b>Total</b>	<b>562,49</b>	<b>100,0</b>	<b>530,58</b>	<b>100,0</b>
<b>Pensions à taux fixe</b>	<b>262,75</b>	<b>46,712</b>	<b>212,18</b>	<b>40,0</b>
<b>Pensions à taux variable</b>	<b>299,74</b>	<b>53,288</b>	<b>318,40</b>	<b>60,0</b>

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

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 juillet 2007	2 juillet 2007	Variation
1 mois	4,00	3,97	+ 3
3 mois	4,06	4,03	+ 3
6 mois	4,19	4,16	+ 3
12 mois	4,41	4,35	+ 6
2 ans	4,36	4,46	- 10
5 ans	4,40	4,52	- 12



## La productivité du travail

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

- **Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ?** 25  
**Pamfili ANTIPA, Gilbert CETTE, Laure FREY, Rémy LECAT, Olivier VIGNA**
- **Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles** 37  
**Pamfili ANTIPA**
- **L'impact macroéconomique des réformes structurelles** 47  
**Olivier DE BANDT, Olivier VIGNA**

## La directive sur les services de paiement

**Véronique MARGERIT**

*Direction des Systèmes de paiement et des infrastructures de marché*

*Service de la Surveillance des moyens de paiement scripturaux*

67

## Données individuelles et implications macroéconomiques

*Direction de la Recherche*

*Service de Recherche en économie et en finance*

79



# Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ?

---

**Pamfili ANTIPA, Gilbert CETTE, Laure FREY, Rémy LECAT, Olivier VIGNA**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, la tendance séculaire au rattrapage par l'Europe des niveaux américains de productivité et de PIB par habitant s'est interrompue, la productivité accélérant aux États-Unis tandis qu'elle ralentissait en Europe. Les États-Unis ont en effet pleinement profité de la révolution des technologies de l'information et de la communication (TIC), tandis que l'Europe devait surmonter les défis d'une restructuration sectorielle de grande ampleur, d'un bas taux d'emploi et de rigidités structurelles.*

*Les analyses ici présentées suggèrent que ces tendances récentes pourraient se renverser dans la période à venir pour les deux zones : la productivité du travail pourrait ralentir aux États-Unis, les TIC contribuant moins à son dynamisme ; elle pourrait accélérer en Europe, grâce à des effets de structures sectorielles moins défavorables, à court terme, et à une diffusion plus rapide des TIC et à l'effet des réformes structurelles en cours, à long terme. Néanmoins, une poursuite de l'augmentation des taux d'emploi en ligne avec l'agenda de Lisbonne serait favorable, en termes de PIB par habitant, mais pèserait sur les évolutions de la productivité dans la zone euro.*

*Les évolutions étudiées ici étant récentes, ces analyses nécessitent cependant confirmation : comme le montrent les récentes révisions de la productivité américaine, l'analyse en temps réel peut être délicate.*

**Mots-clés :** Productivité, technologies de l'information et de la communication (TIC), dynamique sectorielle, évolutions structurelles

**Codes JEL :** E24, F43, J24, O33, O47

Depuis la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, la tendance longue au rattrapage par l'Europe de la productivité et du PIB par habitant américains s'est interrompue, la productivité accélérant aux États-Unis tandis qu'elle ralentissait en Europe. Les États-Unis ont en effet pleinement profité de la révolution des technologies de l'information et de la communication (TIC), tandis que l'Europe devait surmonter les défis d'une restructuration sectorielle de grande ampleur, d'un bas taux d'emploi et de rigidités structurelles.

En 2006, la croissance de la productivité de la zone euro a dépassé celle des États-Unis <sup>1</sup>. Quoique ceci soit déjà arrivé deux fois (1997 et 2000) pendant la décennie passée, certains signaux précoces montrent que ces évolutions pourraient être en partie structurelles. En effet, en Europe, la productivité et l'emploi ont rebondi en même temps. Les personnes déjà employées étant au moins dans un premier temps plus productives en moyenne que les nouveaux entrants, ceci aurait dû peser sur le dynamisme de la productivité. Aux États-Unis, au contraire, l'emploi aurait dû s'ajuster plus rapidement à ce stade du cycle.

Des raisons plus analytiques indiquent des évolutions structurelles. L'Europe devrait finalement profiter des bénéfices des technologies de l'information. Les évolutions structurelles en cours en Europe ont été importantes et devraient finir par porter leurs fruits. Au contraire, sans une nouvelle impulsion technologique, la contribution des TIC à la croissance de la productivité pourrait baisser aux États-Unis.

Le diagnostic d'un changement structurel du régime de productivité a des conséquences importantes en termes de politique économique. Un nouveau retard européen dans le rattrapage de la productivité conduirait à un déclin de son niveau de vie relatif, à moins que son taux d'emploi n'augmente significativement. Ceci conduirait à une remise en cause importante de la politique économique européenne, particulièrement dans ses aspects sociaux. Une accélération structurelle de la productivité européenne y conduirait à une augmentation à long terme du taux d'intérêt naturel. À court/moyen terme, son effet sur les tensions inflationnistes et donc sur la conduite de la politique monétaire est incertain, car il dépend de l'impact comparé de cette accélération de la productivité sur la dynamique de l'offre et de la demande. Du côté de l'offre, l'impact est assez mécanique. Concernant

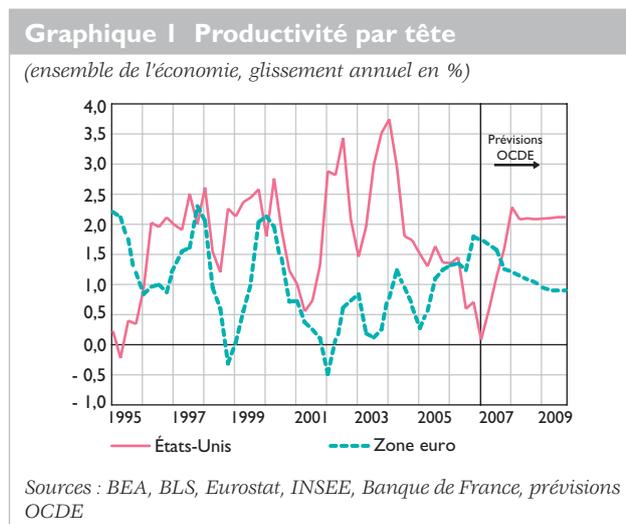
la demande, il dépend de la perception que les agents ont de ce changement et de sa durée. Ces mécanismes ont fait l'objet d'une abondante littérature (cf. par exemple Bowman, 2004 ; Issing, 2004 ou Cette et Pfister, 2004).

Dans un premier temps, nous examinerons les dernières évolutions de la croissance de la productivité en utilisant de récentes recherches menées à la Banque de France pour déterminer sa tendance structurelle. Ensuite, nous étudierons la dynamique de la diffusion des TIC, qui se révèlent être un vecteur majeur de la productivité. Enfin, les résultats d'une analyse sectorielle suggèrent un arrêt des ajustements qui ont pesé sur la productivité de la zone euro durant la décennie passée.

## I | Évolutions récentes de la productivité aux États-Unis et dans la zone euro : inversion de tendance ?

La croissance de la productivité par tête a connu des inflexions significatives aux États-Unis et dans la zone euro sur la période récente, comme le montre le graphique 1.

Après une période d'évolutions heurtées et de grande ampleur entre 1995 et 2002, la croissance sur un an de la productivité par tête observée dans la zone euro a marqué



<sup>1</sup> Cette étude s'appuie sur les données disponibles au 31 juillet 2007. Elle intègre donc la révision annuelle des comptes nationaux américains de 2007 (cf. encadré). Elle porte sur l'ensemble de l'économie afin d'assurer une comparabilité internationale des résultats, les frontières du secteur privé n'étant pas les mêmes d'un pays à l'autre.

## ENCADRÉ

**Impact de la révision des comptes nationaux aux États-Unis sur les indicateurs de productivité**

Dans le cadre de la révision annuelle des comptes nationaux intervenant en juillet de chaque année, le Bureau of Economic Analysis a sensiblement révisé à la baisse la croissance du PIB, de 3,5 % à 3,2 %, en moyenne annuelle, de 2003 à 2006. En juillet 2005 et juillet 2006, la révision annuelle sur les quatre années précédentes avait été de même sens et de même ampleur (- 0,3 point).

Cette dernière révision amène à revoir à la baisse la croissance de la productivité par tête sur la période 2003-2006 de 2,0 % à 1,7 % (cf. tableau et graphique).

Les chiffres d'emploi utilisés dans cet article, à savoir la série d'emploi total publiée par l'OCDE suivant le concept des comptes nationaux, sont calculés à partir des statistiques du Bureau of Labor Statistics, dont la révision intervient en janvier de chaque année. Une partie des économistes estiment que ces chiffres devraient être révisés à la baisse, car l'ajustement de l'emploi dans le secteur de la construction a été très limité compte tenu de la baisse de la production dans ce secteur. Une mauvaise prise en compte des travailleurs illégaux pourrait notamment être à l'origine d'une sous-estimation de l'ajustement de l'emploi pendant la phase de ralentissement actuelle.

**Révision du PIB et de la productivité par tête en juillet 2007**

(moyenne annuelle en %)

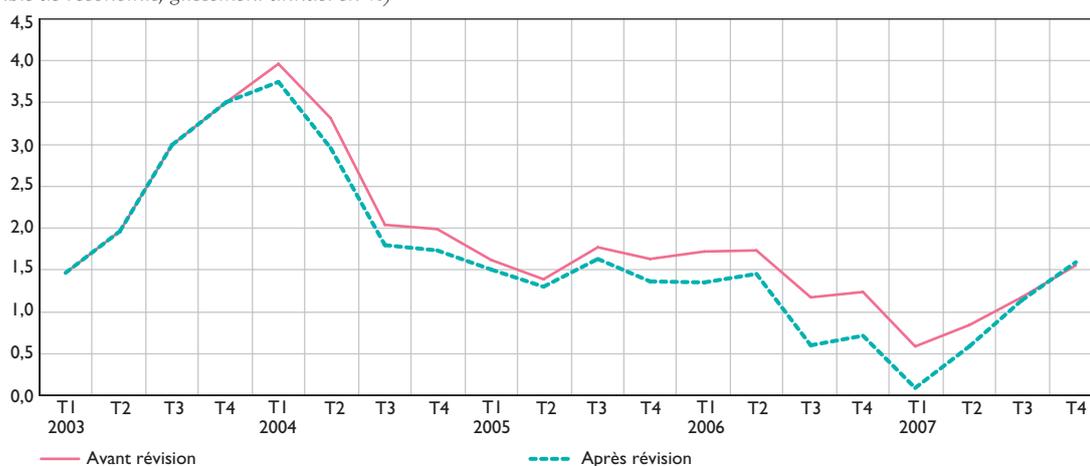
	PIB		Productivité par tête	
	Avant révision	Après révision	Avant révision	Après révision
2004	3,9	3,6	2,8	2,5
2005	3,2	3,1	1,6	1,5
2006	3,3	2,9	1,5	1,0
2007 *	1,5	1,2	0,5	0,3

\* Moyenne du premier semestre sur l'année 2006

Source : BEA

**Productivité par tête aux États-Unis avant et après révision des comptes nationaux en juillet 2007**

(ensemble de l'économie, glissement annuel en %)



Sources : BEA, OCDE

une tendance haussière, accélérant d'environ + 0,2 % en 2002 à + 1,4 % en 2006 et plus de + 1,7 % fin 2006. L'accélération de la productivité dans la zone euro semble généralisée à la plupart des secteurs.

À l'opposé, la productivité par tête a ralenti depuis 2005 de manière marquée aux États-Unis, après une période de croissance soutenue entre 2002 et 2004. En effet, l'emploi a fortement accéléré en 2005 alors que la valeur ajoutée décélérait. Ainsi, après une hausse de 2,5 % en 2004, la productivité par tête a ralenti à 1,5 % en 2005, puis 1,0 % en 2006. La faiblesse actuelle de la productivité par tête ne semble pas provenir d'une évolution sectorielle<sup>2</sup> spécifique. En 2005, les secteurs ayant le plus contribué au ralentissement de la productivité ont été ceux qui ont connu des difficultés conjoncturelles, à savoir l'industrie manufacturière (ralentissement de la productivité par tête passant d'environ + 7,8 % en 2004 à + 2,8 % en 2005) et le secteur immobilier (d'environ + 4,2 % en 2004 à + 1,1 % en 2005). Toutefois, la croissance de la productivité par tête a partiellement rebondi dans ces secteurs en 2005 (à, respectivement, + 3,5 % et + 3,6 % environ), alors que d'autres secteurs ont contribué à la poursuite du ralentissement.

La prise en compte des heures travaillées ne modifie pas le diagnostic général : le nombre d'heures travaillées par employé a décru dans les deux zones sur le même rythme depuis 2002 (- 0,7 % entre 2002 et 2006<sup>3</sup>) et légèrement plus rapidement dans la zone euro en 2006 (- 0,2 %, contre - 0,1 %).

Ainsi, la croissance sur un an de la productivité a été, au quatrième trimestre de 2006 et au premier trimestre de 2007, supérieure dans la zone euro à celle observée aux États-Unis, et ce pour la première fois depuis 2000.

Des diagnostics contrastés ont été portés sur ces évolutions et sur les tendances récentes de la productivité. Aux États-Unis, Kahn et Rich (2006) ont essayé d'estimer une tendance de la productivité en temps réel sur la base de la tendance commune entre la productivité du travail, le coût réel de la main-d'œuvre par heure travaillée et la consommation réelle par heure travaillée. Ils concluent que la tendance structurelle de la productivité aux États-Unis

devrait rester sur un régime de haute croissance (2,9 %, plutôt que 1,3 % pour le régime de basse croissance). Cependant, ces estimations sont basées sur l'hypothèse que les ménages prévoient correctement leur productivité et que des facteurs ponctuels ne distordent pas leurs indicateurs sous-jacents. Dans le cas des États-Unis, les effets de richesse importants liés aux évolutions sur le marché immobilier ont soutenu la consommation réelle. En conséquence, les évolutions de cette dernière pourraient ne pas refléter les véritables anticipations de productivité. D'ailleurs, les évolutions de la consommation par heure travaillée sur la dernière décennie ne paraissent pas durablement soutenables, comme en témoigne le déclin du taux d'épargne sur cette période.

Pour ce qui est de la zone euro, la Commission européenne (2006) estime que les évolutions récentes de la productivité correspondent à une rupture de la tendance à la baisse des années quatre-vingt-dix et à un renversement de cette tendance. Leur diagnostic est fondé sur un filtrage du cycle et sur le caractère étendu du rebond de la productivité, tous les secteurs en bénéficiant. Cette analyse n'est pas partagée par Mc Morrow et Röger (2007) qui estiment que, sur la période 2007-2011, il n'y aura pas de reprise significative de la performance productive sous-jacente de la zone euro, quoiqu'ils reconnaissent que des bénéfices considérables seraient à attendre d'une mise en œuvre de la stratégie de Lisbonne. En effet, ils attribuent le ralentissement de la tendance de la productivité globale des facteurs des années quatre-vingt-dix à des problèmes structurels non résolus, comme une spécialisation excessive dans les industries de basse et moyenne technologies et à des difficultés à exploiter les technologies de l'information.

Les analyses développées dans cet article confirment au contraire un contenu au moins partiellement structurel aux inflexions récentes de la productivité dans les deux zones.

La prise en compte des écarts de conjoncture à travers un lissage effectué au moyen d'un filtre d'Hodrick-Prescott montre une convergence de la croissance de la productivité par tête de la zone euro vers celle des États-Unis à partir de 2003, en raison à la fois d'un ralentissement aux États-Unis et d'une accélération dans la zone euro (cf. graphique 2)<sup>4</sup>.

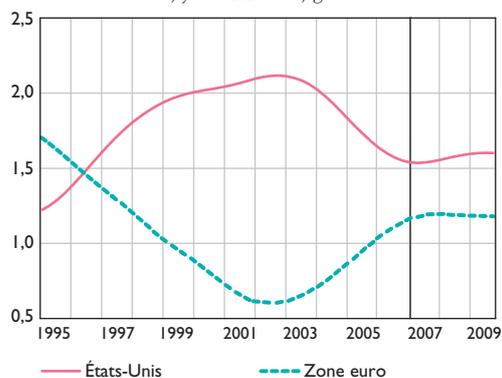
2 Les données révisées de valeur ajoutée par industrie ne sont pas encore disponibles. Par conséquent, les évolutions de la productivité par secteur ne sont pas complètement cohérentes avec celles de l'ensemble de l'économie.

3 Source : OCDE, Perspectives économiques, juin 2007. Zone euro : à 12 sauf Portugal

4 Sur les graphiques 2 et 3, les données historiques sont prolongées après le premier trimestre 2007 par des prévisions afin de limiter en fin de période historique les effets de bord dans la mise en œuvre du filtre Hodrick-Prescott.

### Graphique 2 Productivité par tête corrigée du cycle

(ensemble de l'économie, filtre HP1600, glissement annuel en %)



Sources : BEA, BLS, Eurostat, INSEE, Banque de France, prévisions OCDE

La croissance de la productivité lissée a cependant été supérieure aux États-Unis depuis 1997 et devrait le demeurer sur l'horizon de prévision<sup>5</sup>. Toutefois, après avoir augmenté pendant six ans et atteint un maximum d'environ 1,5 point en 2002, l'écart s'est réduit sur la période postérieure. Selon les prévisions, cet écart devrait se stabiliser autour de 0,4 point entre 2007 et 2009, résultant d'une croissance de la productivité par tête lissée d'environ 1,2% dans la zone euro et de 1,6 % aux États-Unis.

Au-delà du cycle, d'autres facteurs ne reflétant pas des évolutions structurelles de la productivité peuvent en affecter la croissance. En particulier, les temps de travail et les taux d'emploi<sup>6</sup> diffèrent fortement entre la zone euro et les États-Unis, tant en niveau qu'en évolution. Les rendements décroissants de ces deux grandeurs (temps de travail et taux d'emploi) justifient donc leur prise en compte afin d'appréhender le contenu structurel des évolutions de la productivité, selon la méthode utilisée par Bourlès et Cette (2007). Du fait d'une information statistique encore lacunaire sur la durée du travail dans l'ensemble de la zone euro, seuls les effets des variations du taux d'emploi ont été pris en compte, ceux de la durée du travail étant en conséquence ignorés. La correction réalisée consiste donc à retirer des évolutions de la productivité les effets des variations du taux d'emploi, en supposant une

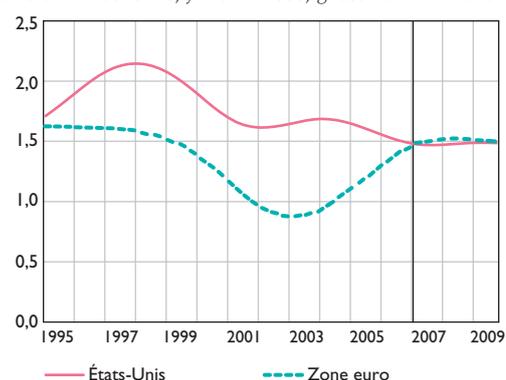
élasticité stable dans le temps de la productivité par rapport au taux d'emploi<sup>7</sup>. Le filtrage visant à corriger des effets du cycle est opéré dans un second temps.

Comme le montre le graphique 3, la correction par le cycle et les variations du taux d'emploi amoindrit l'écart qui se creuse à partir de 1996 entre les taux de croissance de la productivité dans la zone euro et aux États-Unis. L'écart maximal, en 2003, n'est plus que de 0,8 point. En effet, la productivité par tête apparente a été, sur la période récente, ralentie dans la zone euro par une hausse du taux d'emploi (+ 3,1 points, à fin 2006, par rapport à un taux de 64,4 % au premier trimestre de 2000) alors qu'une baisse du taux d'emploi (- 3,4 points, à fin 2006, par rapport à un taux de 80,2 % au premier trimestre de 2000) a au contraire contribué positivement aux États-Unis à la croissance de la productivité apparente.

Par ailleurs, la croissance de la productivité filtrée et corrigée des effets des variations du taux d'emploi de la zone euro devrait rejoindre celle des États-Unis dès 2007, pour la première fois depuis quatorze ans. Le taux de croissance de la productivité serait alors de l'ordre de 1,5 % dans les deux zones.

### Graphique 3 Productivité par tête corrigée du cycle hors effets des variations du taux d'emploi

(ensemble de l'économie, filtre HP1600, glissement annuel en %)



Note : Correction des variations du taux d'emploi sur la base de Bourlès et Cette (2007)

Sources : BEA, BLS, Eurostat, INSEE, Banque de France, prévisions OCDE

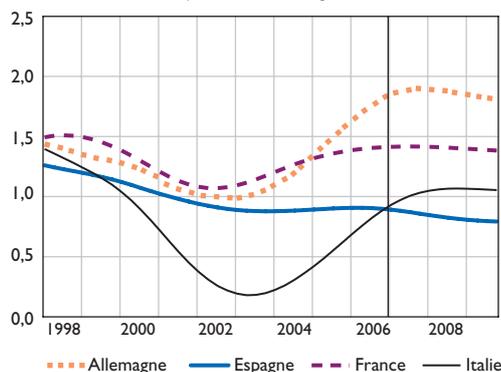
<sup>5</sup> Les prévisions utilisées s'appuient sur celles des « Perspectives économiques » de l'OCDE.

<sup>6</sup> Les taux d'emploi ont été calculés sur la population âgée de 15 à 64 ans. Néanmoins, l'emploi aux États-Unis n'a pas pu être retraité de manière satisfaisante des travailleurs de plus de 65 ans.

<sup>7</sup> La valeur retenue de la semi-élasticité de la productivité par rapport au taux d'emploi est - 0,431. Elle est reprise de Bourlès et Cette (2007).

**Graphique 4 Productivité par tête corrigée du cycle hors effets des variations du taux d'emploi**

(ensemble de l'économie, filtre HP1600, glissement annuel en %)



Note : Correction des variations du taux d'emploi sur la base de Bourlès et Cette, 2007  
Sources : BEA, BLS, Eurostat, INSEE, Banque de France, prévisions OCDE

À l'intérieur de la zone euro, la croissance sur un an de la productivité par tête filtrée et corrigée des effets des variations du taux d'emploi est significativement différente entre les principaux pays (cf. graphique 4).

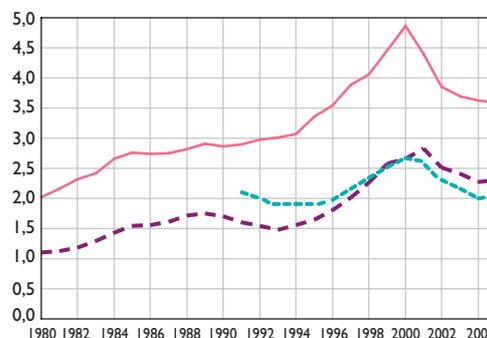
Après avoir ralenti, entre 2002 et 2003, à 1,1 % en France, à 1,0 % en Allemagne, à 0,9 % en Espagne et à 0,2 % en Italie, la productivité tendancielle a accéléré, sauf en Espagne. Ainsi, sont prévus pour 2007, 1,4 % en France, 1,9 % en Allemagne, 0,9 % en Espagne et 1,0 % en Italie. Jusqu'à la fin de l'horizon prévisionnel en 2009, la différence des taux de croissance de la productivité tendancielle dans les quatre grandes économies européennes demeure significative, avec un écart d'un point entre l'Allemagne (1,8 %) et l'Espagne (0,8 %).

## 2| Les TIC : une contribution à la croissance de la productivité à la baisse aux États-Unis et à la hausse dans la zone euro ?

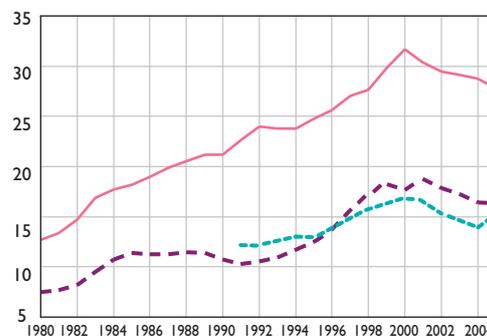
La diffusion des TIC (mesurée par le taux d'investissement en TIC ou la part des TIC dans les dépenses d'investissement) a continuellement augmenté dans la zone euro et aux États-Unis de 1980 à 2000 (cf. graphique 5). Les dépenses en TIC ont sans doute

**Graphique 5 Taux d'investissement en TIC**

(en % du PIB)



(en % de l'investissement total non résidentiel)



— États-Unis — France — Zone euro\*

\* Zone euro : hors Luxembourg de 1991 à 2003 ; France, Allemagne et Espagne pour 2004 ; France et Allemagne pour 2005  
Sources : OCDE, Eurostat

été dynamisées sur la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix par les craintes associées au bug de l'an 2000. Après l'éclatement de la bulle en 2000-2001, la diffusion des TIC paraît globalement stabilisée dans les deux zones. Mais le niveau même de cette diffusion paraît largement supérieur, aux États-Unis, à celui constaté dans la zone euro. Ainsi, deux questions se posent :

- pourquoi la diffusion des TIC n'augmente-t-elle plus depuis 2000 ?
- Et, pourquoi un tel écart de diffusion des TIC entre la zone euro et les États-Unis ?

### La stabilisation de la diffusion des TIC aux États-Unis depuis 2000 pourrait s'expliquer par différents facteurs

Observons tout d'abord que la baisse du prix relatif des TIC implique que la diffusion de ces dernières

peut continuer d'augmenter en volume alors même que le taux d'investissement en TIC ou la part des TIC dans l'investissement, mesurés en valeur, demeurent stabilisés. Cependant, le déclassement rapide des TIC peut avoir atténué cet effet volume.

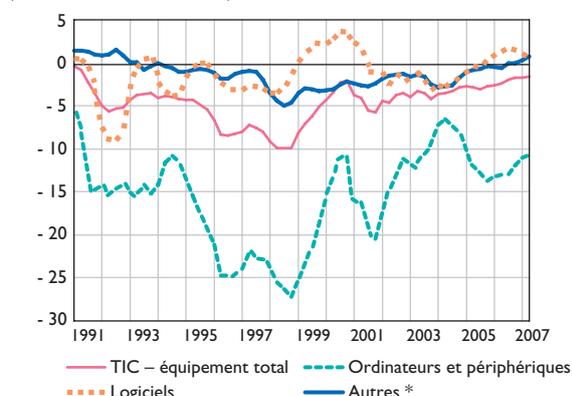
De plus, il apparaît que la baisse du prix des TIC est moins importante depuis la fin des années quatre-vingt-dix qu'auparavant (cf. graphique 6). Plus précisément, la baisse du prix des matériels informatiques a été plus rapide durant la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix, le taux de croissance du prix des matériels informatiques retrouvant depuis 2000 un rythme très proche de celui observé avant 1995.

Ce ralentissement de la baisse du prix des TIC peut expliquer celui de la diffusion des TIC : tout d'abord, l'élasticité-prix de l'investissement en TIC est négative et forte (cf. Cette *et alii*, 2005) ; ensuite, le ralentissement de la baisse du prix des TIC peut correspondre à un ralentissement des gains en performances de ces produits et, en conséquence, de l'incitation à renouveler le stock installé de capital TIC et à substituer des TIC aux autres facteurs de production.

Une question importante est celle de la raison du ralentissement de la baisse du prix des TIC depuis le début des années 2000. Aizcorbe, Oliner et Sichel (2006) ont analysé cette question de façon approfondie. Selon eux, ce ralentissement s'expliquerait par une augmentation des marges dans la production des semi-conducteurs et non par une

**Graphique 6 Prix des TIC aux États-Unis**

(glissement annuel en %)



Note : Inclus le matériel de communication, les instruments non médicaux et le matériel médical

Source : BEA

### Évolution annuelle moyenne du prix des dépenses d'investissement relativement au prix du PIB

(en %)

	1960-2006	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2006
Total investissements	- 1,3	- 1,0	0,1	- 1,8	- 2,5	- 1,4
Biens d'équipement	- 2,4	- 1,7	- 0,9	- 2,5	- 3,6	- 3,4
TIC	- 6,0	- 4,3	- 6,5	- 5,9	- 7,4	- 5,9
dont :						
Matériel informatique	- 19,5	- 22,8	- 22,9	- 16,0	- 19,3	- 14,7
Logiciels	- 4,4	- 3,9	- 5,6	- 5,2	- 3,7	- 3,3
Matériel de communication	- 2,4	- 1,2	- 2,5	- 1,5	- 3,2	- 4,1

Source : BEA

modification du rythme des gains en performances de ces semi-conducteurs. Cette analyse est basée sur des données recueillies auprès des producteurs de semi-conducteurs eux-mêmes.

Mais comment expliquer que l'on observe une stabilisation de la diffusion des TIC et pas seulement un ralentissement ? Une explication peut être que le ralentissement de la baisse du prix des TIC a été concomitant de l'arrivée à un niveau « optimal » de diffusion des TIC. La diffusion des TIC ne peut indéfiniment progresser. Le palier actuel de diffusion des TIC correspondrait ainsi à un niveau reflétant une certaine complémentarité entre investissement TIC et investissement non TIC (quelle que soit la rapidité des gains en performances des TIC, l'utilisation d'un ordinateur individuel nécessite une table pour poser cet ordinateur et une chaise pour s'asseoir devant !).

Une autre explication de la stabilisation de la diffusion des TIC pourrait être une plus grande sélectivité de l'investissement en TIC après un certain surinvestissement durant la décennie quatre-vingt-dix. La diffusion des TIC pourrait s'être stabilisée mais l'impact des TIC sur la productivité pourrait avoir simultanément augmenté comme en témoigneraient l'accélération de la productivité globale des facteurs depuis le début des années 2000 dans les secteurs non producteurs de TIC (cf. Jorgenson, Ho and Stiroh, 2007).

Quelles sont les perspectives envisageables concernant la diffusion des TIC et la croissance de la productivité ? À partir de l'édition 2005 de l'"*international technology roadmap for semiconductors*", Jorgenson, Ho et Stiroh (2007) indiquent que le cycle de renouvellement des puces aurait été raccourci de 3 à 2 ans à partir du milieu des années quatre-vingt-dix

et pourrait s'allonger à partir de la seconde moitié des années 2000. Partant de l'hypothèse d'un affaiblissement de la contribution des TIC à la croissance de la productivité globale des facteurs, leur scénario central de croissance de la productivité horaire du travail consiste ainsi en un passage d'un rythme de 3,1 % sur la première moitié des années 2000 à un rythme de 2,5 % ensuite, légèrement plus faible que celui observé sur la seconde moitié des années quatre-vingt-dix (2,7 %).

Analysant l'impact de la diffusion des TIC, Fosler et Van Ark (2007) remarquent que le ralentissement de la productivité concerne les activités non industrielles. Ils soulignent le risque que la contribution des TIC à la croissance de la productivité, en particulier dans les services, ait atteint un maximum avant une possible seconde vague d'accélération de la productivité associée aux TIC.

**La diffusion plus faible des TIC dans la zone euro comparée aux États-Unis pourrait s'expliquer principalement par des écarts dans les niveaux d'éducation et des rigidités sur les marchés des biens et du travail**

L'utilisation performante des TIC appelle une main-d'œuvre en moyenne plus qualifiée que l'usage des autres technologies. Elle nécessite également certaines formes de flexibilité organisationnelle que peut brider une réglementation trop importante sur les marchés des biens et du travail. Ces relations ont été illustrées de façon descriptive par différents travaux (par exemple OCDE, 2003) et confirmées par des études économétriques (par exemple Gust et Marquez, 2004 et Aghion *et alii*, 2007). Du fait d'un plus faible niveau moyen d'éducation de sa population

en âge de travailler et de plus fortes rigidités sur les marchés des biens et du travail, la zone euro bénéficierait moins (en termes de productivité) de l'usage des TIC que les États-Unis. Pour cette raison, la diffusion des TIC demeurerait plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis. Le graphique 7 illustre ces relations.

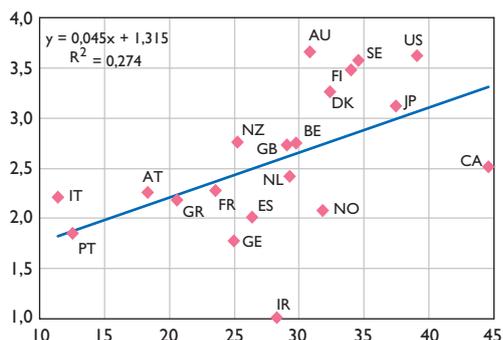
En Europe, l'augmentation progressive du niveau moyen d'éducation de la population en âge de travailler et la mise en œuvre actuelle de réformes sur les marchés des biens et du travail inspirent un certain optimisme concernant les évolutions possibles de la productivité sur les prochaines années. Dans l'Union européenne à 15, au sein de la population âgée de 20 à 24 ans, la proportion des personnes ayant atteint un niveau d'éducation secondaire a augmenté de 69,2 % en 1995 à 74,8 % en 2006. D'importantes réformes ont déjà été mises en œuvre sur le marché du travail, en particulier en Allemagne (réformes Hartz), et plusieurs grands pays européens (en particulier la France et l'Italie) envisagent également la mise en œuvre d'ambitieuses réformes sur les marchés des biens et du travail.

Dans une étude récente, Bloom *et alii* (2007) montrent qu'au Royaume-Uni, les firmes filiales de multinationales américaines mobilisent les TIC d'une façon plus performante, *ceteris paribus*, que des firmes semblables qui ne sont pas des filiales d'entreprises américaines. Ceci suggère l'existence d'une culture d'entreprise plus performante dans les firmes américaines que dans les firmes européennes, en particulier concernant l'usage des TIC et la productivité. Mais ce type d'écart de culture est spontanément voué à disparaître, par effet d'imitation, comme cela a d'ailleurs toujours été le cas par le passé.

**Graphique 7 Technologies de l'information et de la Communication (TIC)**

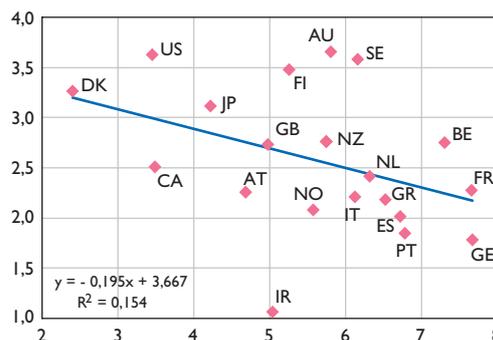
**TIC et éducation**

(abscisses : proportion de diplômés du tertiaire dans la population âgée de 25 à 64 ans, en % ; ordonnées : taux d'investissement en TIC, en %)



**TIC et rigidité**

(abscisses : indice de rigidité sur le marché du travail ; ordonnées : taux d'investissement en TIC, en %)



D'autres facteurs maintenant disparus ont pu ralentir la diffusion des TIC par le passé, comme, par exemple, les prix élevés des communications internet dans certains pays européens, du fait d'une insuffisante concurrence, et la baisse de la parité de l'euro vis-à-vis du dollar qui aurait augmenté le prix des TIC importées.

Enfin, les investissements directs importants de l'Europe aux États-Unis au début de la décennie actuelle, principalement dans le domaine des nouvelles technologies<sup>8</sup>, peuvent favoriser les transferts de technologie et la contraction des écarts de productivité par effet d'imitation.

### 3| Comment la dynamique sectorielle influe-t-elle sur la croissance de la productivité au niveau national ?

Une étude récente<sup>9</sup> entreprise à la Banque de France a examiné la croissance de la productivité dans les principales économies européennes, la zone euro et les États-Unis. L'analyse a plus particulièrement visé à examiner d'éventuels effets sectoriels qui pourraient avoir influencé le ralentissement de la croissance de la productivité en zone euro.

Le secteur du commerce en Espagne, le secteur de la construction en Allemagne et les secteurs industriels espagnol et italien ont freiné la croissance de la productivité au niveau national. Notons qu'aucun secteur ne contribue négativement à la croissance de la productivité des États-Unis. Le graphique 8 montre les taux de croissance de la valeur ajoutée et de l'emploi dans les quatre secteurs mentionnés ci-dessus.

- La contribution négative du secteur de la construction en Allemagne résulte d'un déséquilibre hérité de la réunification allemande (cf. graphique 8A). Suite à la réunification et grâce à des subventions importantes au logement, le secteur s'est beaucoup développé jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix. L'atterrissage a eu lieu durant la dernière décennie et

a réduit la croissance du PIB allemand d'environ un quart de point de pourcentage<sup>10</sup> (la contribution du secteur de la construction en termes de productivité était de - 0,2 entre 1995 et 2006). En revanche, le graphique 8A montre qu'à partir de 2005 la croissance de la valeur ajoutée et de l'emploi se redresse nettement, ce qui nous permet de supposer que l'ajustement du secteur de la construction est achevé. Des indicateurs semblent corroborer ceci : au premier trimestre 2007, la formation brute de capital fixe dans la construction a augmenté de 15,3 % par rapport au premier trimestre 2006.

- Si le secteur du commerce a pénalisé la croissance de la productivité en Espagne, ceci est dû à la faible croissance de la valeur ajoutée par rapport au dynamisme de l'emploi (graphique 8B).

- Le secteur dont émane la plus forte contribution négative à la croissance de la productivité en Italie et en Espagne est l'industrie. Ceci peut s'expliquer par un phénomène de désindustrialisation particulièrement important dans ces deux pays, auquel s'ajoute un ajustement retardé de l'emploi. Plus exactement, le graphique 8C montre qu'en Italie la croissance de la valeur ajoutée diminue sensiblement à partir de 2000 et devient même négative entre 2001 et 2005. Si l'Espagne connaît également une décélération, la croissance de la valeur ajoutée demeure, toutefois, positive. À cela s'ajoutent des ajustements retardés d'emploi, ce qui explique la mauvaise performance des secteurs en termes de productivité. En revanche, les graphiques 8C et 8D montrent qu'à partir de 2005, la croissance de la valeur ajoutée industrielle accélère significativement en Italie et en Espagne, ce qui nous permet de supposer que la contribution négative des secteurs industriels à la croissance de la productivité dans ces deux pays a pris fin.

La croissance de la productivité en zone euro a souffert d'une série de restructurations sectorielles qui étaient longues mais transitoires. En particulier, les contractions et restructurations dans le secteur allemand de la construction et dans les secteurs industriels italien et espagnol semblent terminées. Cette parenthèse cyclique fermée, nous pouvons envisager que le taux de croissance de la productivité des principales économies européennes retrouve

8 De Santis (R.A.), Anderton (R.) et Hijzen (A.) (2004)

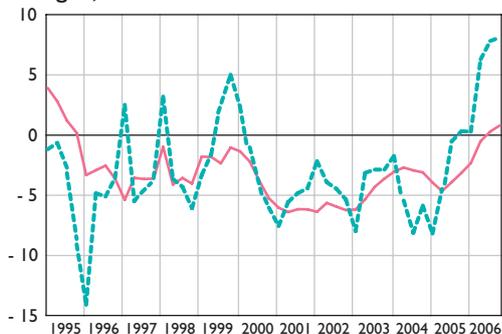
9 « Décomposition de productivité et dynamiques sectorielles » dans cette même livraison du Bulletin

10 ECFIN Country Focus (2007) : "Upswing in Germany: how long will it last?", vol. n° 4, issue 5, avril

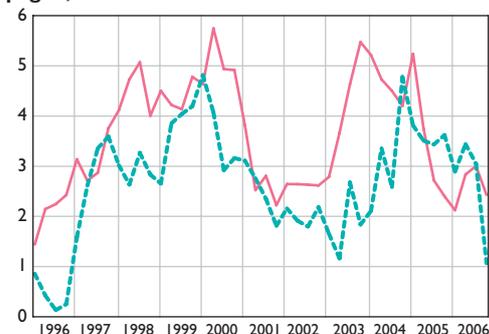
**Graphique 8 Contributions sectorielles négatives à la croissance de la productivité**

(1995-2006, en glissement annuel)

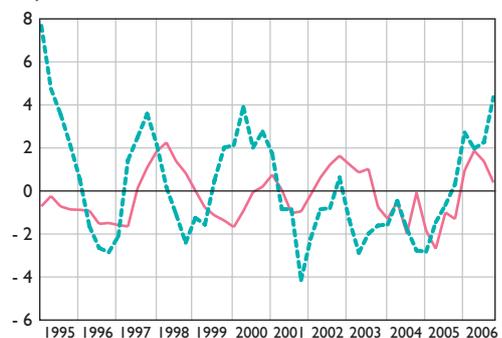
**A : Allemagne, secteur de la construction**



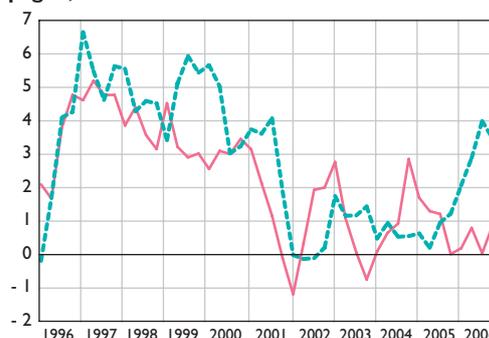
**B : Espagne, secteur du commerce**



**C : Italie, secteur de l'industrie**



**D : Espagne, secteur de l'industrie**



— Emploi

- - - Valeur ajoutée

un niveau structurel plus élevé. L'accélération de la croissance de la productivité observée depuis 2005 semble corroborer cette hypothèse. En revanche, une augmentation supplémentaire du taux d'emploi, en ligne avec l'agenda de Lisbonne, pourrait peser sur l'évolution de la productivité en zone euro.

En contrepartie, la décélération de la croissance de la productivité aux États-Unis résulte probablement de facteurs conjoncturels et structurels à la fois. En effet, tandis que l'augmentation de l'emploi reste soutenue depuis environ deux ans, l'activité économique décélère simultanément.

Les développements précédents suggèrent que les tendances récentes d'accélération de la productivité aux États-Unis et de ralentissement dans la zone euro pourraient s'inverser une nouvelle fois dans la période à venir : la productivité du travail pourrait ralentir aux États-Unis, les TIC contribuant moins à son dynamisme ; elle pourrait accélérer en Europe, grâce à des effets de structures sectorielles moins défavorables à court terme, à une diffusion plus rapide des TIC et à l'effet des réformes structurelles en cours à long terme. Néanmoins, une poursuite de l'augmentation des taux d'emploi, en ligne avec l'agenda de Lisbonne, pèserait sur les évolutions dans la zone euro. Les évolutions étudiées ici étant récentes, ces analyses nécessitent cependant confirmation : comme le montrent les récentes révisions de la productivité américaine, l'analyse en temps réel peut s'avérer délicate.

## Bibliographie

**Aghion (P.), Askenazy (P.), Bourlès (R.), Cetto (G.) et Dromel (N.) (2007)**

« Éducation supérieure, rigidités de marché et croissance », à paraître

**Aizcorbe (A.), Oliner (S. D.) et Sichel (D. E.) (2006)**

"Shifting trends in semiconductor prices and the pace of technical progress", Document de travail, *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, Washington DC, 2006-44, septembre

**Bloom (N.), Sadun (S.) et Van Reenen (J.) (2007)**

"Americans do I.T. better: US multinationals and the productivity miracle", *CEPR discussion paper*, n° 6291

**Bowman (D.), Madigan (B.), de Michelis (A.), Oliner (S.), Reifschneider (D.) et Sichel (D.) (2004)**

"Productivity growth, information technology and monetary policy", *Économie internationale*, n° 98, 2<sup>ème</sup> trimestre

**Bourlès (R.) et Cetto (G.) (2007)**

"Trends in structural productivity levels in the major industrialised countries", *Economics Letters*, doi : 10.1016/j.econlet.2006.09.027

**Cetto (G.), Lopez (J.) et Noual (P.-A.) (2005)**

"Investment in information and communication technologies: an empirical analysis", *Applied Economics Letters*, vol. n° 12, n° 5, avril

**Cetto (G.) et Pfister (C.) (2004)**

"Challenges of the new economy for monetary policy", *International Productivity Monitor*, n° 8, printemps

**Commission européenne (2006)**

"Quarterly report on the Euro area", DG ECFIN, vol. n° 5, n° 4

**Commission européenne (2007)**

"Upswing in Germany: how long will it last?", ECFIN *Country Focus*, DG ECFIN, vol. n° 4, issue 5, avril

**De Santis (R. A.), Anderton (R.) et Hijzen (A.) (2004)**

"On the determinants of the euro area FDI to the United States: the knowledge-capital-Tobin's Q framework", *ECB Working Paper*, n° 329

**Fosler (G. D.) et Van Ark (B.) (2007)**

"Is ICT contribution to productivity growth peaking?", *The Conference Board Executive Action Reports*, n° A-0224-07-EA, janvier

**Gust (C.) et Marquez (J.) (2004)**

"International comparisons of productivity growth: the role of information technology and regulatory practices", *Labour Economics*, vol. n° 11

**Issing (O.) (2004)**

"New technologies, productivity and monetary policy", *Économie internationale*, n° 98, 2<sup>ème</sup> trimestre

**Jorgenson (D. W.), Ho (M. S.) et Stiroh (K. J.) (2007)**

"A retrospective look at the US productivity growth resurgence", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 277, février

**Kahn (J. A.) et Rich (R. W.) (2006)**

"Tracking productivity in real time", *Current issues in Economics and Finance*, vol. n° 12, n° 8, novembre

**Mc Morrow (K.) et Röger (W.) (2007)**

"Analysis of EU growth trends, with a particular focus on Germany, France, Italy and the UK", *National Institute Economic Review*, n° 199, janvier

**OCDE (2003)**

"ICT and economic growth"

**OCDE (2007)**

« Perspectives économiques de l'OCDE », vol. n° 2007/1, n° 81, juin

**Van Ark (B.) et Inklaar (R.) (2005)**

"Catching up or getting stuck? Europe's trouble to exploit ICT's productivity potential", *Research Memorandum GD-79*, *Publications of the Groningen Growth and Development Centre*



# Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles

---

**Pamfili ANTIPA**

*Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision*

*Service du Diagnostic conjoncturel*

*Cette étude propose une analyse descriptive de la croissance de la productivité dans les cinq principales économies de la zone euro, la zone euro dans son ensemble et aux États-Unis. Elle mobilise des données sectorielles pour chaque pays, afin de calculer les effets des changements de structure sectorielle (ces effets sont positifs au niveau global si l'emploi s'oriente vers les secteurs les plus productifs). Au cours de la période 1995-2006, ces effets de structure contribuent positivement à la croissance de la productivité des économies européennes, alors que ceci est moins le cas pour les États-Unis. Par ailleurs, il apparaît que la faible croissance de la productivité en Italie et en Espagne est notamment due à une contribution négative du secteur industriel. Le secteur du commerce en Espagne et le secteur de la construction en Allemagne ont également pénalisé la croissance de la productivité de ces deux pays. Cependant, ces ajustements ralentissant la productivité semblent progressifs, mais transitoires, ce qui permet désormais d'envisager une accélération structurelle du taux de croissance de la productivité dans les principales économies européennes et dans la zone euro.*

Mots-clés : Croissance de la productivité, décomposition de la productivité, effet de structure, productivité sectorielle

Codes JEL : C10, E01, O47, O50

Cette étude porte sur la croissance de la productivité dans les cinq principales économies de la zone euro, la zone euro dans son ensemble et aux États-Unis. D'éventuelles dynamiques sectorielles qui pourraient avoir influencé le ralentissement de la croissance de la productivité sont, en particulier, analysées <sup>1</sup>.

L'indicateur de productivité retenu est la valeur ajoutée rapportée à l'emploi. Le graphique 1 montre, pour différents pays européens, la croissance de cet indicateur, qui est proche de celle du PIB rapporté à l'emploi (cf. graphique 2), grandeur généralement utilisée pour mesurer la productivité (l'écart entre la valeur ajoutée et le PIB correspond aux subventions et aux taxes sur les produits).

Les données mobilisées sont issues, pour les pays de la zone euro, des comptes nationaux trimestriels fournis par Eurostat et, pour les États-Unis, du Bureau des statistiques du travail et du Bureau d'analyse économique. Dans les trois parties qui suivent, la croissance de la productivité est décomposée comptablement en distinguant les effets respectifs des *changements de structure* et du *taux de croissance* de la productivité à *structure inchangée*. Une première partie distingue l'effet agrégé au niveau national des changements sectoriels. Dans une deuxième section, les secteurs pénalisant la croissance de la productivité sont mis en évidence, une analyse des composantes de la productivité de ces mêmes secteurs étant proposée dans une troisième partie. La quatrième partie conclut.

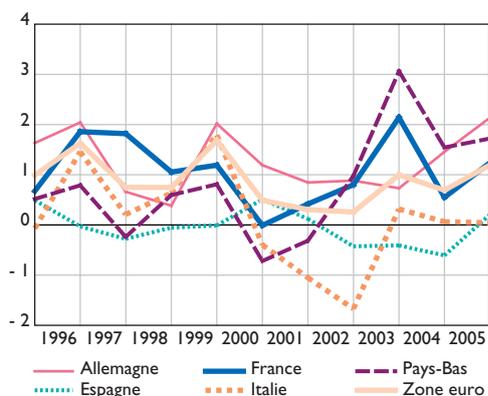
## I | La décomposition de la croissance de la productivité

Pour chaque pays, la croissance de la productivité est décomposée afin d'isoler les effets des changements de structure de l'emploi. Une première composante est le taux de croissance à répartition sectorielle de l'emploi constante (*taux de croissance à structure inchangée*) ; il s'agit d'une somme des taux de croissance de la productivité dans chaque secteur pondérés par la part de chacun de ces secteurs dans la valeur ajoutée totale à la période précédente. Une deuxième composante correspond à l'impact d'un changement dans la structure de l'emploi sectoriel (*changement de structure*) : il s'agit de la somme des variations de la part de chaque secteur dans l'emploi total, pondérées par la productivité relative de chaque secteur. Ainsi, même en l'absence de gains de productivité dans chaque secteur de l'économie, la productivité d'ensemble peut augmenter si la part dans l'emploi total de l'emploi des secteurs les plus productifs augmente au détriment de celle des secteurs les moins productifs. La troisième composante se calcule comme un effet croisé, qui correspond au produit des deux précédentes composantes (cf. l'annexe pour une présentation détaillée des calculs). Cette dernière est généralement négligeable.

Les trois composantes de la croissance de la productivité sont obtenues en distinguant six secteurs (agriculture, industrie, construction, commerce, finance et autres

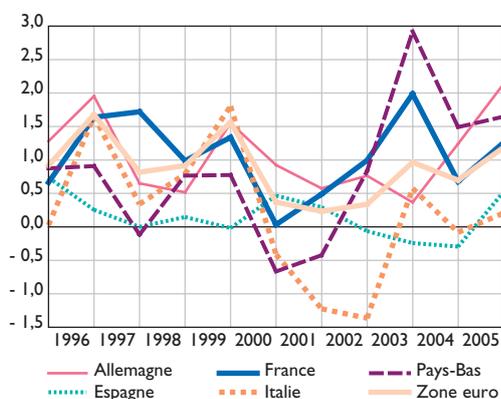
Graphique 1 Valeur ajoutée totale/emploi total

(en glissement annuel)



Graphique 2 PIB/emploi total

(en glissement annuel)



1 Cf. aussi Dew-Becker et Gordon (2006), Bourles et Cette (2007) et Jimeno, Moral et Saiz (2006)

Tableau I Décomposition de la croissance annuelle de productivité au niveau national

(valeurs moyennes sur les périodes indiquées ; glissement annuel en % et contributions en points, 1995-2006)

	Taux de croissance à structure inchangée	Changement de structure	Effet croisé	Total
<b>Allemagne</b>				
1995-2006	0,90	0,46	- 0,03	1,33
1995-2000	0,80	0,67	- 0,04	1,43
2000-2006	0,99	0,28	- 0,02	1,25
<b>Espagne</b>				
1996-2006	- 0,27	0,25	- 0,03	- 0,05
1996-2000	- 0,29	0,43	- 0,04	0,10
2000-2006	- 0,25	0,12	- 0,02	- 0,15
<b>Italie</b>				
1995-2006	- 0,06	0,46	- 0,04	0,36
1995-2000	0,55	0,67	- 0,05	1,17
2000-2006	- 0,58	0,28	- 0,02	- 0,32
<b>Pays-Bas</b>				
1995-2006	0,87	- 0,05	- 0,02	0,80
1995-2000	0,39	0,18	- 0,02	0,55
2000-2006	1,20	- 0,21	- 0,02	0,97
<b>France</b>				
1995-2006	1,00	0,10	- 0,02	1,08
1995-2000	1,13	0,24	- 0,02	1,35
2000-2006	0,89	- 0,02	- 0,02	0,85
<b>Zone euro</b>				
1995-2006	0,68	0,30	- 0,02	0,96
1995-2000	0,80	0,50	- 0,03	1,27
2000-2006	0,57	0,13	- 0,01	0,69
<b>États-Unis</b>				
1995-2006	1,72	0,07	- 0,03	1,76
1995-2000	1,28	0,27	- 0,04	1,51
2000-2006	2,16	- 0,13	- 0,03	2,01

services —principalement non marchands— tels que la santé et l'éducation <sup>2</sup>). Les résultats par composante sont présentés dans le tableau 1.

Aux États-Unis, le taux de croissance de la productivité est presque deux fois supérieur à celui affiché en zone euro. En outre, tandis que le taux de croissance de la productivité accélère à partir de 2000 aux États-Unis, il ralentit en zone euro.

Ces écarts sont principalement liés aux gains de productivité à structure inchangée, qui sont significativement plus importants aux États-Unis et qui augmentent pendant la deuxième sous-période. Il est à souligner que l'augmentation des gains de productivité

à structure inchangée à partir de 2000 s'ajoute à l'accroissement, fréquemment commenté dans la littérature économique, qui était apparu à partir de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix <sup>3</sup>.

L'évolution de la croissance de la productivité est inverse en zone euro où le ralentissement de la productivité à structure inchangée à partir de 2000 aggrave celui qui s'était déjà amorcé à partir de 1995 <sup>4</sup>. Les données de la base KLEMS <sup>5</sup> corroborent cette tendance inversée des gains de productivité : entre les périodes 1980-1995 et 1996-2004, la croissance de la productivité par heure travaillée diminue de 2,1 % à 1,2 % en zone euro, alors qu'elle augmente de 1,2 % à 2,4 % aux États-Unis <sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Pour des définitions exactes cf. la NACE rev. I.1

<sup>3</sup> Cf. par exemple Jorgenson Ho et Stiroh, (2007)

<sup>4</sup> Aïnsi, Van Ark et Inklaar (2005) trouvent que pour l'UE15 la croissance de la productivité décélère de 2,2 % (1987-1995) à 1,5 % (1995-2004).

<sup>5</sup> Pour plus de précision, cf. <http://www.euklems.net/>

<sup>6</sup> Les évolutions de la productivité au niveau global sont plus longuement commentées dans l'autre article sur ce thème dans cette même livraison du Bulletin.

En revanche, les effets de structure, quoiqu'en ralentissement, sont plus forts et restent positifs en zone euro, signe que l'emploi évolue vers les secteurs les plus productifs, alors qu'ils pénalisent la croissance de la productivité américaine à partir de 2001.

Au sein de la zone euro, trois groupes de pays se distinguent :

- l'Allemagne affiche un taux de croissance de la productivité bien supérieur à la moyenne de la zone euro. Ceci reflète, notamment, des gains de productivité à structure inchangée élevés. De plus, ceux-ci gagnent en importance au cours de la deuxième sous-période. Les changements de structure ont un effet positif important mais diminuent à partir de 2000 ;

- la France et les Pays-Bas affichent des taux de croissance de la productivité proches de la moyenne de la zone euro. Les gains de productivité à structure inchangée sont significatifs dans les deux pays, mais augmentent pendant la deuxième sous-période seulement aux Pays-Bas alors qu'ils ralentissent en France. Dans les deux pays, les effets de structure sont relativement faibles et deviennent négatifs après 2000 ;

- en Italie et en Espagne, le taux de croissance de la productivité est largement en dessous de la moyenne de la zone euro. En Italie, le taux de croissance à structure inchangée est déjà inférieur à la moyenne de la zone euro pendant la première sous-période, mais reste positif. En combinaison avec des effets de structure fortement positifs, ceci est suffisant pour obtenir une croissance de la productivité relativement proche de la moyenne européenne. Au cours de la deuxième sous-période, le taux de croissance à structure inchangée devient négatif, alors que les changements de structure positifs s'amenuisent pour donner, au total, une croissance négative de la productivité. En Espagne, le taux de croissance à structure inchangée est négatif pendant les deux sous-périodes. Si les changements de structure équilibrent ces développements entre 1995 et 2000, ce n'est plus le cas après 2000 <sup>7</sup>.

## 2| Une approche sectorielle

Dans cette deuxième section, partant de la même décomposition qu'à la section précédente, nous considérons la contribution de chaque secteur à la

croissance globale de la productivité (cf. annexe). Cette contribution peut également être décomposée en trois parties. Elle correspond en effet pour chaque secteur à la somme :

- du taux de croissance de la productivité du secteur multipliée par le poids du secteur dans la valeur ajoutée totale à la période précédente ;

- d'une contribution à l'effet de structure, égale à la variation de la part du secteur dans l'emploi total multipliée par la productivité relative du secteur à la période précédente ;

- et d'une contribution spécifique au secteur à l'effet croisé.

Cette décomposition par secteur doit permettre notamment de repérer les secteurs qui ont un effet négatif au niveau national <sup>8</sup>. Le tableau 2 présente les résultats.

Les contributions du *secteur agricole* aux croissances nationales de la productivité sont faibles dans l'ensemble. C'est en Italie, en Espagne et en France que ces contributions sont les plus élevées, reflétant principalement le fait que l'agriculture a un plus grand poids en termes d'emploi dans ces pays et que l'emploi y a fortement décru. Les *autres services* semblent également jouer un rôle mineur, même si c'est moins le cas aux États-Unis, en Allemagne et aux Pays-Bas. De même, le secteur de la *construction* n'influence la croissance de la productivité que légèrement, excepté en Allemagne et en Espagne, qui ont connu respectivement une crise et un « boom » de l'immobilier sur la période observée. En revanche, le *commerce*, la *finance* et l'*industrie* expliquent l'essentiel des évolutions de la productivité pour les différents pays.

Aux États-Unis, ce sont les secteurs du commerce (comme le montre le « modèle Walmart », dans le secteur du commerce de détail, qui se caractérise par d'importants gains de productivité) et de la finance qui apportent les contributions positives les plus fortes. De plus, la contribution des autres services à la croissance de la productivité américaine augmente fortement et devient significativement positive à partir de 2000. Les États-Unis se caractérisent donc par une forte contribution des services à la croissance de la productivité, même si aucun secteur ne présente une contribution négative.

<sup>7</sup> Pour un résumé, cf. Van Ark et McGuckin (2003)

<sup>8</sup> Pour des séries temporelles plus longues et des explications sur des décompositions sectorielles de la productivité, cf. Van Ark (1995)

Tableau 2 Contributions sectorielles à la croissance de productivité nationale

(en points de %, valeurs moyennes sur périodes indiquées)

	Allemagne	Pays-Bas	France	Italie	Espagne (a)	Zone euro	États-Unis (b)
<b>Agriculture</b>							
1995-2006	0,02	- 0,02	- 0,01	- 0,01	- 0,04	- 0,01	0,01
1995-2000	0,03	- 0,06	0,07	0,06	0,14	0,04	0,00
2000-2006	0,00	0,01	- 0,08	- 0,07	- 0,17	- 0,05	0,02
<b>Construction</b>							
1995-2006	- 0,18	- 0,05	- 0,06	0,04	0,15	- 0,03	0,00
1995-2000	- 0,22	- 0,03	- 0,17	0,00	0,03	- 0,09	0,01
2000-2006	- 0,16	- 0,06	0,04	0,08	0,23	0,01	0,00
<b>Commerce</b>							
1995-2006	0,33	0,58	0,29	0,28	- 0,22	0,28	0,73
1995-2000	0,33	0,72	0,33	0,50	- 0,28	0,34	0,74
2000-2006	0,32	0,48	0,26	0,09	- 0,17	0,22	0,73
<b>Industrie</b>							
1995-2006	0,37	- 0,09	0,37	- 0,18	- 0,13	0,22	0,24
1995-2000	0,15	- 0,23	0,56	0,09	0,15	0,30	0,36
2000-2006	0,56	0,01	0,21	- 0,40	- 0,33	0,13	0,12
<b>Finance</b>							
1995-2006	0,61	0,40	0,45	0,19	0,26	0,45	0,74
1995-2000	0,84	0,59	0,58	0,42	0,25	0,62	0,63
2000-2006	0,42	0,27	0,34	0,00	0,26	0,30	0,84
<b>Autres services</b>							
1995-2006	0,19	- 0,03	0,03	0,04	- 0,05	0,06	0,04
1995-2000	0,29	- 0,45	- 0,02	0,10	- 0,20	0,07	- 0,23
2000-2006	0,11	0,26	0,08	- 0,02	0,05	0,07	0,30
<b>Ensemble des secteurs</b>							
1995-2006	1,33	0,80	1,08	0,36	- 0,05	0,96	1,76
1995-2000	1,43	0,55	1,35	1,17	0,10	1,27	1,51
2000-2006	1,25	0,97	0,85	- 0,32	- 0,15	0,69	2,01

(a) Les données pour l'Espagne ne commencent qu'en 1996.

(b) Une révision des données américaines de la valeur ajoutée par industrie est prévue après la parution de cet article. Les calculs dans cette note sont donc basés sur les données les plus récemment disponibles.

Les contributions du commerce et de la finance sont positives au niveau de la zone euro mais moins importantes qu'aux États-Unis. En outre, les contributions de ces secteurs fléchissent en zone euro, alors qu'elles restent stables ou augmentent aux États-Unis.

- Au sein de la zone euro, la répartition sectorielle est partiellement atypique en Allemagne. En premier lieu, la contribution du secteur industriel est plus importante que dans les autres pays de l'échantillon hormis la France jusqu'en 2000. De surcroît, tandis que la contribution de l'industrie diminue à partir de 2000 dans la plupart des pays de l'échantillon, elle quadruple presque en Allemagne. Par ailleurs, la contribution du secteur financier baisse fortement d'une période sur l'autre, même si elle reste élevée. Enfin, le secteur de la construction a un impact négatif, qui s'explique par le déséquilibre hérité de la réunification allemande (cf. graphique 3A). En effet, suite à la réunification et grâce aux subventions importantes au logement, le

secteur s'est beaucoup développé jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix. L'atterrissage a eu lieu durant la dernière décennie et a réduit la croissance annuelle du PIB allemand d'environ un quart de point de pourcentage<sup>9</sup> (en termes de productivité, la contribution du secteur de la construction était de - 0,2 point de pourcentage entre 1995 et 2006). En revanche, comme le montre le graphique 3A, la croissance de la valeur ajoutée et de l'emploi se redresse nettement à partir de 2005, ce qui nous permet de supposer que la restructuration dans le secteur de construction est terminée.

- Les Pays-Bas affichent une structure sectorielle relativement proche de celle des États-Unis puisque les contributions aux gains de productivité sont principalement à situer dans les secteurs du commerce et de la finance, avec également une hausse de la contribution des autres services. En revanche, contrairement aux États-Unis, les contributions aux gains de productivité baissent aux Pays-Bas dans le commerce et la finance.

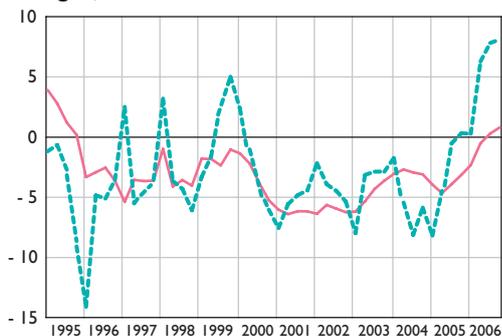
9 ECFIN Country Focus, « Upswing in Germany: how long will it last? », Volume 4, Issue 5, 14.04.2007

**Graphique 3 Évolution de l'emploi et de la valeur ajoutée**

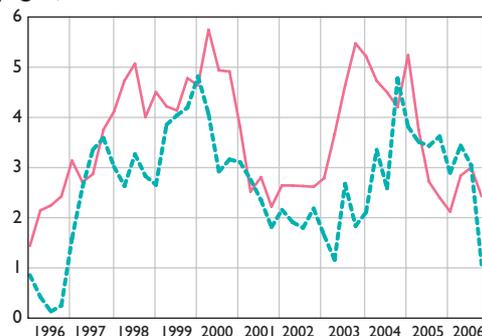
Secteurs marqués par une contribution sectorielle à la croissance de la productivité significativement négative

(1995-2006, en glissement annuel)

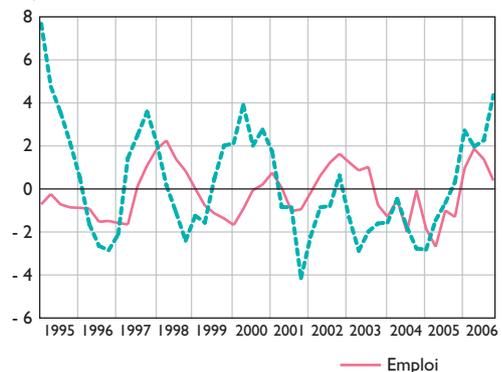
**A : Allemagne, secteur de la construction**



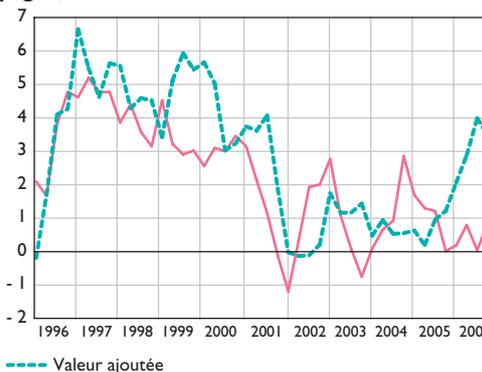
**B : Espagne, secteur du commerce**



**C : Italie, secteur de l'industrie**



**D : Espagne, secteur de l'industrie**



— Emploi

--- Valeur ajoutée

Pour sa part, la France se caractérise par une répartition sectorielle des gains de productivité très similaire à ce que l'on constate pour la zone euro et pour l'Allemagne (hormis le secteur de la construction).

- En Italie et en Espagne, la contribution la plus négative au taux de croissance de la productivité émane, depuis 2000, de l'industrie. Ceci peut s'expliquer par un phénomène de désindustrialisation particulièrement important sur la période récente. Le graphique 3C montre qu'en Italie, la croissance de la valeur ajoutée diminue sensiblement à compter de 2000 et devient même négative entre 2001 et 2005. Si l'Espagne connaît également une décélération, la croissance de la valeur ajoutée industrielle demeure positive (graphique 3D). En revanche, les graphiques 3C et 3D montrent qu'à partir de 2005 la croissance de la valeur ajoutée industrielle se redresse nettement en Italie et en Espagne, ce qui permet de supposer que la phase de contribution négative de l'industrie à la croissance de la productivité, dans ces deux pays, est terminée.

En Italie, outre l'industrie, le commerce et la finance contribuent largement au ralentissement global de la productivité, qui baisse après 2000.

En Espagne, le secteur du commerce a contribué négativement à la croissance de la productivité, principalement entre 1996 et 2000 et dans une moindre mesure à partir de 2000. Comme présenté dans le graphique 3B, la croissance de la valeur ajoutée reste positive, mais est inférieure en moyenne à la croissance de l'emploi. Enfin, la contribution positive et importante de la construction en Espagne à partir de 2000 — la plus forte des pays de l'échantillon — est très probablement liée au « boom » qu'a connu récemment ce secteur.

### 3 | Composition structurelle au niveau des secteurs

Dans cette dernière section, en nous référant toujours à la décomposition comptable, nous décomposons l'effet

sectoriel du tableau 2 en sa composante à structure inchangée et en celle à changement de structure. L'effet croisé, négligeable, est volontairement omis pour simplifier la présentation des résultats. De plus, seuls les pays dans lesquels un secteur pénalise significativement la croissance de la productivité sont sélectionnés.

Les contributions à l'effet de changement de structure (cf. tableau 3) sont très marquées pour certains secteurs. Ainsi, elles sont négatives dans tous les pays pour l'agriculture et l'industrie, ce qui traduit la baisse de la part de ces secteurs dans l'emploi total (ce mouvement est commun à tous les pays observés, avec, pour la zone euro, une baisse annuelle moyenne de la part de l'emploi de 0,15 point de pourcentage pour l'agriculture et de 0,33 point pour l'industrie). *A contrario*, le secteur financier, qui a un poids de plus en plus important dans l'emploi total pour tous les pays (hausse moyenne annuelle de 0,31 point pour la zone euro), présente des contributions aux effets de structure systématiquement positives. Enfin, la part de l'emploi du commerce dans l'emploi total est très stable pour tous les pays (variation moyenne de 0,01 point pour la zone euro), ce qui induit des contributions négligeables des effets de structure dans ce secteur.

Par ailleurs, la contribution positive de l'effet de structure dans le secteur financier est d'autant plus forte que la productivité relative du secteur est très élevée dans tous les pays (en moyenne 1,91 fois la productivité d'ensemble pour la zone euro). *A contrario*, les contributions négatives de l'agriculture sont limitées par le fait que la productivité relative dans ce secteur est généralement faible (0,50 fois la productivité d'ensemble pour la zone euro). En ce qui concerne l'industrie, la productivité relative est plutôt moyenne (1,14 fois la productivité d'ensemble pour la zone euro).

En Allemagne, l'effet de structure dans le secteur de la construction est négatif pendant les deux sous-périodes (- 0,15 et - 0,20) et a un impact prédominant sur la contribution globale du secteur. La part de l'emploi de ce secteur dans l'emploi total baisse de 0,25 point en moyenne par an entre 1995 et 2006, avec une productivité relative assez stable autour de 0,74 fois la productivité d'ensemble. L'effet de la baisse de la part de l'emploi en construction dans l'emploi total n'est pas compensé par des gains de productivité au sein du secteur (la contribution de la croissance de la productivité à structure inchangée est nulle sur l'ensemble de la période). Ce phénomène reflète la

situation de crise qu'a connue le secteur, avec une chute simultanée et à peu près de même ampleur de la valeur ajoutée et de l'emploi sur la période observée (cf. graphique 3A).

Une situation quelque peu similaire a été rencontrée dans le secteur de l'industrie en Italie sur toute la période observée (cf. graphique 3C) et en Espagne après 2000, où la croissance de l'emploi et de la valeur ajoutée reste positive mais baisse fortement (cf. graphique 3D). Comme indiqué précédemment, les effets de structure négatifs dans l'industrie, reflétant la baisse de la part de l'emploi industriel dans l'emploi total, ne sont pas l'apanage de l'Italie et de l'Espagne. Mais ce qui est spécifique à ces pays, c'est le ralentissement concomitant de la valeur ajoutée. Ainsi, dans l'ensemble de la zone euro, et plus particulièrement en Allemagne, la restructuration de l'industrie s'accompagne de gains de productivité significatifs, alors que c'est beaucoup moins le cas en Italie et en Espagne.

Dans le cas de l'Italie, il avait été noté dans la partie précédente que le commerce et la finance contribuaient fortement au ralentissement global de la productivité. Le tableau 3 montre qu'il s'agit de deux phénomènes différents : dans le commerce, les effets de structure sont relativement neutres (comme c'est également le cas dans l'ensemble de la zone euro), mais les gains de productivité à structure inchangée s'effondrent après 2000 ; dans le secteur financier, les effets de structure, qui dépassent largement les effets négatifs de la baisse de la productivité dans le secteur avant 2000, s'amenuisent après 2000.

Enfin, en Espagne, deux secteurs connaissent des évolutions particulières. Dans le secteur de la construction, le « boom » déjà évoqué se traduit par une contribution des effets de structure fortement positive, compensant la contribution à structure inchangée à la baisse de la productivité, qui s'estompe après 2000. Dans ce secteur, la part de l'emploi augmente de 0,36 point de pourcentage par an en moyenne, avec une productivité relative de 0,79 fois la productivité d'ensemble en moyenne. Dans le secteur du commerce, la contribution des variations de structure est presque nulle, mais la contribution du taux de croissance de la productivité à structure inchangée est négative.

Le tableau 1 montrait des effets de structure agrégés fortement positifs en zone euro, et en particulier en

Allemagne, en Italie et en Espagne. Le tableau 3 met en évidence la prépondérance de la contribution des effets de structure dans le secteur financier, en particulier dans les cas de l'Allemagne et de l'Italie. En effet, la part croissante de ce secteur très productif dans l'emploi total a fortement pesé sur l'évolution de la productivité d'ensemble. En particulier, au niveau de la zone euro, cette évolution compense largement l'effet de structure inverse lié à la baisse de la part de l'emploi industriel : celle-ci est à peu près de même ampleur, mais la productivité relative du secteur industriel est bien moins importante.

Par ailleurs, le ralentissement des effets de structure constaté après 2000 semble lié à l'essoufflement de la contribution du secteur financier. Celui-ci correspond à la fois à une augmentation moins forte de la part de l'emploi de ce secteur dans l'emploi total après 2000, qui passe pour la zone euro de +0,42 point par an à +0,22 point par an, et à une baisse de la productivité relative, qui passe de 2,02 à 1,82 fois la productivité d'ensemble entre les deux sous-périodes. En outre, dans le cas espagnol, la baisse des effets de structure apparaît également liée à la forte contraction de la part de l'emploi industriel après 2000, avec une variation annuelle moyenne qui passe de -0,2 point à -0,38 point.

Tableau 3 Décomposition de la croissance de la productivité au niveau sectoriel

	Allemagne			Italie			Espagne			Zone euro		
	95-06	95-00	00-06	95-06	95-00	00-06	96-06	96-00	00-06	95-06	95-00	00-06
<b>Agriculture</b>												
Taux de croissance à structure inchangée	0,05	0,09	0,03	0,09	0,19	0,00	0,13	0,34	-0,02	0,06	0,13	0,01
Changement de structure	-0,03	-0,05	-0,02	-0,10	-0,12	-0,07	-0,17	-0,19	-0,15	-0,07	-0,09	-0,06
<b>Construction</b>												
Taux de croissance à structure inchangée	0,00	-0,06	0,05	0,00	0,02	-0,10	-0,13	-0,26	-0,04	-0,04	-0,08	-0,02
Changement de structure	-0,18	-0,15	-0,20	0,04	-0,02	0,09	0,28	0,31	0,27	0,00	-0,01	0,03
<b>Commerce</b>												
Taux de croissance à structure inchangée	0,31	0,30	0,32	0,29	0,50	0,10	-0,24	-0,27	-0,21	0,27	0,34	0,21
Changement de structure	0,01	0,03	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,02	-0,02	0,04	0,00	0,00	0,01
<b>Industrie</b>												
Taux de croissance à structure inchangée	0,82	0,70	0,93	0,11	0,34	-0,08	0,13	0,18	0,10	0,60	0,67	0,52
Changement de structure	-0,43	-0,53	-0,35	-0,29	-0,25	-0,32	-0,26	-0,02	-0,43	-0,37	-0,35	-0,39
<b>Finance</b>												
Taux de croissance à structure inchangée	-0,29	-0,34	-0,25	-0,56	-0,57	-0,55	-0,20	-0,33	-0,11	-0,16	-0,23	-0,10
Changement de structure	0,91	1,19	0,68	0,77	1,01	0,57	0,47	0,59	0,38	0,62	0,86	0,41
<b>Autres services</b>												
Taux de croissance à structure inchangée	0,01	0,11	-0,08	0,01	0,06	-0,03	0,04	0,04	0,03	-0,04	-0,02	-0,06
Changement de structure	0,18	0,18	0,19	0,03	0,04	0,02	-0,09	-0,24	0,02	0,11	0,09	0,13

Les effets croisés sont marginaux et ont été omis pour des raisons de clarté.

Au niveau national, les effets de structure ont nettement contribué à la croissance de la productivité des économies européennes entre 1995 et 2006. Sur la même période, des dynamiques sectorielles ont profondément influencé l'évolution de la productivité en zone euro : la faible croissance de la productivité en Italie semble notamment due à la contribution négative du secteur industriel. Dans ce dernier, le taux de croissance à structure inchangée a diminué à compter de 2000 n'équilibrant plus les effets de structure négatifs. On rencontre le même phénomène dans le secteur industriel en Espagne, où le secteur commercial a aussi pénalisé la croissance nationale de la productivité. En Allemagne, le secteur de la construction a contribué négativement à la croissance de la productivité, du fait des déséquilibres hérités de la réunification.

Ainsi, la croissance de la productivité européenne a souffert d'une série d'ajustements sectoriels progressifs mais transitoires. Ces ajustements terminés, il est possible d'envisager que le taux de croissance de la productivité dans les principales économies européennes augmente structurellement. L'accélération de la croissance de la productivité observée depuis 2006 semble corroborer cette hypothèse, qui reste à confirmer par d'autres analyses.

## Annexe

## Décomposition du taux de croissance de la productivité

$$\dot{\pi}_t = \underbrace{\sum_i (q_{it-1} \dot{\pi}_{it})}_{\text{Taux de croissance à structure inchangée}} + \underbrace{\sum_i \left( \Delta n_{it} \frac{\pi_{it-1}}{\pi_{t-1}} \right)}_{\text{Changement de structure}} + \underbrace{\sum_i q_{it-1} (\dot{n}_{it} \pi_{it})}_{\text{Effet croisé}}$$

En effet :

$$\pi_t = \frac{Q_t}{N_t} = \sum_i \frac{Q_{it}}{N_t} = \sum_i \frac{Q_{it}}{N_{it}} \times \frac{N_{it}}{N_t} = \sum_i n_{it} \pi_{it}$$

$$\pi_t = \sum_i [(1 + \dot{n}_{it}) n_{it-1} \times (1 + \dot{\pi}_{it}) \pi_{it-1}] = \sum_i [(n_{it-1} \times \pi_{it-1}) (1 + \dot{n}_{it} + \dot{\pi}_{it} + \dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it})]$$

$$\underbrace{\pi_t - \sum_i (n_{it-1} \pi_{it-1})}_{\Delta \pi_t} = \sum_i [(n_{it-1} \pi_{it-1}) (\dot{n}_{it} + \dot{\pi}_{it} + \dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it})]$$

$$\frac{\Delta \pi_t}{\pi_{t-1}} = \sum_i \left[ \frac{n_{it-1} \pi_{it-1}}{\pi_{t-1}} (\dot{n}_{it} + \dot{\pi}_{it} + \dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it}) \right]$$

$$\dot{\pi}_t = \sum_i \left[ \frac{N_{it-1}/N_{t-1} \times Q_{it-1}/N_{it-1}}{Q_{t-1}/N_{t-1}} (\dot{n}_{it} + \dot{\pi}_{it} + \dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it}) \right]$$

$$\dot{\pi}_t = \sum_i (q_{it-1} \dot{\pi}_{it}) + \sum_i (q_{it-1} \dot{n}_{it}) + \sum_i q_{it-1} (\dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it})$$

Comme

$$q_{it-1} \dot{n}_{it} = \frac{\Delta n_{it}}{n_{it-1}} \times \frac{Q_{it-1}}{Q_{t-1}} = \Delta n_{it} \times \frac{N_{t-1}}{N_{it-1}} \times \frac{Q_{it-1}}{Q_{t-1}} = \Delta n_{it} \times \frac{\pi_{it-1}}{\pi_{t-1}}$$

Nous obtenons

$$\dot{\pi}_t = \underbrace{\sum_i (q_{it-1} \dot{\pi}_{it})}_{\text{Taux de croissance à structure inchangée}} + \underbrace{\sum_i \left( \Delta n_{it} \frac{\pi_{it-1}}{\pi_{t-1}} \right)}_{\text{Changement de structure}} + \underbrace{\sum_i q_{it-1} (\dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it})}_{\text{Effet croisé}}$$

La contribution de chaque secteur au taux de croissance de la productivité est donnée par :

$$cont_{it} = q_{it-1} \dot{\pi}_{it} + \Delta n_{it} \frac{\pi_{it-1}}{\pi_{t-1}} + q_{it-1} \dot{n}_{it} \dot{\pi}_{it}$$

avec :  $\pi$  = Productivité

$$\pi_i = \frac{Q_i}{N_i}, \text{ productivité du secteur } i$$

 $Q$  = Valeur ajoutée (volume)

$$q_i = \frac{Q_i}{Q}, \text{ part du secteur } i \text{ dans la valeur ajoutée de l'économie}$$

 $N$  = Emploi total

$$n_i = \frac{N_i}{N}, \text{ part du secteur } i \text{ dans l'emploi total de l'économie}$$

 $i$  = Indice secteur  $i$  $t$  = Indice année  $t$ Pour une variable  $x$  quelconque :  $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$  Variation entre  $t-1$  et  $t$ 

$$\dot{x}_t \Rightarrow \frac{x_t - x_{t-1}}{x_{t-1}} \text{ Taux de croissance entre } t-1 \text{ et } t$$

## Bibliographie

**Bourles (R.) et Cette (G.) (2007)**

« Trends in structural productivity levels in the major industrialised countries », *Economic Letters*, 10.1016/j.econlet.2006.09.027

**Commission européenne, DG ECFIN (2007)**

ECFIN Country Focus. « Upswing in Germany: how long will it last? », Volume 4, Issue 5, 14 avril

**Dew-Becker (I.) et Gordon (R.) (2006)**

« The slowdown in European productivity growth: a tale of tigers, tortoises and textbook labour economics », Northwestern University, mimeo

**Jimeno Moral (J.E.) et Saiz (L.) (2006)**

« Structural breaks in labour productivity growth: the United States vs. the European Union », *Bank of Spain Working Papers*, N° 0625

**Jorgenson (D.W.), Ho (M.S.) et Stiroh (K.J.) (2007)**

« A retrospective look at the US productivity growth resurgence », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, N° 277, février

**Van Ark (B.) (1995)**

« Sectoral growth accounting and structural change in post-war Europe », *Research Memorandum GD-23*, Publications of the Groningen Growth and Development Centre

**Van Ark (B.) et McGuckin (R.) (2003)**

« Productivity, employment and income in the world's economies », *Research Report*, mimeo, The Conference Board

**Van Ark (B.) et Inklaar (R.) (2005)**

« Catching up or getting stuck? Europe's trouble to exploit ICT's productivity potential », *Research Memorandum GD-79*, Publications of the Groningen Growth and Development Centre

**Van Ark (B.) et McGuckin (R.) (2005)**

« Productivity and participation: an international comparison », *Research Memorandum GD-78*, Publications of the Groningen Growth and Development Centre

**Ypma (G.) et Van Ark (B.) (2006)**

« Employment and hours worked in national accounts: a producer's view on methods and a user's view on applicability », *EU KLEMS Working Paper series* N° 10

# L'impact macroéconomique des réformes structurelles

---

**Olivier DE BANDT**

*Direction des Analyses macroéconomiques  
et de la Prévision*

**Olivier VIGNA**

*Direction des Analyses macroéconomiques  
et de la Prévision*

*Service du Diagnostic conjoncturel*

*L'argument est souvent avancé selon lequel les écarts de performances économiques entre les pays tiennent en grande partie à des différences dans la structure des économies. On observe d'ailleurs que la plupart des pays sont engagés à des degrés divers dans des réformes structurelles sur les marchés des biens et des services, ainsi que sur le marché du travail. À cet égard, la littérature économique identifie clairement les avantages à long terme de ces réformes, qui conduisent à une hausse du potentiel de production, une réduction du chômage et un accroissement de la résilience des économies face aux chocs macroéconomiques, ce qui facilite la mise en œuvre de la politique monétaire. La question se pose donc, notamment pour les autorités publiques, de savoir comment mettre en place avec le succès escompté de telles politiques structurelles.*

*Il apparaît donc nécessaire de définir plus précisément la meilleure stratégie possible pour les États, afin de minimiser les coûts à court terme éventuellement associés à la mise en place de certaines réformes. Cela passe en particulier par l'exploitation des synergies potentielles entre réformes, dans la mesure où les réformes engagées sur les marchés des biens accroissent les salaires réels et l'emploi, alors que celles menées sur le marché du travail peuvent affecter négativement le salaire réel à court terme parallèlement à l'amélioration de la situation de l'emploi.*

*L'article se fonde donc sur les expériences menées dans les pays de l'OCDE. Il analyse dans un premier temps les enseignements apportés par la théorie économique, en distinguant les gains de long terme et les effets dynamiques de court terme. L'article étudie ensuite les expériences qui ont réussi dans plusieurs pays en montrant que, malgré la diversité des situations de départ, la réunion de certaines conditions initiales paraît importante pour maximiser les chances de succès des réformes, de même que la crédibilité du processus engagé.*

**Mots-clés :** Réformes structurelles, marché des biens, marché du travail, croissance potentielle

**Codes JEL :** C51, E24, E31, E32, L51

NB : Avec la contribution de C. Cahn, A. Devulder et N. Maggiar (Service d'Études et de Prévision) pour les simulations sur l'impact des réformes sur le marché des biens en équilibre général à partir du modèle ACDM (2007)

Les pays développés, et notamment ceux de la zone euro, doivent aujourd'hui faire face à l'émergence de nouveaux partenaires comme la Chine et l'Inde qui gagnent des parts de marché et vont, à terme, modifier la hiérarchie des puissances économiques mondiales. Or, force est de constater que tous les pays développés ne sont pas égaux face à ce mouvement, et que certains pays maintiennent davantage que d'autres leur rang, par exemple en termes de richesse par tête. En réalité, la capacité à accroître le niveau de cette dernière dépend notamment de la capacité d'offre des pays. C'est pourquoi des institutions internationales comme l'OCDE et le FMI soulignent la nécessité de mettre en place des « réformes structurelles », notamment sur le marché des biens et services et sur le marché du travail, en soulignant la nécessaire adaptation des institutions qui régissent l'équilibre entre offre et demande sur ces marchés (règles en matière de fixation des prix, droit de la concurrence, etc.)<sup>1</sup>.

Sur la période récente, les pays de l'OCDE ont tous mis en œuvre des réformes sur le marché des biens, mais aussi sur le marché du travail. Entre 1998 et 2003, selon les données collectées par l'OCDE en

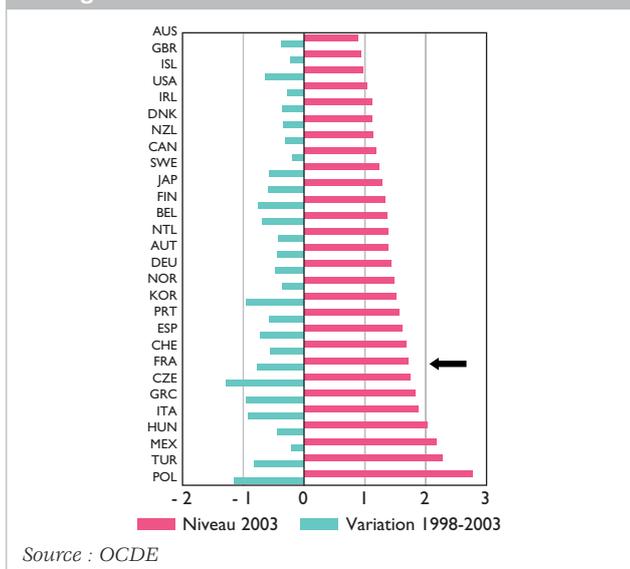
matière de réglementation sur les marchés des biens (indice PMR : *product market regulation*, d'une valeur comprise entre 0 et 6, qui croît avec la rigidité de la réglementation), la quasi-totalité des pays ont entrepris des réformes structurelles de nature à abaisser cet indicateur (cf. graphique 1)<sup>2</sup>.

Il subsiste cependant dans la quasi-totalité des économies un « noyau dur » de règlements (Conway *et al.*, 2005) qui, selon les pays, représente un poids très variable.

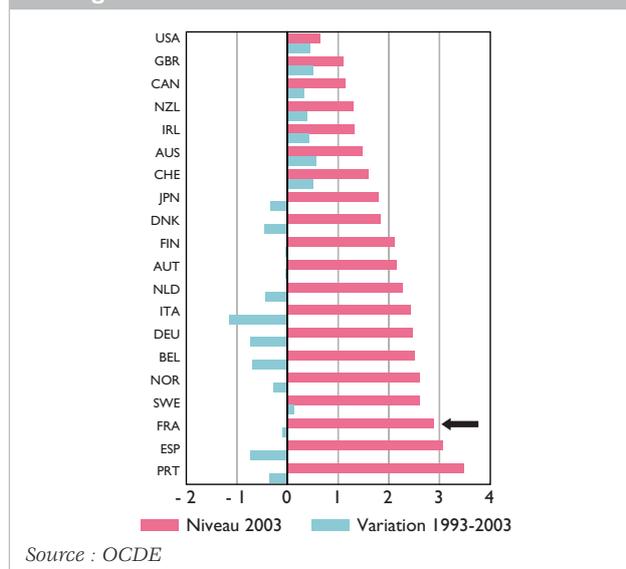
Par ailleurs, on observe, en ce qui concerne tant le marché des biens et services – indicateur PMR, déjà mentionné – que celui du travail – indicateur EPL ou *employment protection legislation* – que le niveau de la réglementation dans les pays de la zone euro, et notamment en France, est bien supérieur à ce que l'on observe aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Canada ou en Australie (cf. graphique 2 pour le marché du travail).

La Banque mondiale, pour le marché du travail, calcule aussi un indice de réglementation de l'emploi (indice REI – *rigidity of employment index* –, compris entre 0 et 100, et croissant avec le degré

Graphique 1 Niveau et variation de l'indicateur PMR de réglementation des marchés des biens



Graphique 2 Niveau et variation de l'indicateur EPL de réglementation du marché du travail



1 Les autres types de réformes, concernant en particulier les finances publiques, la protection sociale ou le secteur financier, ne sont pas analysés dans cet article.  
 2 Les indicateurs PMR offrent une mesure globale des contraintes institutionnelles qui pèsent sur les entreprises dans la fixation de leur prix ou dans le libre choix de leur stratégie. Ils agrègent des indicateurs mesurant (1) les obstacles à l'entrepreneuriat ou à la libre concurrence, (2) la taille du secteur public. Dans le cadre de cette étude, ils sont pris comme indicateurs mesurant la concurrence sur le marché des biens, dans la mesure où les obstacles à la création d'entreprise constituent des barrières à l'entrée dans ces secteurs. Le poids du secteur public mesure davantage les rigidités affectant la formation des prix, mais il constitue aussi, dans une certaine mesure, un obstacle à la libre entrée. Pour l'indicateur EPL (employment protection legislation), l'OCDE synthétise des indicateurs de réglementation des contrats de travail, la législation en matière de licenciements et la générosité des systèmes d'indemnisation. Ces indicateurs offrent une mesure du pouvoir de négociation des salariés, même s'ils n'incluent pas, par exemple, la réglementation en termes de salaire minimum.

de réglementation) : cet indice reflète une même diversité des situations nationales, avec une régulation qui, en France, paraît également sensiblement plus prononcée que celle mise en place dans les autres pays développés (cf. graphique 3).

Ces disparités de réglementations entre les pays conduisent à s'interroger sur les effets à attendre des réformes structurelles. Certes, compte tenu de telles divergences de réglementation, les réformes structurelles ne peuvent être partout identiques, ni avoir les mêmes effets entre pays. Mais il existe un accord assez large des économistes sur les gains macroéconomiques à attendre à long terme des réformes structurelles<sup>3</sup>, même si un obstacle généralement évoqué est celui de l'existence de coûts à court terme. Ces derniers sont liés à l'effet direct de la disparition des « rentes » ou des avantages dont bénéficient les agents disposant d'un pouvoir de marché, d'où une résistance au changement<sup>4</sup>. Les coûts à court terme sont aussi dus aux ajustements à court terme (coûts d'adaptation au nouvel environnement, coûts de reconversion, etc) car les enchaînements macroéconomiques prennent du temps à se manifester : par exemple la hausse de l'emploi n'est que progressive suite à une réforme du marché du travail. Il convient aussi de déterminer quelles institutions il convient de réformer, et quelles rentes il convient de réduire, puisque certaines d'entre

elles et certaines institutions économiques peuvent être à la fois favorables à l'efficacité et à l'équité. C'est notamment le rôle des syndicats dans les négociations salariales (Burda et Wyplosz, 1998). Un pays comme le Danemark est ainsi caractérisé par un haut niveau de concurrence sur le marché des biens et du travail, mais également par un taux élevé de syndicalisation.

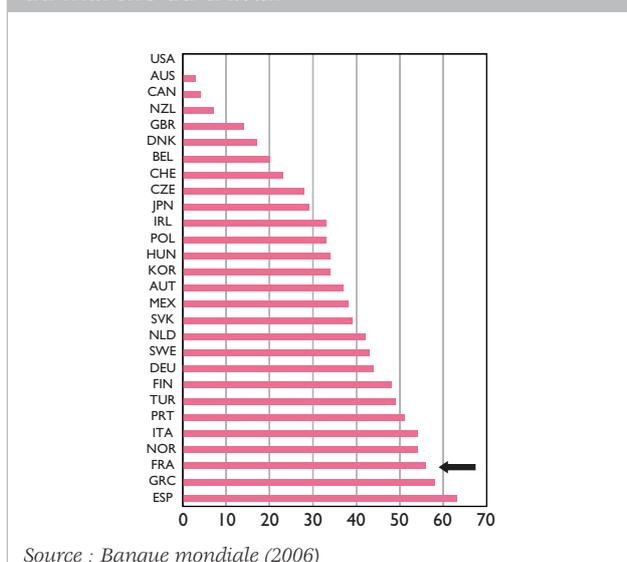
L'objet de l'article est de fournir un éclairage sur l'ensemble des enchaînements macroéconomiques liés aux réformes structurelles en indiquant, au-delà des gains à long terme, quels sont les facteurs de blocage les plus significatifs à court terme et comment chercher à les réduire.

Après avoir présenté les principales conclusions de la littérature théorique, notamment celles tirées des modèles d'équilibre général, l'article analyse les résultats des travaux empiriques et des expériences réussies qui ont été menées par les pays de l'OCDE, montrant comment les pays peuvent effectivement tirer avantageusement parti des effets macroéconomiques des réformes structurelles.

## I | Les enseignements de la théorie économique : des gains à long terme, mais des coûts transitoires à minimiser

Il existe un consensus sur le fait que les économies contemporaines ne sont pas toutes identiquement concurrentielles et que certains agents économiques bénéficient de « rentes » qui leur permettent d'obtenir une rémunération de leurs services ou un prix des biens qu'ils produisent excédant la valeur qui serait obtenue en situation de concurrence pure et parfaite. Ces rentes sont parfois justifiées par l'existence de relations de long terme entre agents économiques (motif d'assurance). En tout état de cause, les prix sont caractérisés par une certaine viscosité (les entreprises ne révisent pas leurs prix de façon continue, les salaires sont déterminés pour une certaine période). Les entreprises cherchent aussi, tout naturellement, à différencier leurs produits de façon à réduire, dans une certaine mesure, la pression de la concurrence (on parle

Graphique 3 Indice REI de rigidité du marché du travail



Source : Banque mondiale (2006)

3 Voir Freeman (2005) pour une approche plus nuancée.

4 Delpla et Wyplosz (2007) suggèrent de dédommager les titulaires de rentes, qui se les verraient racheter par la collectivité (cf. infra).

souvent de « concurrence monopolistique » pour décrire la situation des économies contemporaines). Enfin, la réglementation ou le cadre institutionnel peuvent interagir avec ces comportements, accroissant par là le niveau des « rentes ».

Dans ces conditions de concurrence imparfaite, la théorie économique montre que les réformes structurelles, d'une part, en augmentant la concurrence, permettent d'accroître le potentiel d'offre des économies et, d'autre part, en réduisant les rigidités dans la fixation des prix et des salaires, renforcent la « résilience » des économies face à des chocs. Ces réformes conduisent à une redistribution des « rentes » de marché entre agents, désignant transitoirement, des « gagnants » et des « perdants », même si les premiers s'avèrent très généralement plus nombreux à long terme. Il importe donc d'analyser les modalités afin de réduire au mieux les coûts associés à court terme à certaines réformes.

### III Des gains à long terme

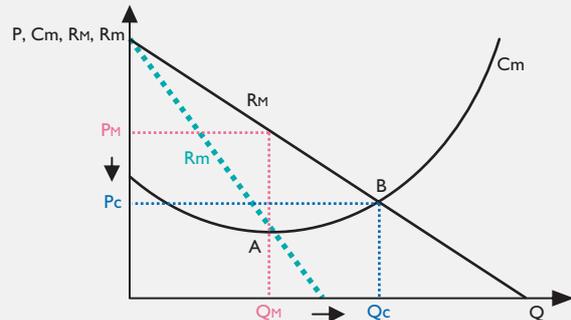
En augmentant le niveau de la concurrence, les réformes structurelles permettent d'augmenter le potentiel d'offre à long terme des économies. Elles ont aussi pour objectif d'accroître la résilience des économies, c'est-à-dire leur capacité de réponse ou de rebond suite à des chocs. Dans ce contexte, elles facilitent doublement la mise en œuvre de la politique monétaire. C'est pourquoi les banques centrales soutiennent la mise en place des réformes structurelles.

#### Gains en matière de potentiel de croissance

Sur le plan théorique, les effets à long terme d'une hausse de la concurrence sur un marché donné peut s'étudier par référence à la situation d'un monopole qui, au départ, face à une demande inélastique, maximise son profit en augmentant les prix et en réduisant les quantités offertes. Une politique économique favorable à la concurrence va permettre d'accroître l'élasticité-prix de la demande, ce qui conduit, en équilibre partiel, à un niveau plus élevé des quantités produites et à un niveau plus faible des prix (cf. encadré 1A). Sur le marché des biens, une plus grande concurrence conduit donc à augmenter les quantités vendues, tout en faisant baisser les prix, ce qui stimule la production et la consommation.

#### ENCADRÉ 1A

### Réforme sur le marché des biens : introduire la concurrence fait baisser les prix et augmenter la production



En situation de monopole, l'entreprise détermine son volume de production en égalisant le coût marginal ( $C_m$ ) et la recette marginale ( $R_m$ ), soit une production  $Q_M$  au prix  $P_M$  (lui-même fixé sur la courbe de recette moyenne  $R_M$ ). Si l'abaissement des barrières à l'entrée permet d'introduire la concurrence, alors la production, déterminée par l'égalisation entre coût marginal et recette moyenne ( $R_M$ ), augmente pour atteindre  $Q_c$ , et le prix de vente diminue en revenant à  $P_c$ . L'équilibre passe du point A au point B.

Il convient cependant de prendre en compte les interactions entre marchés, donc de raisonner en termes d'équilibre général.

#### Les modèles stylisés

Dans la littérature économique, l'effet d'une réforme structurelle est généralement analysé dans le cadre d'un modèle WS/PS (cf. encadré 1B), permettant de déterminer l'équilibre sur le marché du travail en termes de salaire réel et d'emploi, compte tenu du niveau de la concurrence existant sur le marché des biens et sur le marché du travail. Dans le cadre de cette représentation, une plus grande concurrence sur le marché des biens va conduire, en équilibre partiel, à un déplacement de la courbe de demande de travail (PS) vers le haut et la droite, c'est-à-dire à un niveau plus élevé à la fois du salaire réel et de l'emploi (cf. encadré 3). De même, une réforme sur le marché du travail, conduisant, par exemple, à une diminution des indemnités de remplacement en cas de chômage, peut, sous certaines conditions, conduire à une baisse du salaire de réserve et, par là, à un déplacement vers la droite de la courbe d'offre de travail (WS), entraînant

## ENCADRÉ 1 B

## Modèle WS/PS

L'impact des réformes structurelles est souvent étudié, en équilibre partiel ou en équilibre général, à partir d'un modèle de type WS/PS (wage setting/price setting), issu des travaux de Layard et al. (1991), représentant l'équilibre simultané sur le marché du travail et sur le marché des biens. Le modèle est dérivé d'un comportement d'optimisation des offreurs de travail (salariés occupés ou à la recherche d'un emploi) et des entreprises.

D'un côté, on distingue la fonction d'offre sur le marché des biens, ou de demande du facteur travail (PS) :

$$p = (1+\mu) \frac{wL}{\alpha Y} \quad (1)$$

Le prix offert sur le marché des biens ( $p$ ) dépend du taux de marge (« mark-up ») ; une hausse de  $\mu$  correspond à une baisse de la valeur absolue de l'élasticité de la demande de biens par rapport au prix).  $L/Y$  est l'inverse de la productivité du travail et  $\alpha$  est la part du travail dans la valeur ajoutée pour une fonction de Cobb Douglas. Comme l'indiquent les encadrés 1 c et 1 d, la courbe PS exprime une relation décroissante entre salaires réels et emploi. Par ailleurs, la fonction d'offre de travail (WS) s'écrit :

$$\frac{w}{p} = (1+m)RR = (1+m) f(U) \quad (2)$$

avec  $f'(U) \leq 0$  ( $U$  est le taux de chômage)

Le salaire réel est fonction d'une marge ( $1 + m$ ), qui dépend du pouvoir de négociation des salariés et du salaire de réserve (RR), c'est-à-dire du salaire minimal à partir duquel les actifs sont prêts à se porter candidats sur le marché du travail. Le salaire de réserve est lui-même une fonction décroissante du taux de chômage  $U$  : si le taux de chômage s'accroît, les salariés diminuent leur salaire de réserve.

Il est possible de ré-exprimer l'équation (2) comme une relation entre le salaire réel et les effectifs employés ( $L$ ), en réintroduisant la population active exogène ( $\bar{L}$ ) :  $U = 1 - \frac{L}{\bar{L}}$ . La courbe (WS) est une relation croissante entre les salaires réels et l'emploi (cf. encadrés 1 c et 1 d).

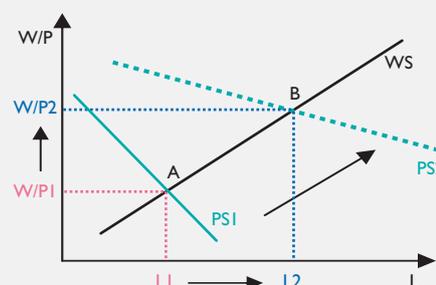
une hausse de l'emploi, au prix d'une baisse du salaire réel (cf. encadré 1 c).

Pourtant, Blanchard et Giavazzi (2003) insistent sur la nécessité d'une approche globale en termes d'équilibre général pour étudier une politique de déréglementation menée simultanément sur le marché du travail et sur celui des biens.

Dans leur modèle, les salariés et les entreprises se partagent la marge tirée de l'absence de concurrence parfaite sur le marché des biens. Une augmentation de la concurrence sur le marché des biens conduit à une hausse des salaires réels qui résulte de deux mouvements opposés : d'un côté, les consommateurs bénéficient de la baisse des prix ; mais de l'autre côté, cet effet est partiellement atténué car les salariés sont obligés d'accepter une baisse de leur salaire puisque les entreprises réduisent leur marge sur le marché des biens (la marge réduite est répartie entre salariés et entreprises). Au total, en termes de salaires réels, les ménages gagnent davantage, en tant que consommateurs, de la plus forte concurrence sur

## ENCADRÉ 1 C

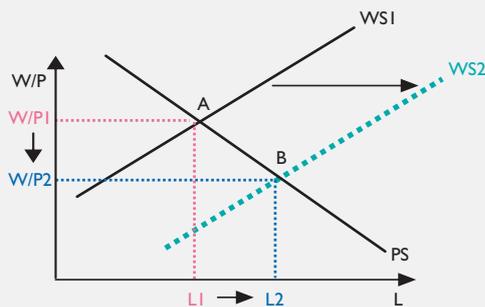
**Réforme sur le marché des biens : accroître la concurrence sur le marché des biens accroît la demande de travail (et donc l'emploi) et le salaire réel**



Suite à une hausse de la concurrence sur le marché des biens, la demande de travail passe de PS1 à PS2. On peut aussi montrer que la courbe PS devient aussi plus plate. Dans ce cas, le salaire réel augmente (il passe de  $W/P1$  à  $W/P2$ ), tout comme l'emploi (de  $L1$  à  $L2$ ).

ENCADRÉ 1D

**Réforme sur le marché du travail : diminuer les facteurs de rigidité entourant le salaire réel permet d'augmenter l'emploi total**



Plusieurs facteurs contribuent à freiner l'ajustement à la baisse du salaire réel ( $W/P$ ), ce qui défavorise les créations d'emploi. Parmi ces facteurs, on note l'existence d'un salaire minimum réglementaire, le niveau et la durée des prestations en phase de recherche d'emploi, le degré de centralisation des négociations salariales ou encore la durée de fixation des rémunérations. Par exemple, si les salariés acceptent que l'indexation des salaires sur les prix ne soit pas immédiate en raison de la plus forte concurrence sur le marché du travail, ils vont accepter de travailler autant à un salaire réel plus faible, ou de travailler davantage pour le même salaire. Dans les deux cas, la courbe WS se déplace vers la droite. Si la suppression de ces rigidités permet au salaire réel de se situer à un niveau plus bas (passant de  $W/P1$  à  $W/P2$ ), alors l'offre de travail s'accroît (déplacement de  $WS1$  à  $WS2$ ) : au final, l'emploi total augmente (passant de  $L1$  à  $L2$ ) et l'équilibre se déplace du point A au point B.

le marché des biens qu'ils ne perdent en tant que salariés, puisqu'on observe une hausse du salaire réel à long terme. Il faut évidemment ajouter que les ménages sont aussi gagnants du fait de la hausse de l'emploi. En effet, parallèlement, le chômage se réduit à long terme dans le scénario privilégié par Blanchard et Giavazzi. Cf. tableau 1, ligne « réduction des coûts d'entrée, colonne « U » (chômage) à long terme.

La déréglementation du marché du travail entraîne une baisse du salaire réel à court terme et une baisse du chômage à long terme. L'impact sur le chômage d'une déréglementation du marché du travail dépend toutefois des hypothèses faites sur le fonctionnement de ce marché (cf. encadré 2) : pour Blanchard et Giavazzi, la situation la plus vraisemblable est celle où la déréglementation du marché du travail, en conduisant à une baisse du salaire réel, accroît les profits à court terme, mais sans provoquer de baisse du chômage à court terme – cette baisse n'intervenant qu'à long terme (cf. tableau 1, dernière ligne).

**Les modèles d'équilibre général quantifiés**

Les travaux de simulation réalisés à partir des modèles d'équilibre général permettent de quantifier de façon plus détaillée l'impact des réformes structurelles. Sur la base du modèle GEM du FMI, qui est un modèle d'équilibre général dynamique (DSGE) multi-pays, Bayoumi *et al.* (2004) étudient l'effet de l'introduction de réformes pour la zone euro dans son ensemble, alors qu'Everaert *et al.* (2006) considèrent des réformes à l'échelle nationale (un « grand » pays, la France, et un « petit » pays, la Belgique). Les conclusions sont que les réformes sur les marchés des biens, en réduisant le niveau des prix, conduisent à une hausse de la consommation, des heures travaillées, du stock de capital (très significativement), mais aussi du salaire réel. Les réformes sur le marché du travail accroissent la production, la consommation et surtout les heures travaillées. Elles induisent aussi une légère baisse du salaire réel. En effet, les prix ne baissent pas autant que les salaires, car les entreprises accroissent leur marge. S'agissant du marché des biens, ces conclusions sont cohérentes avec les travaux de simulation menés à la Banque de France (cf. encadré 3) à partir du modèle d'Adjémian *et al.* (2007) (ci-après ACDM, 2007) : une baisse du taux de marge des entreprises sur le marché des biens provoque une hausse de la consommation, de l'investissement, des salaires réels et des heures travaillées (cf. tableau 2).

Tableau 1 Effets dynamiques chez Blanchard et Giavazzi (2003)

	Effet de :	Court terme			Long terme		
		Marge	w/p	U	Marge	w/p	U
Biens et services	Hausse de la substituabilité entre produits Réduction des coûts d'entrée	-	+	-	0	0	0
Travail	Réduction du pouvoir de négociation	0	0	0	-	+	-
	Profit : +	-	-	0	0	0	-

## ENCADRÉ 2

**Le modèle de Blanchard et Giavazzi (2003)**

Blanchard et al. (2003) étudient une version un peu modifiée du modèle WS/PS.

**1/ Dans un premier temps, ils considèrent que le salaire réel n'a pas d'impact sur l'emploi.**

• Dans un régime de concurrence monopolistique (les firmes différencient leurs produits) et en équilibre partiel, les entreprises, indicées par  $i$ , fixent leurs prix en appliquant une marge par rapport au salaire de réserve  $f(U)$  qui lui-même dépend du chômage (si le chômage est élevé, le salaire de réserve sera faible) :

$$\frac{P_i}{P} = (1+\mu) f(U) \quad \text{avec } f'(U) \leq 0 \quad (1)$$

Par ailleurs, les salariés négocient avec les entreprises pour la répartition de la marge. Si  $\beta$  mesure le pouvoir de négociation des salariés ( $0 \leq \beta \leq 1$ ), le salaire réel sera déterminé par :

$$\frac{W_i}{P} = (1+\beta\mu) f(U) \quad (2)$$

(si  $\beta = 1$ , les salariés obtiennent l'intégralité de la marge et les entreprises n'obtiennent rien).

• En équilibre général et à court terme, si l'on suppose que les firmes sont symétriques, alors  $\frac{P_i}{P} = 1$  (toutes les entreprises ne peuvent pas augmenter leurs prix relatifs simultanément) et le chômage va donc être déterminé par  $\frac{1}{1+\mu} = f(U)$  (une plus grande concurrence sur le marché des biens, c'est-à-dire une baisse de  $\mu$ , conduit à une diminution de  $U$ , car  $f'(U) \leq 0$ ) et

$$\frac{W_i}{P} = \frac{(1+\beta\mu)}{(1+\mu)} \quad (3)$$

Le salaire réel est donc une fonction décroissante de  $\mu$  : les consommateurs gagnent plus que les salariés ne perdent en cas de baisse de  $\mu$ .

• En équilibre général à long terme, avec libre entrée, le profit des firmes est égal au coût d'entrée  $c$  et le salaire réel est

$$\frac{W_i}{P} = 1 - c \quad (4)$$

(comme précédemment, on applique ici le principe de répartition de la valeur ajoutée, égale au prix unitaire de 1, entre salariés et entreprises).

La plus grande concurrence sur le marché des biens permise par une baisse du coût d'entrée  $c$ , scénario privilégié par Blanchard et Giavazzi (2003), conduit à une hausse du salaire réel. La baisse du chômage observée à court terme se retrouve aussi à long terme. En cas de réduction du pouvoir de négociation des salariés (baisse de  $\beta$ ), le salaire réel baisse transitoirement à court terme d'après (3) et la profitabilité des firmes s'améliore. Toutefois, à long terme, l'entrée de nouvelles firmes va réduire  $\mu$ , ce qui va abaisser durablement le chômage  $U$ , alors que le salaire réel va revenir à sa position initiale, comme indiqué au tableau 1.

Au total, la déréglementation du marché des biens conduit à une hausse des salaires réels, mais la baisse du chômage n'est généralement obtenue qu'à long terme. La déréglementation du marché du travail entraîne une baisse du salaire réel à court terme, alors que la baisse du chômage n'apparaît qu'à long terme.

**2/ Pour modifier cette conclusion, Blanchard et Giavazzi (2003) doivent, dans un second temps, considérer un autre modèle, plus proche de WS/PS, dans lequel les prix se forment par une marge sur les salaires réels et non plus sur le salaire de réserve.**

En équilibre partiel, cela revient à remplacer (1) par :

$$\frac{P_i}{P} = (1+\mu) \frac{W}{P} \quad (5)$$

alors que (3) est inchangé. En équilibre général on a, en remplaçant (5) dans (3) :  $1 = (1+\mu)(1+\beta\mu) f(U)$  et une baisse de  $\mu$  ou de  $\beta$  conduit à une baisse de  $U$  à court terme et à long terme, et non plus seulement à long terme.

Tableau 2 Impact macroéconomique de réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail

Source	Calibration de la variante	Impact à long terme				
		Production	Consommation	Investissement	Heures travaillées	Ratio de sacrifice
Bayoumi, Laxton & Pesenti, <i>Discussion Paper</i> n° 4481, CEPR, 7/2004	Porter la concurrence en Europe au niveau américain en réduisant le taux de <i>markup</i> de la zone euro (a)	Zone euro : + 12,4 % Reste du monde : + 0,8 %	Zone euro : + 8,3 % Reste du monde : + 1,3 %	Zone euro : + 21,2 % Reste du monde : + 0,7 %		Zone euro : le ratio passe de 2 à 1,4
Everaert & Schule, FMI, <i>Working Paper</i> n° 06/137	Réduire le taux de <i>markup</i> en France (b)	France : + 16,0 % (+ 17,3 % si les réformes sont synchronisées à l'échelle de la zone euro)	France : + 13,1 % (+ 14,5 % si les réformes sont synchronisées à l'échelle de la zone euro)	France (stock de capital) : + 22,5 % (+ 24,4 % si les réformes sont synchronisées à l'échelle de la zone euro)		
Banque de France	Réduire le <i>markup</i> uniquement marché des biens : - 10 points	5,3 %	+ 2,1 %	+ 10 %	+ 1,8 %	

(a) Marché des biens : - 12 points (- 9 %) ; marché du travail : - 14 points (- 11 %)

(b) Biens échangeables : - 8 points (- 7 %) ; non échangeables : - 24 points (- 17 %) ; marché du travail : - 30 points (- 22 %)

NB : Les variantes portent sur le *markup* défini sur le marché des biens comme  $P = (1 + \mu) \text{CUT}$ , avec  $1 + \mu$  le taux de *markup* et CUT, les coûts salariaux unitaires. La définition est similaire sur le marché du travail, mesurant la capacité des salariés à valoriser leur force de travail à un niveau plus élevé que leur productivité individuelle. Dans les deux cas, une réduction du taux de *markup* de 1,3 à 1,2 apparaît dans le tableau comme une baisse de 10 points.

Dans le modèle GEM, l'utilité de fin de période est supérieure à l'utilité initiale mesurée avant la réforme : les réformes améliorent donc le bien-être. Dans le modèle ACDM (2007), l'utilité en fin de période est identique à celle de début de période. Cela signifie que, suite aux réformes structurelles, le supplément de consommation engendre un supplément de bien-être qui compense la perte d'utilité liée à la hausse du nombre d'heures travaillées. Toutefois, il ne s'agit que d'un modèle stylisé du consommateur-salarié qui arbitre entre consommation et loisir. Il ne considère pas le supplément de bien-être lié à la réduction du chômage. La prise en compte de ce dernier gain lié aux réformes structurelles conduirait naturellement à trancher plus naturellement en faveur d'une amélioration du bien-être de l'économie à la suite des réformes.

### Gains en matière de résilience des économies à des chocs potentiels de croissance

Le deuxième objectif à long terme des réformes structurelles est de réduire les rigidités dans la fixation des salaires et des prix, car ces rigidités altèrent la capacité d'adaptation des économies à des chocs, et par conséquent l'efficacité de la politique monétaire. Par

référence aux modèles d'équilibre général présentés précédemment, la fréquence avec laquelle les firmes modifient leurs prix ou le mode d'indexation des prix, ou encore la fréquence, la durée et la couverture des accords salariaux, affectent directement la pente et la position des courbes *WS* et *PS*, et ainsi, la capacité de réponse des économies à des chocs à court terme, notamment inflationnistes. En effet, une plus grande rigidité des prix implique un surajustement des variables réelles, et notamment du taux de chômage. La « viscosité » des prix conduit l'économie à revenir plus lentement sur sa trajectoire d'équilibre, c'est-à-dire à la stabilité des prix. Plusieurs études empiriques (notamment Barro, 1996) ont montré que cette situation pouvait peser sur la croissance à long terme de l'économie.

Du point de vue de la politique monétaire, la réduction des rigidités peut diminuer le ratio de sacrifice, c'est-à-dire la perte cumulée de croissance de l'activité nécessaire pour obtenir une réduction permanente de l'inflation d'un point (cf. Coffinet *et al.*, 2007, s'agissant des réformes sur le marché du travail). Néanmoins, les réformes structurelles peuvent aussi accroître légèrement la volatilité de la consommation aux évolutions de la production dans certains pays, mais abaisser la volatilité de la consommation aux évolutions de l'emploi (Ernst *et al.*, 2006).

## I | 2 Des effets dynamiques à maîtriser à court terme

Les modèles d'équilibre général permettent aussi de mesurer les effets dynamiques de la mise en place des réformes et de préciser quel type de réforme permet de réduire les coûts qui leur sont souvent associés à court terme. Trois dimensions sont à prendre en compte : la synchronisation entre pays, la coordination des réformes sur les différents marchés et les effets d'anticipation liés à l'annonce des réformes.

### Synchronisation des réformes entre pays

Une question importante est celle de l'existence d'effets d'entraînement des réformes structurelles menées dans certains pays sur celles menées dans d'autres pays. De ce point de vue, Bayoumi *et al.* (2004) mesurent, dans le cadre du modèle GEM, le supplément de croissance dans le reste du monde suite aux réformes menées dans la zone euro (cf. tableau 2 ci-dessus) : les réformes sur le marché des biens, en faisant baisser les prix, conduisent à une baisse du taux de change réel, ce qui stimule les exportations du pays ainsi que la consommation des pays tiers.

Les travaux d'Everaert *et al.* (2006) soulignent pourtant que l'impact des réformes dépend de la taille des économies : un petit pays pour qui les prix sont exogènes (pays *price taker*) pourra plus facilement accroître sa production sans baisser ses prix et peser temporairement sur sa demande interne. La taille des pays aura également une influence sur la politique monétaire (cf. l'encadré 3 pour le modèle ACDM, 2007). En zone euro, par exemple, la politique monétaire étant unique, elle ne peut répondre aux conséquences nominales nées de réformes structurelles que lorsque l'impact est significatif sur l'inflation de la zone euro (comme l'exprime la règle de Taylor). Cette situation est d'autant moins probable qu'une réforme est menée dans un petit pays. En revanche, lorsque les réformes sont menées simultanément dans plusieurs pays, la réaction de la politique monétaire peut réduire les coûts d'ajustement associés à court terme aux réformes puisqu'une baisse des taux directeurs, consécutive à une baisse des prix, conduira à une hausse transitoire plus significative de la consommation et de l'investissement, permettant de lisser le recours à la force de travail à court terme <sup>5</sup>.

### Coordination des réformes entre marchés

Une autre dimension est celle de la coordination des réformes, compte tenu des interactions entre marché du travail et marché des biens. Blanchard *et al.* (2003) suggèrent de déréglementer en premier lieu le marché des biens, ce qui accroît le salaire réel, comme moyen d'atténuer les effets à court terme de la déréglementation du marché du travail, qui conduit à une baisse transitoire du salaire réel. De plus, il conviendrait d'éviter les déréglementations seulement partielles du marché des biens, qui ne modifieraient pas les prix de l'ensemble des secteurs et ne conduiraient qu'à une augmentation limitée du salaire réel, ce qui ne soutiendrait pas la hausse de la consommation.

Everaert *et al.* (2006) privilégient pour leur part la simultanéité des réformes sur le marché des biens et du travail, de façon à atténuer les risques de durcissement de la politique monétaire pour les petits pays menant des réformes isolées (cf. plus haut) : en absence de réaction de la politique monétaire, la baisse des prix consécutive à une déréglementation du marché des biens conduirait à une hausse du taux d'intérêt réel. Mais, d'une manière générale, la politique monétaire ne va pas réagir immédiatement aux réformes, compte tenu de l'incertitude sur la volonté du gouvernement de mener les réformes à leur fin. La lenteur de réaction de la politique monétaire est également justifiée par les incertitudes quant aux réactions des agents économiques qui peuvent ne réviser leurs anticipations à la hausse que de façon progressive, d'où un retard de l'ajustement à la hausse du potentiel d'offre.

### Anticipation des réformes

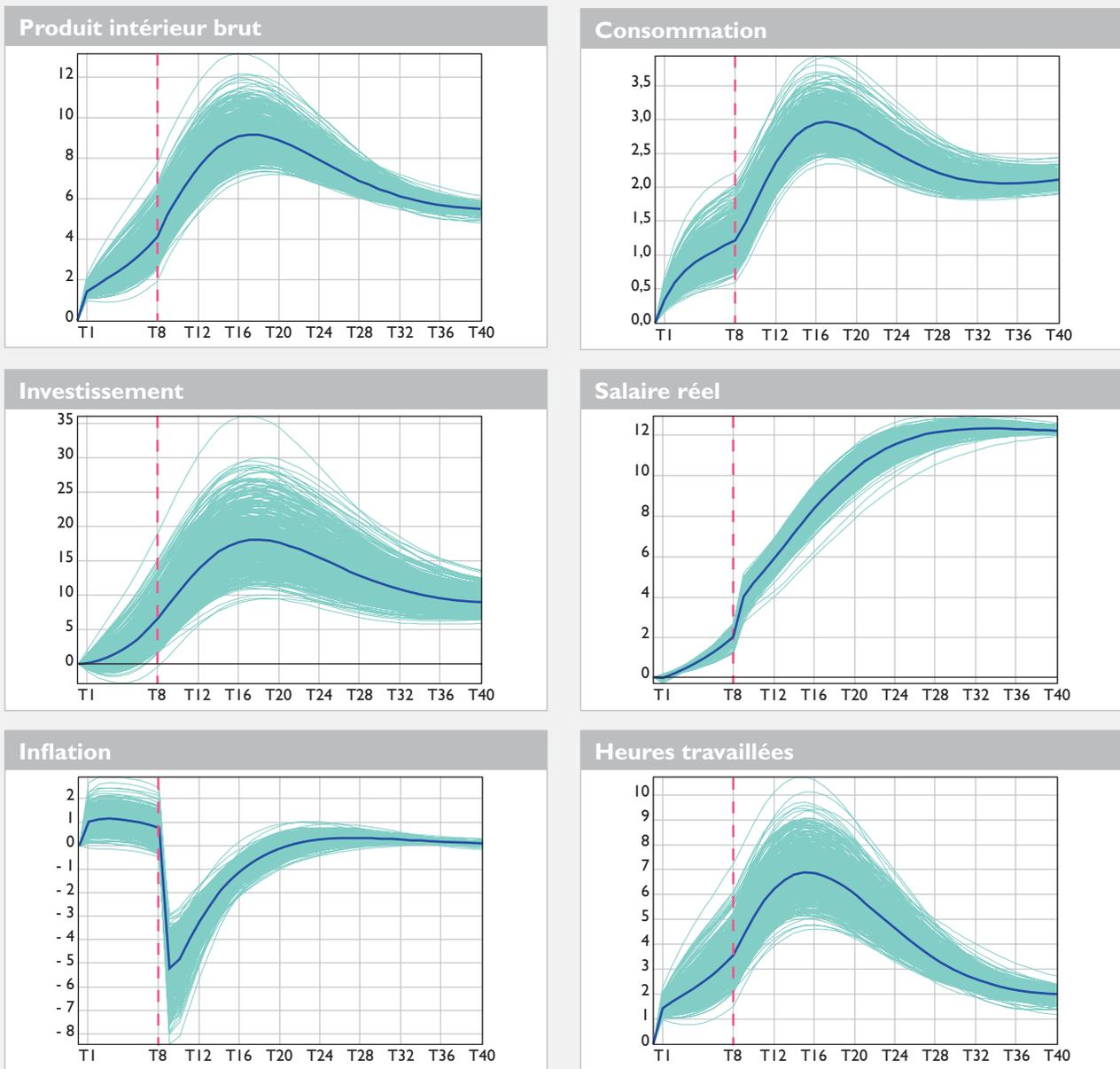
L'information des agents économiques sur les réformes en cours ou à venir est aussi cruciale. De façon à réduire les coûts d'ajustement à court terme, l'annonce à l'avance de prochaines réformes peut constituer une piste pertinente. C'est ce que montrent les simulations réalisées avec le modèle ACDM (2007). L'annonce, deux ans avant sa mise en œuvre effective, d'une déréglementation du marché des biens conduit les firmes à s'ajuster immédiatement, mais progressivement, compte tenu de l'existence de rigidités réelles (obstacle à une augmentation forte et brutale des effectifs et du stock de capital) et nominales (sur la formation des prix et des salaires, comme évoqué plus haut). Comme le montre l'encadré 3 ci-après, il s'ensuit à court terme une

<sup>5</sup> La présence de rigidités conduit à des fluctuations transitoires des variables réelles et notamment de l'emploi, sans modifier l'équilibre de l'emploi à long terme (cf. encadré 3). En l'absence de rigidités, l'économie atteint de façon plus rapide et plus directe sa cible de long terme, ce qui est préférable en termes d'utilité collective.

ENCADRÉ 3

**Simulation des effets d'une augmentation de la concurrence sur le marché des biens <sup>1</sup>**

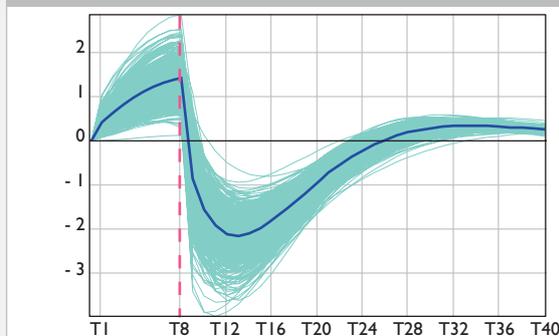
Les graphiques suivants représentent les réponses à une réforme du marché des biens simulées à la Banque de France à partir du modèle d'Adjémian et al. (2007), qui est un modèle d'équilibre général dynamique. Le modèle est estimé sur la zone euro à partir de données portant sur la période 1990-2005. Sous l'hypothèse de concurrence monopolistique, la valeur de l'élasticité-prix de la demande de biens, qui détermine le taux de marge des entreprises (« markup ») est proche des valeurs observées dans la littérature pour la zone euro. Par rapport à cette situation, on étudie les effets de l'annonce en T1 (trimestre 1) et à la mise en place en T8, soit deux ans après, d'un choc permanent de baisse du taux de marge (« markup ») des entreprises. Ce choc correspond à une baisse de dix points du taux de marge des firmes entre l'état stationnaire initial et l'état stationnaire final.



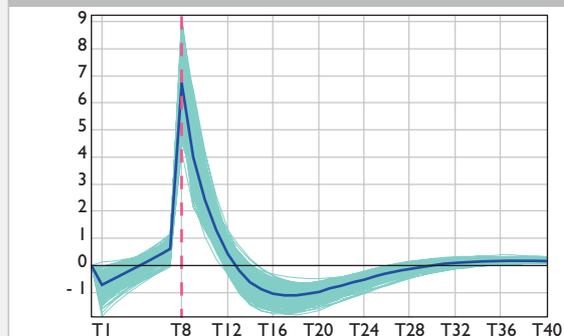
.../...

<sup>1</sup> Encadré réalisé par C. Cahn, A. Devulder et N. Maggjar

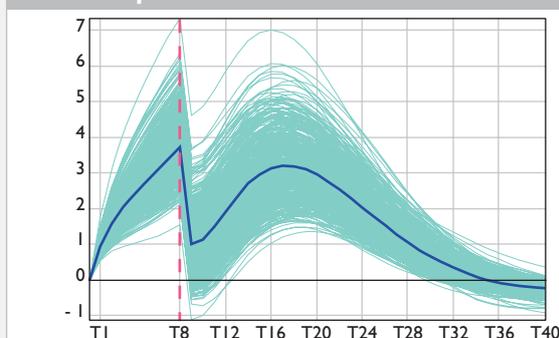
## Taux d'intérêt nominal



## Taux d'intérêt réel



## Écart de production



Notes : Les graphiques correspondant aux variables réelles représentent l'écart au niveau du compte central en %.

Pour les taux d'intérêt, il représente l'écart en points aux taux annualisés du compte central.

L'écart de production correspond à l'écart entre le PIB et le PIB potentiel en %.

La zone colorée représente les intervalles de confiance relatifs à l'incertitude dans l'estimation des paramètres du modèle.

## L'annonce de la réforme : de T1 à T8

Dès l'annonce de la réforme, et avant sa mise en œuvre, les firmes anticipent une réduction de leur pouvoir de monopole et mettent en place progressivement les capacités de production nécessaires. Les firmes optimisent le rythme d'accroissement de ces capacités en fonction de la présence de rigidités réelles sur l'utilisation des facteurs de production (travail et capital productif). La hausse de la demande de travail a pour effet d'inciter les ménages à négocier une augmentation de leur salaire réel, augmentation qui est aussi contrôlée par la présence de rigidités nominales. Cette augmentation des salaires réels a un effet positif sur la consommation des ménages. La hausse de la demande de capital productif a pour effet d'une part d'augmenter le taux de rémunération des ménages propriétaires du capital, entraînant à la hausse le taux d'utilisation des capacités de production (cette hausse est limitée par la présence d'un coût supplémentaire supporté par les ménages), et l'investissement (la présence d'un coût d'ajustement de l'investissement ralentit cette augmentation).

En outre, ces hausses du coût des facteurs de production (taux de salaire réel et taux de rémunération du capital) pèsent sur les marges des entreprises avant même la mise en place de la réforme. Afin de ralentir la dégradation de leurs profits, les entreprises répercutent partiellement ces hausses sur leurs prix, d'où de légères pressions inflationnistes entre T1 et T8. En réponse à ces pressions inflationnistes, l'autorité monétaire remonte progressivement le taux d'intérêt nominal jusqu'au choc, limitant ainsi la baisse du taux d'intérêt réel entre T1 et T8, ce qui a pour effet de lisser la hausse de la consommation. Au total, l'annonce de la réforme a un effet expansionniste sur l'économie et l'écart de production devient positif. Néanmoins, le surplus de croissance entraîne une légère dégradation de l'utilité instantanée des ménages, malgré la hausse de la consommation, car ceux-ci sont amenés à travailler plus.

## La mise en œuvre de la réforme : à partir de T8

L'augmentation de la concurrence (baisse exogène du taux de marge) provoque immédiatement une baisse des prix, les firmes étant contraintes de réduire leurs prix pour conserver leurs parts de marché. L'autorité monétaire réagit instantanément

en baissant le taux d'intérêt nominal. Comme elles l'ont fait par anticipation à l'annonce du choc, les firmes en concurrence monopolistique continuent à augmenter leur volume de production, et donc leur demande de travail et de capital productif. Ces demandes des firmes continuent donc à soutenir le salaire réel et le taux de rémunération du capital. La baisse de l'inflation provoque par ailleurs un saut mécanique du salaire réel en T9, juste après la réforme, le salaire nominal évoluant lentement en raison de la présence de rigidités. Au total, la consommation comme l'investissement s'en trouvent stimulés jusqu'en T16/T18. La dynamique de l'économie est donc expansionniste après le choc, avec une hausse de la production pendant deux ans.

La présence de rigidités dans le modèle provoque le surajustement des variables réelles de l'économie : après deux ans environ d'augmentation, consommation, travail, taux d'utilisation des capacités, investissement et donc PIB diminuent à nouveau lentement vers leur niveau du nouvel état stationnaire. Cette propriété permet au modèle de reproduire le profil en bosse (hump-shaped) caractéristique de la réponse des économies à ce type de chocs. On peut noter que la production potentielle augmente fortement au moment du choc, tandis que l'augmentation du PIB réel est contrôlée par la présence de rigidités sur les prix, ce qui provoque une baisse de l'écart de production en T8. Cependant, celui-ci reste positif pendant toute la dynamique transitionnelle vers le nouvel état stationnaire. Il se referme après environ trente-six périodes, soit sept ans après le choc. Enfin, l'utilité instantanée des ménages continue à se dégrader après la mise en place de la réforme et pendant deux ans, puis elle s'améliore à nouveau, l'effet négatif de la quantité d'heures travaillées égalisant la hausse de la consommation.

Pour conclure, la réforme du marché des biens a un effet expansionniste sur l'économie, avec, pour une baisse de taux de marge de dix points, un PIB supérieur à long terme au compte central de 5,3% et une hausse de la demande de travail de 1,8%, donc des créations d'emplois nettes. Malgré une dégradation temporaire dès l'annonce du choc, le bien-être des ménages, mesuré par la fonction d'utilité instantanée du modèle, retrouve au nouvel état stationnaire un niveau quasi identique à son niveau initial. Notons aussi que, dans ce modèle, les profits des entreprises sont intégralement redistribués aux ménages. La hausse de leur pouvoir d'achat à long terme est donc exclusivement liée à l'accroissement de la production de richesse.

pression plus forte sur les facteurs de production, les heures travaillées et l'investissement. Les tensions inflationnistes conduisent alors la Banque centrale européenne à relever transitoirement les taux d'intérêt à court terme. À partir de la date de la réforme, on observe au contraire un recul de l'inflation, qui conduit les autorités monétaires à annuler, et au-delà, la hausse précédente des taux d'intérêt. L'absence d'annonce anticipée de la réforme conduirait les agents économiques à accroître les facteurs de production à un rythme beaucoup plus rapide à court terme, avant de les réduire partiellement par la suite (phénomène de « bosse » sur les graphiques du PIB, de la consommation, de l'investissement et des heures travaillées).

## 2| Les expériences réussies

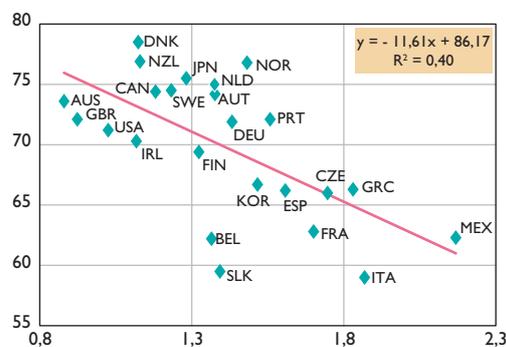
Après les résultats des modèles stylisés, nous passons en revue les expériences des pays de l'OCDE en matière de réformes structurelles.

## 2| I Une grande diversité de situations

Tout d'abord, s'agissant du marché du travail, sur la base d'une approche univariée et donc forcément simplificatrice, on observe une corrélation négative entre le taux d'emploi et la réglementation du marché des biens sur l'échantillon de pays considéré (cf. graphique 4). Les pays caractérisés par une plus

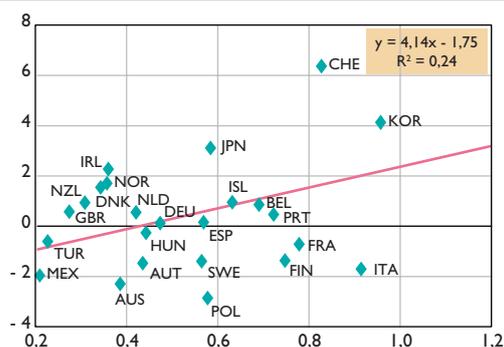
**Graphique 4 Réglementation du marché des biens et taux d'emploi**

(en ordonnées : Taux d'emploi, 2006 ; en abscisses : PMR, 2003)



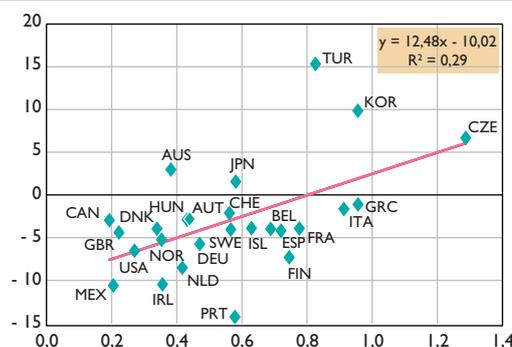
Source : OCDE

**Graphique 5 Réduction de la réglementation du marché des biens (PMR) <sup>a)</sup> (en abscisses) et taux de croissance annuelle de la productivité du travail (en ordonnées) (2003-1998, ensemble de l'économie)**



a) Intensité de la réduction de la réglementation = PMR 1998 - PMR 2003  
Source : OCDE

**Graphique 6 Réduction de la réglementation du marché des biens (PMR) <sup>a)</sup> (en abscisses) et taux de croissance de l'investissement (en ordonnées) <sup>b)</sup>**



a) Intensité de la réduction de la réglementation = PMR 1998 - PMR 2003  
b) Croissance annuelle de la FBCF (moyenne 2004-2002 - moyenne 1999-1997)  
Source : OCDE

faible réglementation du marché des biens affichent un taux d'emploi plus élevé.

S'agissant de la productivité du travail durant les dix dernières années, son rythme de progression annuel apparaît un peu plus soutenu dans les économies affichant une réduction de la réglementation du marché des biens mesurée par l'indicateur PMR : les pays qui ont le plus libéralisé leur économie ont connu une accélération légèrement plus forte de la productivité (cf. graphique 5).

On observe en outre que les pays ayant le plus allégé la réglementation sur le marché des biens ont aussi vu le taux de croissance annuel de l'investissement progresser un peu plus rapidement (cf. graphique 6). À cet égard, les travaux d'Alesina *et alii* (2005) ont montré que la réduction des barrières à l'entrée jouait un rôle très important.

Ce supplément d'investissement est à mettre en relation avec un impact de la réglementation du marché des biens sur le facteur travail, comme souligné par

**Tableau 3 Impact à long terme des réformes structurelles selon des travaux de l'OCDE**

Source	Méthode	Impact à long terme		
		Productivité globale des facteurs (PGF)	PIB/tête	Chômage
Bassanini et Duval, OCDE Working Paper n° 486, 2006	Abaisser de 10 % le coin fiscal			Taux de chômage abaissé de 2,8 % en moyenne dans l'OCDE
	Abaisser de 10 % les prestations chômage			Taux de chômage abaissé de 1,2% en moyenne dans l'OCDE
OCDE, Working Paper n° 432, 2005	Aligner les droits de douane, les restrictions à l'investissement étranger et l'indicateur de réglementation (PMR) sur les meilleures pratiques de l'OCDE		+ 3,5 % dans l'UE à 15	
Nicoletti et Scarpetta, OCDE, Working Paper n° 347, 2003	Ramener à la moyenne OCDE la part des entreprises publiques dans la valeur ajoutée	Taux de croissance annuel de la PGF : + 0,7 % dans certains pays européens		
	Ramener à la moyenne OCDE les barrières administratives et commerciales à l'entrée	Taux de croissance annuel de la PGF du secteur manufacturier : + 0,1 % à + 0,2 % dans certains pays européens		

Bertrand et Kramarz (2002). Ces auteurs montrent en effet, que la loi Royer de 1974 en France, qui a accru les obstacles à l'ouverture des grandes surfaces, a été responsable d'un ralentissement des créations d'emploi dans le secteur du commerce de détail.

Plus globalement, les simulations réalisées, notamment par l'OCDE, sur l'impact des réformes structurelles – sur le marché des biens ou du travail – en matière de productivité, de PIB par tête ou de chômage attestent des gains positifs obtenus à long terme (cf. tableau 3).

Concrètement, par exemple en Allemagne, le cycle des réformes engagées entre 2002 et 2005 sur le marché du travail (lois Hartz I à Hartz IV) ont réorienté la politique de l'emploi en faveur de la réinsertion des chômeurs et visé une augmentation de la population en âge de travailler. De fait, depuis début 2005, le chômage n'a cessé de diminuer en Allemagne (près de trois points de baisse). En Italie, des réformes structurelles ont été également envisagées plus récemment afin de supprimer les obstacles à la concurrence, concernant notamment la libéralisation des tarifs de plusieurs ordres professionnels ou l'exercice de certaines professions pour lesquelles la possession d'une licence est obligatoire.

Néanmoins, déréglementer les marchés pour améliorer les performances de l'économie, notamment en matière d'emploi, est plus efficace lorsqu'un certain nombre de conditions initiales peuvent être réunies.

## 2 | 2 L'importance des conditions initiales

L'existence de facteurs favorables en amont à la mise en place de réformes structurelles est considérée comme une condition à la réussite des réformes (voir en particulier les références citées par Høj *et al.*, 2006, par Duval *et al.*, 2005, ou par le FMI, 2003). Les autorités convaincues de la nécessité de réformer le fonctionnement de leur économie souhaiteront pouvoir réunir *ex ante* ces conditions facilitatrices.

Maximiser les chances de succès des politiques à venir suppose une stratégie pragmatique de nature à surmonter les résistances. En effet, l'incertitude qui peut entourer les gains à venir, comparée à la certitude des coûts apparaissant à court terme, alimente fréquemment la préférence pour la sécurité qu'offre l'absence de changement. Ce biais en faveur

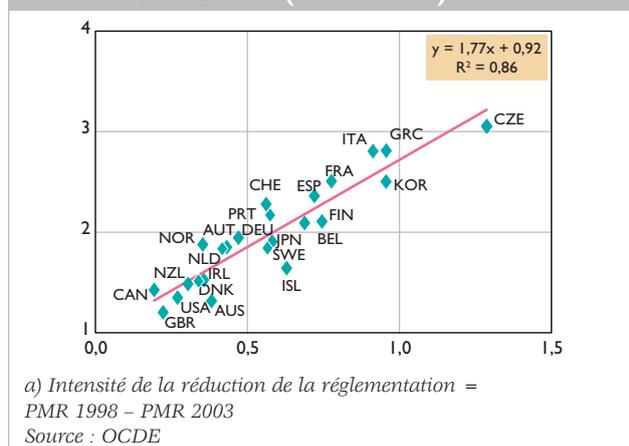
du *statu quo* est d'autant plus prononcé que les gains de long terme sont dilués ou répartis entre un grand nombre de bénéficiaires, alors que les coûts sont concentrés et supportés par une minorité.

La plupart des facteurs identifiés au cours des décennies passées comme étant favorables à la mise en œuvre de réformes structurelles sont cependant assez largement exogènes, au sens où ils ne dépendent que très marginalement des autorités nationales en place. On relève parmi ceux-ci, mais avec des preuves empiriques qui demeurent fragiles (Høj *et al.*, 2006 ; Duval *et al.*, 2005 ; Pitlik, 2003) :

- **la survenance de crises économiques** assez prononcées pour convaincre la majorité de l'opinion que la situation présente ne peut perdurer. La crise révèle l'échec des politiques présentes et indique, en aiguissant le sens de l'urgence, que la situation, devenue insoutenable, ne peut pas être pire. Les difficultés économiques rencontrées dans les années quatre-vingt par le Royaume-Uni et la Nouvelle-Zélande sont un facteur explicatif du choix des autorités de l'époque d'adopter une conduite déterminée, plutôt que négociée, dans la mise en place des réformes. On observe toutefois que les réformes sur le marché du travail sont en général rares en période de crises, les autorités semblant réticentes à l'idée d'affecter davantage encore la situation de salariés déjà touchés par des conditions économiques dégradées (FMI, 2004). À cet égard, le scénario le plus favorable est celui d'un cycle conjoncturel ascendant : après une période de ralentissement économique conduisant les électeurs à choisir un gouvernement favorable aux réformes, celui-ci bénéficie d'une conjoncture favorable permettant de mettre en œuvre les réformes. Empiriquement, cependant, sur la base de l'expérience récente des pays de l'OCDE, les réformes ont été d'autant plus aisées à mener que l'indicateur PMR se situait, en 1998, à un niveau déjà élevé, c'est-à-dire que les pays se trouvaient dans une situation déjà critique (cf. graphique 7) ;

- **l'effet de démonstration**, de contagion ou d'imitation des partenaires commerciaux ayant conduit des réformes avec succès : cette inspiration et le besoin de coordination des politiques économiques, souligné en première partie, peuvent être également alimentés par l'amélioration de la compétitivité des voisins due aux réformes engagées, la comparaison des expériences au sein d'organisations internationales ou la pression des pairs. Ceci permet de mieux comprendre le

**Graphique 7 Niveau de l'indice PMR en 1998 (en ordonnées) et réduction de la réglementation entre 1998 et 2003<sup>a)</sup> (en abscisses)**



caractère international et la synchronisation des réformes engagées depuis une trentaine d'années dans le monde ;

- **le degré d'ouverture, la taille et la spécialisation productive du pays** : une économie dépendante de l'extérieur, de dimension réduite et fortement exposée à un choc externe asymétrique aura besoin de pouvoir s'ajuster rapidement aux évolutions de son environnement ;

- **l'existence d'une ancre extérieure** : par exemple, la participation à une union monétaire ou douanière, le respect d'une cible pour le taux de change de la devise nationale ou tout engagement international (Acte unique européen en 1986 ou stratégie de Lisbonne en 2000) invite aux réformes afin de respecter les objectifs souscrits ;

- **la durée de vie institutionnelle prévisible de l'autorité détentrice du pouvoir décisionnel** : un horizon d'action dégagé, notamment en début de mandat électif, protège en principe davantage cette autorité contre les pressions éventuelles et le *lobbying* des coalitions ou des minorités qui se pensent affectées par ces réformes, que ne le serait une autorité en quête d'une réélection à brève échéance ;

- **une séparation et un équilibre des pouvoirs institutionnels**, empêchant tout à la fois l'exercice d'un droit de veto ou des décisions arbitraires, donc facilitant la gestion des conflits et la négociation au cours des

changements à venir. Certaines études (Persson, 2003) estiment qu'un scrutin majoritaire offre aux autorités une capacité à surmonter des blocages plus affirmée que celle issue d'un scrutin proportionnel, mais avec un risque de retour en arrière également plus important : le scrutin proportionnel permettrait ainsi d'adopter des réformes plus modérées et graduelles, avec une probabilité plus faible de remise en cause. Par ailleurs, le nombre de partis et la compatibilité de leurs idées programmatiques, notamment à propos de la résolution du dilemme équité sociale/efficacité économique, influencent la possibilité de créer des coalitions stables en faveur des réformes. Des coalitions trop récemment constituées ou peu prêtes à affronter des obstacles à venir semblent moins enclines à engager des réformes pouvant être mal perçues par certaines catégories de la population : dans ce cas, un gouvernement trouvera sa légitimité pour engager des réformes dans une majorité parlementaire soudée, ce qui peut être favorisé par un scrutin majoritaire plus que proportionnel ;

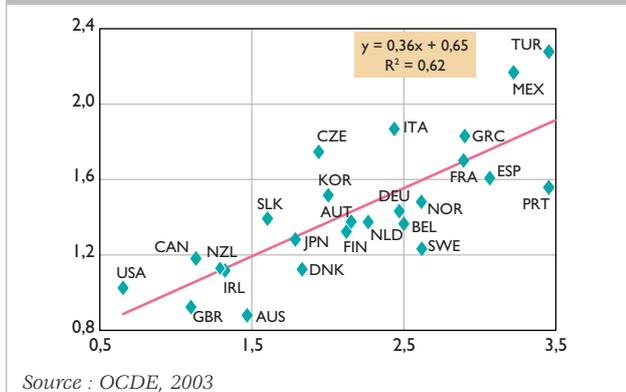
- **les facteurs démographiques** : une population de moyenne d'âge élevée, étant moins susceptible d'apprécier les gains attendus des réformes qu'une population plus jeune, sera moins favorable à des changements. À l'inverse (FMI, 2004), puisque la viabilité financière d'un système de retraite par répartition est confortée par une hausse de l'emploi et du taux de participation des actifs, qui génèrent des cotisations au profit des retraités, des réformes en ce sens du marché du travail peuvent également être souhaitées lorsqu'une part importante de personnes âgées compose la population.

Inversement, un nombre plus limité de conditions initiales favorables à la mise en place de réformes peuvent être qualifiées d'endogènes, au sens où elles dépendent au moins pour partie des capacités d'action des autorités nationales :

- **l'existence de finances publiques saines**, permettant notamment de financer des mesures compensatoires au profit des populations les plus exposées, à court terme, à un risque de baisse transitoire de leur revenu — à supposer toutefois que ces populations puissent être aisément identifiées. Ce choix d'accommoder fiscalement l'impact d'une réforme du marché du travail a ainsi été celui des Pays-Bas dans les années quatre-vingt-dix<sup>7</sup>. *A contrario*,

<sup>7</sup> Face à la difficulté politique de mener une réforme globale et rapide de tous les marchés, et en raison de la capacité de résistance des titulaires de « rentes », Delpla et Wyplosz (2007) proposent de racheter les « rentes » et de financer cette opération par emprunt, remboursé sur les vingt prochaines années. Cela pose toutefois le problème, pour un pays comme la France, d'un dépassement durable du critère de 60 % du ratio de dette publique/PIB fixé par le Traité de Maastricht.

Graphique 8 Corrélation EPL (en abscisses) – PMR (en ordonnées)



un effort en cours de consolidation des finances publiques risque de priver les autorités du soutien dont elles pourraient avoir besoin pour instaurer certaines réformes. C'est précisément pourquoi le Pacte de stabilité et de croissance, dans sa version révisée en 2005, tient compte, pour le plafond de déficit public/PIB, des efforts structurels d'assainissement des finances publiques lorsque la situation de ces dernières est analysée ;

• **L'existence d'effets de renforcement, de débordement ou d'entraînement** mutuellement profitables entre les types de réformes qui vont être lancées, comme évoqué en première partie. Empiriquement, on observe en effet (cf. graphique 8) une corrélation au sein de chaque État entre le degré de réglementation sur le marché des biens (PMR) et celle (EPL) prévalant sur le marché du travail (Nicoletti *et al.*, 2005).

## 2|3 Une stratégie claire

D'évidence, l'issue d'une même réforme varie avec les pays : c'est pourquoi l'ordre de priorité chronologique idéal, c'est-à-dire le séquençage optimal entre les réformes engagées sur le marché des biens et/ou celles promues sur celui du travail, ainsi que le meilleur dosage possible dans l'intensité des réformes dépendront de facteurs – pas seulement économiques – propres à chaque contexte national. Par exemple (Ernst *et al.*, 2006), accroître la flexibilité sur le marché du travail réduit le ratio de sacrifice, comme indiqué en première partie, mais augmente aussi le risque des ménages de connaître des phases de chômage.

Néanmoins, plusieurs faits stylisés peuvent être dégagés. Premièrement, comme suggéré par Blanchard et Giavazzi (2003, cf. *supra*), réformer d'abord les marchés des biens peut faciliter des réformes ultérieures sur le marché du travail. En effet (Brandt *et al.*, 2005, Duval *et al.*, 2005), augmenter la pression concurrentielle sur les marchés des biens réduit le pouvoir de marché des firmes installées, donc est susceptible de se traduire par une baisse des prix. Ceci stimule tant l'activité économique que la demande de travail et, augmentant ainsi les opportunités d'emploi, réduit l'inclination des salariés à vouloir défendre les règles régissant le fonctionnement du marché du travail.

Deuxièmement, la réforme du marché du travail, si elle fait suite à celle engagée sur le marché des biens, peut être plus efficace si elle concerne d'abord les contrats de travail temporaire (Høj *et al.*, 2006). Ainsi, comme s'y sont essayés l'Espagne et le Portugal au milieu des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix respectivement, un assouplissement des règles entourant les contrats de travail temporaire est susceptible d'accroître la part des embauches réalisées grâce à ce type de contrat, ce qui génère ensuite une plus large adhésion de l'opinion publique à l'idée qu'une réforme des contrats de travail permanent est souhaitable pour des raisons tant d'équité sociale que d'efficacité économique.

Troisièmement, au sein de la zone euro, le succès des réformes structurelles dépend, tout particulièrement pour les grands pays ou les économies les plus ouvertes, de la fixation d'objectifs communs (Tabellini *et al.*, 2004), d'incitations suffisantes en faveur des réformes (Nicoletti *et al.*, 2003) et de la coordination des autorités nationales dans la mise en place de ces politiques. Sur ce point, la stratégie de Lisbonne, définissant des objectifs partagés à des dates convenues, a constitué une étape importante sur la voie des réformes (Trichet, 2006).

Concrètement (Pisani-Ferry *et al.*, 2006), la définition d'un agenda des réformes à entreprendre – voire la nomination d'une personnalité nationale responsable de l'application de cet agenda –, la pression des opinions publiques, la comparaison en toute transparence des résultats obtenus par les différents pays et une information mutuelle entre les autorités (locales, nationales ou internationales) en charge de tel ou tel type de réformes sont les principaux garants du succès de ces dernières. Cependant, les

résultats à attendre d'une plus grande coordination des réformes structurelles ne doivent pas être surestimés (Duval *et al.*, 2005). En effet, chaque pays, en fonction de sa situation de départ, fait face à des défis qui appellent des réformes spécifiques, donc non standardisées : le consensus de l'opinion publique en faveur du changement (Eijffinger *et al.*, 2006) tout comme l'efficacité du système juridique sont des paramètres importants pour mesurer les chances de réussite des politiques à venir (Bertola, 2004). De même, les conséquences de ces réformes, du côté de

l'offre et de la demande, différeront selon les États, de sorte que les effets à attendre restent dans une certaine mesure incertains, à défaut d'engagement clair des autorités publiques en faveur des réformes. Enfin, une coordination trop contraignante des autorités nationales, sous la forme d'engagements internationaux très liants, peut, au contraire, avoir des effets négatifs si elle va à l'encontre du principe de subsidiarité, donc compromettre l'adhésion des opinions publiques et méconnaître les conditions – locales – du succès des politiques souhaitées.

*Mettre en place des réformes, en particulier, mais non uniquement, sur les marchés des biens et du travail, est donc la meilleure manière de relever le potentiel de croissance des économies et de limiter les risques d'inflation. Pour les pays de la zone euro plus spécifiquement, de telles réformes permettraient, dès lors qu'elles seraient mises en œuvre avec efficacité, de faire face dans les meilleures conditions aux exigences imposées par la globalisation des économies et l'arrivée de nouveaux acteurs émergents.*

*Toutefois, l'impact positif attendu de ces réformes à long terme doit, pour limiter les coûts éventuels à court terme, se traduire par une coordination des politiques menées sur les différents marchés et, dans une certaine mesure, entre les pays. En effet, l'absence de complémentarités entre les réformes et le risque d'un jeu non coopératif à l'échelle internationale ou d'un engagement insuffisant des autorités publiques pourraient réduire les gains à long terme attendus des réformes.*

## Annexe

### Impact de réformes structurelles sur le marché des biens (résultats des simulations menées à partir des modèles d'équilibre général)

Source	Calibration de la variante	Impact à long terme				
		Production	Consommation	Investissement	Heures travaillées	Ratio de sacrifice
Bayoumi, Laxton & Pesenti, <i>Discussion Paper</i> n° 4481, CEPR, 7/2004	Réduire le <i>markup</i> sur le marché des biens en zone euro : - 12 pts	Zone euro : + 8,6 % Reste du monde : + 0,7 %	Zone euro : + 4,9 % Reste du monde : + 1,0 %	Zone euro : + 17,0 % Reste du monde : + 0,5 %		Zone euro : le ratio passe de 2 à 1,7
Everaert & Schule, FMI, <i>Working Papers</i> n° 06/137 (marché des biens ( <i>traded</i> ) + services ( <i>non traded</i> ))	Réduire le <i>markup</i> sur le marché des biens en France : - 16 pts	France : + 8,9 %	France : + 6,4 %	France (stock de capital) : + 15,0 %	France : + 7,6 %	
Banque de France : ACDM (2007)	Réduire le <i>markup</i> sur le marché des biens en zone euro : - 10 pts	Zone euro : + 5,3 %	Zone euro : + 2,1 %	Zone euro : + 10 %	Zone euro : + 1,8 %	

NB : Les variantes portent sur le *markup* défini comme  $P = (1 + \mu) \text{CUT}$ , avec  $1 + \mu$  le taux de *markup* et CUT les coûts salariaux unitaires. Par exemple, une réduction du taux de *markup* de 1,3 à 1,2 apparaît comme une baisse de dix points.

## Bibliographie

- Adjémian (S.), Cahn (C.), Devulder (A.) et Maggiar (N.) (2007)**  
« Variantes en univers incertain », *Économie et Prévision*, n° spécial « Développements récents des DSGE », à paraître
- Alesina (A.), Ardagna (S.), Nicoletti (G.) et Schiantarelli (F.) (2005)**  
« Regulation and investment », *Journal of the European Economic Association*, 3 (4), p. 791-825, juin
- Barro (R.) (1996)**  
« Inflation and Growth », Federal Reserve Bank of Saint Louis, *Economic Review*, mai/juin
- Bassanini (A.) et Duval (R.) (2006)**  
« Employment patterns in OECD countries: reassessing the role of policies and institutions », OECD Economics Department Working Papers, n° 486, juin
- Bayoumi (T.), Laxton (D.) et Pesenti (P.) (2004)**  
« Benefits and spillovers of greater competition in Europe: a macroeconomic assessment », CEPR, *Discussion Paper*, n° 4481, juillet
- Bertola (G.) (2004)**  
« Labor market institutions in a changing world », *Moneda y Crédito*, 218, p. 61-98, mars
- Bertrand (M.) et Kramarz (F.) (2002)**  
« Does entry regulation hinder job creation? Evidence from the French retail industry », *Quarterly Journal of Economics*, novembre, p. 1369-1413
- Blanchard (O.) et Giavazzi (F.) (2003)**  
« Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets », *Quarterly Journal of Economics*, 118, p. 879-907
- Brandt (N.), Burniaux (J.-M.) et Duval (R.) (2005)**  
« Assessing the OECD jobs strategy: past developments and reforms », OECD Economics Department Working Papers, n° 429
- Burda (M.) et Wyplosz (C.) (1998)**  
« *Macroeconomics, a European text* », Oxford University Press
- Coffinet (J.), Matheron (J.) et Poilly (C.) (2007)**  
« Estimations du ratio de sacrifice dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, janvier
- Conway (P.), Janod (V.) et Nicoletti (G.) (2005)**  
« Product market regulation in OECD countries: 1998 to 2003 », OECD Economics Department Working Papers, n° 419, avril
- Delpla (J.) et Wyplosz (C.) (2007)**  
« La fin des privilèges : payer pour réformer », Hachette Littératures
- Duval (R.) et Elmeskov (J.) (2005)**  
« The effects of EMU on structural reforms in labour and product markets », OECD Economics Department Working Papers, n° 438, juillet
- Eijffinger (S.) et Rossi (A.) (2006)**  
« Structural reforms and growth: product and labor market deregulations », CEPR, *Discussion Paper*, n° 5988, décembre
- Ernst (E.), Gong (G.), Semmler (W.) et Bukevicuite (L.) (2006)**  
« Quantifying the impact of structural reforms », European Central Bank Working Paper Series, n° 666, Août
- Everaert (L.) et Schule (W.) (2006)**  
« Structural reforms in the euro area: economic impact and role of synchronization across markets and countries », IMF Working Paper WP/06/137, juin
- Freeman (R.) (2005)**  
« Labour market institutions without blinders: the debate over flexibility and labour market performance », NBER Working Paper, n° 11286, avril
- Høj (J.), Galasso (V.), Nicoletti (G.) et Dang (T.) (2006)**  
« The political economy of structural reform: empirical evidence from OECD countries », OECD Economics Department Working Papers, n° 501, juillet
- FMI (2003)**  
« Unemployment and labor market institutions: why reforms pay off? », *World Economic Outlook*, chapitre IV, avril

**FMI (2004)**

« *Fostering structural reforms in industrial countries*, *World Economic Outlook* », chapitre III, avril

**Layard (P.), Nickell (S.) et Jackman (R.) (1991)**

« *Unemployment: macroeconomic performance and the labour market* », Oxford University Press

**Nicoletti (G.) et Scarpetta (S.) (2003)**

« *Regulation, productivity and growth: OECD evidence* », OECD Economics Department Working Papers, n° 347, janvier

**Nicoletti (G.) et Scarpetta (S.) (2005)**

« *Product market reforms and employment in OECD countries* », OECD Economics Department Working Papers, n° 472, décembre

**OCDE (2005)**

« *The benefits of liberalising product markets and reducing barriers to international trade and investment* », *Working Papers*, n° 432

**Persson (T.) (2003)**

« *Consequences of constitutions* », NBER Working Paper, n° 10170

**Pisani-Ferry (J.) et Sapir (A.) (2006)**

« *Last exit to Lisbon* », Bruegel Policy Brief, 2006/2, mars

**Pitlik (H.) et Wirth (S.) (2003)**

« *Do crises promote the extent of economic liberalization?: an empirical test* », *European Journal of Political Economy*, vol. 19, p. 565-581

**Tabellini (G.) et Wyplosz (C.) (2004)**

« *Réformes structurelles et coordination en Europe* », rapport au Conseil d'Analyse économique, n° 51, novembre

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

« *How to elevate the potential growth rate of Europe* », Speech, Ludwig Erhard Lecture, Berlin, 16 octobre

# La directive sur les services de paiement

---

**Véronique MARGERIT**

*Direction des Systèmes de paiement et infrastructures de marché*

*Service de la surveillance des moyens de paiement scripturaux*

*Le Parlement européen a adopté, le 24 avril 2007, la directive sur les services de paiement pour laquelle le Conseil Ecofin avait préalablement approuvé une orientation générale lors de sa réunion du 27 mars 2007. Les États membres devront transposer ce texte dans leur législation nationale aussi rapidement que possible, et en tous les cas avant le 1<sup>er</sup> novembre 2009.*

*L'adoption de la directive par le Parlement européen constitue une étape décisive dans la réalisation de l'espace de paiements en euros ou Sepa (single euro payments area) en posant les bases juridiques nécessaires. Le texte prévoit une harmonisation maximale qui laissera peu de marges de manœuvre pour sa transposition en droit national mais facilitera la mise en œuvre opérationnelle des instruments de paiement européens par le secteur bancaire et leur adoption par les utilisateurs finaux.*

*Le texte harmonise, notamment, les informations qui devront être fournies à la clientèle des payeurs et des bénéficiaires, ainsi que les conditions de réalisation des services de paiement. Les délais et les modalités d'exécution ou de contestation des paiements seront ainsi identiques quel que soit le pays dans lequel résident les clients.*

*Une innovation importante de la directive consiste dans l'ouverture du marché des services de paiement à de nouveaux acteurs, les « établissements de paiement ». Ces derniers pourront, dans le cadre d'un statut spécifique, exercer cette activité aux côtés des établissements de crédit. Il appartiendra aux États membres de désigner les autorités en charge de l'agrément et de la supervision des établissements de paiement. À cet égard, la protection des utilisateurs de services de paiement comme l'égalité de traitement des différents acteurs financiers concernés militent pour que les fonctions d'agrément et de supervision soient confiées aux autorités bancaires (en France, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et la Commission bancaire).*

Mots-clés : Services de paiement, établissement de paiement, établissement de crédit, banque, statut, passeport, obligation d'information, autorisation des paiements, irrévocabilité, délai d'exécution, responsabilités des prestataires

Codes JEL : Gn, Rn

## I | Un nouveau cadre juridique pour les paiements en Europe

Aujourd'hui encore marqués par des spécificités nationales, les paiements scripturaux vont connaître de fortes évolutions au cours des prochaines années. La directive sur les services de paiement conduira en effet à une harmonisation des régimes juridiques existants au sein de l'Union européenne. Elle contribuera ainsi au développement du marché intérieur des paiements scripturaux.

### I | I Création d'un environnement juridique commun

#### Le concept de « services de paiement »

Le droit français actuel qualifie de « moyen de paiement scriptural » l'ensemble des opérations qui permet aux agents économiques de transférer les fonds dont ils disposent sur leurs comptes chez des intermédiaires financiers. Les moyens de paiement usuels sont le chèque, la carte de paiement, le virement et le prélèvement. Les moyens de paiement scripturaux reposent généralement sur la combinaison d'un instrument de paiement, servant à exprimer un ordre de paiement, et d'un dispositif technique et organisationnel de traitement de cet ordre.

La future directive ne reprend pas ce concept de « moyen de paiement scriptural » mais en introduit un nouveau, assez similaire, de « services de paiement ». Ceux-ci sont définis comme l'exécution d'un certain nombre d'opérations, dites « opérations de paiement », afin de permettre le transfert, par les intermédiaires financiers, des fonds remis par les utilisateurs, ces fonds pouvant être retirés par ceux-ci après l'exécution des opérations. Ils reposent généralement sur l'utilisation « d'instruments de paiement », qui sont définis, de la même manière qu'en droit français aujourd'hui, comme les dispositifs permettant aux clients de formuler des ordres de paiement.

Les services de paiement entrant dans le champ de la directive sont limitativement indiqués. Il s'agit des opérations de retrait et de dépôt d'espèces, des transactions réalisées à partir d'un compte ou d'une ligne de crédit (ce qui recouvre les paiements par carte, par virement, ou par prélèvement), des transferts de

fonds internationaux (ou « *money remittance* »), des transactions réalisées à partir de téléphones portables ou d'Internet et des activités d'émission d'instruments de paiement et d'acquisition des données liées aux transactions en découlant.

En revanche, le texte exclut de son champ les services de paiement reposant sur certains instruments se présentant sous forme papier. C'est le cas des chèques, des billets à ordre, des lettres de change et des mandats postaux. La directive ne pouvait en effet formuler des prescriptions pour ces instruments déjà régis par des conventions internationales qui sont d'une force juridique supérieure. D'autres instruments sous forme papier, comme les titres de service (par exemple en France les titres-restaurant) et les chèques de voyage, non réglementés au niveau international, ont également été exclus. Conformément au principe de subsidiarité, il reviendra à chaque État membre d'apprécier au plan national s'il souhaite appliquer les dispositions de la directive aux services de paiement non couverts par le texte.

Au contraire des dispositions françaises actuelles qui sont spécifiques à chaque moyen de paiement, le texte européen pose des règles en principe valables pour tous les services de paiement. Les transactions sont ainsi distinguées non pas selon les services auxquels elles correspondent, mais selon leur mode d'initiation. Quel que soit le service, l'initiation de la transaction ne peut en effet qu'être faite soit directement par le payeur (ce qui correspond en pratique aux virements), soit directement par le bénéficiaire lui-même (prélèvements) soit, enfin, par le payeur *via* le bénéficiaire (cas des paiements par carte). Une telle approche offre donc l'avantage de pouvoir englober facilement tout nouveau service qui, au-delà des innovations technologiques qu'il pourrait présenter, resterait immanquablement fondé sur ces modes d'initiation. En revanche, elle repose sur des principes généraux qui pourraient difficilement couvrir les spécificités de chaque instrument de paiement. Ce point devra donc faire l'objet d'une attention particulière pour la transposition en droit français.

Il convient enfin de souligner que la transposition de la directive aura une conséquence importante pour le droit français des paiements scripturaux. En France, ce sont aujourd'hui largement des règles professionnelles qui définissent les usages des moyens de paiement et il n'existe que peu de dispositions légales et réglementaires. À l'avenir, ce sera la loi ou

le règlement qui fixeront les principes applicables. Une étape essentielle de la transposition consistera d'ailleurs à déterminer quel est le niveau de norme requis par la Constitution française pour la reprise en droit français des différentes mesures prévues par la directive.

### La création d'une nouvelle catégorie de prestataires de services de paiement

Les paiements scripturaux sont généralement initiés à partir d'un compte de dépôt ou d'une ligne de crédit. Les prestataires capables de rendre ces services de paiement sont donc habituellement, de par la loi comme en France ou dans les faits comme dans la plupart des pays européens, des établissements de crédit. En France, la mise à disposition de la clientèle et la gestion de moyens de paiement constituent, depuis la loi bancaire de 1984, des opérations de banque (article L. 311-1 du *Code monétaire et financier*), au même titre que la réception de fonds du public et l'octroi de crédit. Cette activité est donc réservée aux établissements de crédit agréés par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI). D'autres institutions sont également autorisées à réaliser cette activité, comme le Trésor public, la Banque de France, la Caisse des dépôts et consignations et les Instituts d'émission d'Outre-mer. À titre exceptionnel, la mise à disposition et la gestion de certains moyens de paiement échappent à ce domaine réservé bancaire. C'est le cas notamment pour les titres de service (titres-restaurant, chèques emploi-service universels par exemple).

Une innovation importante de la directive consiste dans l'ouverture du marché des services de paiement à de nouveaux acteurs, les établissements de paiement, dont le statut est défini dans le Titre II. Les cinq autres catégories de prestataires de services de paiement autorisés à fournir des services de paiement correspondent à des établissements ou institutions déjà généralement habilités pour une telle activité : les établissements de crédit en vertu de la directive bancaire 2006/48/CE, les établissements de monnaie électronique de par la directive monnaie électronique 2000/46/CE, les offices de chèques postaux conformément à leur droit national, la Banque centrale européenne et les banques centrales nationales en vertu du Traité sur l'Union européenne et des droits nationaux, les autorités de l'État et les collectivités locales également selon les dispositions nationales.

## I | 2 Décloisonnement des marchés

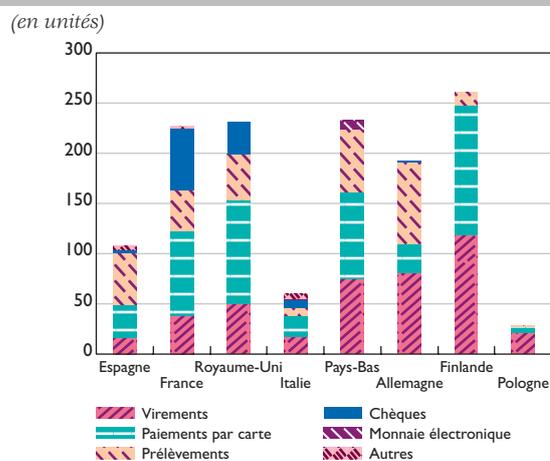
La directive s'inscrit dans le processus de construction d'un marché unique des paiements scripturaux en Europe. Aujourd'hui fortement cloisonnés, les marchés nationaux ont en effet, avec le projet Sepa (*single euro payments area*), vocation à devenir européens.

### Des marchés aujourd'hui essentiellement nationaux

L'introduction de l'euro fiduciaire, début 2002, a rendu possible pour les particuliers et les entreprises l'usage des mêmes pièces et billets dans tous les pays concernés. Il n'en va pas de même pour les paiements scripturaux qui ne sont pas réalisés aussi aisément en transfrontalier (entre deux pays différents) qu'à l'intérieur de chaque pays. En effet, non seulement les fonctionnalités des instruments de paiement varient d'un pays à l'autre, mais les systèmes de paiement utilisés par les acteurs financiers fonctionnent avec des formats de message différents et ne sont le plus souvent pas interconnectés. La très grande majorité des paiements scripturaux en Europe (98 % environ) est donc constituée aujourd'hui de paiements domestiques, seuls 2 % étant des paiements transfrontaliers.

Du fait de ce cloisonnement des marchés nationaux, les usages se sont développés différemment d'un pays à l'autre, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Le nombre annuel de paiements scripturaux par habitant

Nombre de paiements scripturaux par habitant et par an  
Année 2005



s'élève à 230 au Royaume-Uni et en France, alors qu'il est inférieur à 60 en Italie et en Pologne, pays se caractérisant par une plus forte utilisation des paiements en espèces. La part relative des différents instruments diffère également largement d'un pays européen à l'autre, selon les préférences d'usage des clients.

### La perspective de l'espace unique de paiement en euros – Sepa

Pour unifier le marché des paiements en euro, il était donc nécessaire, d'une part, de remplacer les moyens de paiement actuels par de nouveaux moyens de paiement européens et, d'autre part, de faire en sorte que les systèmes de paiement soient en mesure d'acheminer efficacement les opérations à l'ensemble des établissements teneurs de comptes. À cette fin, les principales banques européennes, réunies au sein du Conseil européen des paiements (*European Payments Council* – EPC), ont lancé en 2002 le projet Sepa. L'EPC a fait porter ses efforts sur les trois moyens de paiement les plus utilisés : le virement, le prélèvement et la carte de paiement, pour lesquels de nouvelles règles et normes techniques ont été arrêtées. Les nouveaux moyens de paiement européens seront mis à disposition de la clientèle par les banques à partir de 2008 et ils remplaceront progressivement les moyens de paiement existant à partir de 2010.

Dans le domaine juridique, l'harmonisation des règles applicables aux moyens de paiement apportée par la directive constituera une contribution importante au projet Sepa. Les informations à fournir aux utilisateurs, les modalités de contestation des paiements et les responsabilités associées seront similaires d'un pays à l'autre, ce qui devrait contribuer à éviter les conflits de loi préjudiciables à la sécurité juridique des paiements. Les acteurs du marché ont souligné l'importance qu'ils accordaient à la transposition rapide du texte dans les droits nationaux afin de pouvoir respecter le planning du projet Sepa. Les différences entre les droits nationaux seront fortement réduites mais pourront néanmoins subsister. En effet, la directive, bien que d'harmonisation dite « maximale », laisse certaines marges de manœuvre aux États pour sa transposition. Le texte laisse également, dans certains cas, une marge de manœuvre contractuelle, par exemple concernant la façon dont est donné le consentement à un paiement, ou les possibilités qui sont ouvertes aux clients de revenir sur ce consentement.

Il est aussi à noter que les périmètres respectifs de la directive et du projet Sepa ne sont pas tout à fait identiques. Le périmètre géographique de Sepa est plus large que celui de la directive : celle-ci portera sur le territoire de « l'Espace économique européen » (EEE)<sup>1</sup>, alors que Sepa couvre également la Suisse. En revanche, Sepa concerne uniquement les transactions en euros, alors que la directive s'applique en principe à toutes les monnaies de l'Union européenne (et, par extension, de l'EEE). Les deux projets ont cependant été étroitement coordonnés de façon que la directive réponde en priorité aux besoins du projet Sepa. Ainsi, alors que la proposition de directive faite par la Commission européenne concernait initialement toutes les transactions pour lesquelles au moins un prestataire de services de paiement se situait dans l'EEE (« *one-leg* »), le choix a finalement été fait de restreindre le champ uniquement aux transactions « *two-legs* » (c'est-à-dire pour lesquelles le prestataire du payeur et le prestataire du bénéficiaire sont dans l'EEE), conformément à la logique suivie par Sepa.

## 2 | De nouveaux acteurs non bancaires : les établissements de paiement

Une innovation importante de la directive consiste dans l'ouverture du marché des services de paiement à de nouveaux acteurs, les « établissements de paiement ». Ces derniers pourront dans le cadre d'un statut allégé exercer cette activité aux côtés des établissements de crédit. Les établissements de paiement pourront de plus exercer d'autres activités, complémentaires aux services de paiement.

### 2 | I Un encadrement prudentiel allégé

#### Exigences

Proposer des services de paiement constitue une activité sensible qui induit un certain nombre de risques pour l'établissement exerçant cette activité : risques opérationnels, risques de réputation, voire risques de faillite, pouvant avoir des effets sur la confiance générale du public vis-à-vis de ces services.

<sup>1</sup> Les textes de cette nature sont habituellement étendus, au-delà de l'Union européenne, à l'Islande, au Lichtenstein et à la Norvège, en vertu d'accords internationaux.

La directive prévoit un certain nombre d'obligations à la charge des établissements de paiement pour favoriser une gestion saine et prudente et limiter ces risques. Cet ensemble d'obligations, qualifié de « statut », s'inspire des principes généraux applicables aux établissements de crédit, mais de façon allégée.

Comme pour les établissements de crédit, les entités qui souhaiteront proposer des services de paiement devront préalablement obtenir un agrément. Un dossier d'agrément comprenant les informations suivantes devra être soumis aux autorités compétentes pour décision dans les trois mois : programme d'activités, plan d'entreprise, mécanismes de contrôle interne, organisation structurelle, identité des personnes détenant directement ou indirectement une participation qualifiée dans le capital, identité des directeurs et des gestionnaires et preuve de leur capacité et honorabilité, statut juridique et adresse du siège. Les établissements de paiement devront être des personnes morales. Selon les principes du marché intérieur, leur agrément les autorisera à fournir des services de paiement dans l'ensemble de la Communauté grâce au mécanisme du passeport européen, soit en libre prestation de services, soit dans le cadre du droit d'établissement. Ceci devrait faciliter le développement d'établissements de paiement intervenant non seulement au niveau national, mais dans toute l'Union européenne, ce qui répond à l'ambition du projet Sepa.

Les établissements de paiement seront soumis à des exigences en capital. Le capital requis est cependant plus faible que celui applicable aux établissements de crédit. Aujourd'hui, pour pouvoir recevoir du public des dépôts ou d'autres fonds remboursables et octroyer des crédits pour leur propre compte, les établissements de crédit doivent disposer d'un capital minimum de cinq millions d'euros. Les États membres peuvent cependant, sous certaines conditions, accepter un capital minimum d'un million d'euros. En ce qui concerne les établissements de paiement, le capital requis dépendra des services de paiement proposés : 20 000 euros pour les seules activités de transfert de fonds internationaux, 50 000 euros pour les paiements réalisés à partir de téléphones portables ou d'Internet et 125 000 euros pour les autres services couverts par la directive (tenue de comptes de paiement, exécution de virements, de prélèvements, de paiements par cartes, etc.).

Au-delà des niveaux de capital requis au moment de l'agrément, le texte prévoit des exigences permanentes en capital que les établissements doivent respecter à tout moment, en fonction de leur activité. Ici aussi, les niveaux prévus pour les établissements de paiement sont moins élevés que pour les établissements de crédit. Ces derniers doivent en effet détenir à tout moment un niveau minimal de fonds propres destiné à maintenir leur solvabilité vis-à-vis de leurs engagements pondérés en fonction de la nature juridique du débiteur, de la localisation du risque et de la durée des engagements. Les établissements de paiement devront quant à eux détenir à tout moment des fonds propres dont la méthode de calcul sera choisie par les autorités en charge de leur supervision, parmi les trois méthodes proposées dans la directive. Les fonds propres pourront ainsi être calculés à partir des frais généraux de l'établissement (méthode A <sup>2</sup>), à partir du montant des opérations de paiement qu'il a exécutées (méthode B <sup>3</sup>) ou encore à partir de ses produits d'exploitation (méthode C <sup>4</sup>). Les autorités compétentes disposeront, de plus, de la possibilité de faire varier ces exigences en capital de 20 % à la hausse ou à la baisse. Les niveaux de capital initial constitueront un seuil minimal.

Les exigences en capital sont, de plus, complétées par une protection des fonds remis par les utilisateurs en cas de faillite de l'établissement. Selon la directive 94/19/CE, les établissements de crédit doivent aujourd'hui adhérer à un système de garantie des dépôts qui permet d'indemniser les déposants jusqu'à 20 000 euros dans un délai de trois mois. Le nouveau texte instaure un mécanisme de protection des fonds remis par les utilisateurs également pour les établissements de paiement, mais ce dispositif n'est obligatoire que pour les établissements dits « hybrides », c'est-à-dire exerçant à la fois des services de paiement et d'autres activités (grande distribution, télécommunications par exemple). Au choix des États membres ou des autorités compétentes, ce mécanisme pourra consister soit en un cantonnement des fonds sur les livres de l'établissement de paiement et leur isolement en cas de faillite, soit en une garantie financière. Les États membres ou les autorités compétentes pourront étendre ce mécanisme prévu pour les établissements « hybrides » à l'ensemble des établissements de paiement. À l'inverse, ils

2 Méthode A : 10 % des frais généraux de l'année précédente

3 Méthode B : montant des opérations au cours de l'année précédente, divisé par 12, multiplié par un pourcentage allant de 4 % à 0,5 % selon les tranches de montants et multiplié par un facteur allant de 0,5 à 1 selon les services de paiement concernés

4 Méthode C : produits d'exploitation de l'année précédente, multipliés par un pourcentage allant de 10 % à 1,5 % selon les tranches, multipliés par un facteur allant de 0,5 à 1 selon les services de paiement concernés

pourront limiter l'application de celui-ci uniquement lorsque le montant des fonds dépasse 600 euros par utilisateur.

Le texte ménage enfin une marge de souplesse pour les plus petits établissements, définis comme ceux dont les opérations de paiement ne dépassent pas trois millions d'euros par mois, en laissant aux États membres la possibilité de leur accorder des dérogations. Les entités concernées ne bénéficieront pas, dans ce cas, du passeport européen. Les États membres pourront de plus restreindre le champ des activités qu'elles pourront exercer. Cette disposition concourt ainsi à l'équilibre d'ensemble du texte, en permettant une flexibilité pour les établissements entrant sur le marché ou pour ceux dont l'activité est limitée.

### Autorités compétentes

La directive requiert des États membres qu'ils désignent les autorités compétentes en matière d'agrément et de supervision des établissements de paiement, en vertu du principe de subsidiarité. Ces autorités devront présenter des garanties d'indépendance suffisantes et être en mesure d'exercer les pouvoirs qui leur sont dévolus. Les autorités compétentes pourront notamment demander aux établissements de paiement toute information nécessaire, procéder à des inspections auprès de ceux-ci, de leurs agents, succursales ou sous-traitants, émettre des recommandations, des actes administratifs contraignants ou des sanctions, suspendre ou retirer l'agrément. Leurs contrôles devront cependant être proportionnés aux risques auxquels les établissements de paiement sont exposés. À cet égard, la protection des utilisateurs de services de paiement comme l'égalité de traitement des différents prestataires concernés militent pour que l'agrément et la supervision des établissements de paiement soient confiés aux autorités bancaires (en France, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et la Commission bancaire).

Par ailleurs, les autorités de surveillance en charge de la sécurité des moyens de paiement, c'est-à-dire les banques centrales, pourront quant à elles être consultées au moment de l'agrément, sans préjudice des compétences de l'Eurosystème en matière de surveillance reconnues par l'article 105-2 du Traité sur l'Union européenne. Des échanges d'information entre autorités sont également prévus.

## 2 | 2 Une large palette d'activités

Au-delà des services de paiement, les établissements de paiement pourront exercer un certain nombre d'autres activités. Ils pourront tout d'abord proposer certaines formes de crédit liées aux paiements. Ils pourront ainsi fournir des garanties d'exécution de paiement qui, notamment dans le domaine des cartes, sont essentielles à leur acceptation par les commerçants, ainsi assurés du paiement final. Les établissements de paiement pourront de plus proposer d'autres types de crédits, mais de façon plus limitée que les établissements de crédit. Cette possibilité sera en effet contrainte par le fait que les fonds remis par la clientèle au titre de services de paiement ne pourront pas être utilisés pour octroyer les crédits. De plus, les crédits devront rester accessoires aux services de paiement, de durée inférieure à un an et non renouvelables. Ceci permet notamment de couvrir les crédits générés par les cartes de paiement à débit différé, ainsi que les cartes de crédit à la consommation de courte durée.

Les établissements de paiement ne seront par ailleurs pas soumis au même principe de spécialité que celui qui s'applique aujourd'hui aux établissements de crédit. À côté de leurs activités de paiement, ils pourront ainsi exercer d'autres activités. Ceci induit des risques accrus pour les établissements de paiement dont la stabilité financière pourrait être mise en danger par ces autres activités. Une faillite pourrait ainsi être provoquée du fait des activités en question et avoir des conséquences sur les fonds remis par les utilisateurs. Les autorités compétentes pourront cependant exiger de ces établissements « hybrides » la constitution d'une entité séparée pour leurs activités de paiement afin de limiter ce risque.

Les établissements de paiement pourront sous-traiter une partie de leur activité de paiement à des « agents », alors que les établissements de crédit ne peuvent déléguer ce type d'activité qu'à des entités qui sont elles-mêmes agréées. En outre, un même agent pourra être délégataire pour le compte de plusieurs établissements de paiement. Par ailleurs, comme pour les établissements de crédit, les établissements de paiement pourront confier certaines fonctions de nature technique ou opérationnelle à des sous-traitants. Selon l'importance de ces fonctions, le texte prévoit que la délégation ne doit pas remettre en cause la

qualité du contrôle interne et la capacité des autorités compétentes à contrôler le respect des obligations pesant sur l'établissement de paiement.

L'objectif d'ouverture du marché des paiements à une plus grande concurrence a, enfin, conduit à définir pour les établissements de paiement un droit d'accès aux principaux systèmes de paiement qui permettent le transfert des opérations entre établissements. Les règles d'accès à ces systèmes devront ainsi être non-discriminatoires entre prestataires de services de paiement agréés et proportionnées aux risques. Ceci ne vaut toutefois pas pour l'accès aux systèmes de paiement notifiés en vertu de la directive 98/26/EC du fait de leur importance systémique, ni pour l'accès aux systèmes dits « propriétaires » (systèmes mis en place au sein d'un groupe ou systèmes gérés par un seul prestataire de services de paiement), dont la vocation n'est pas de s'ouvrir à tous. En pratique, ce sont donc principalement les systèmes de cartes interbancaires qui seront soumis à cette obligation de libre accès, de même que les accords européens mis en place actuellement dans le cadre de Sepa pour le paiement par prélèvement et par virement.

### 3| Harmonisation des règles applicables aux transactions de paiement

Au-delà de l'encadrement harmonisé des nouveaux acteurs présents sur le marché des paiements, l'évolution vers un marché unique européen passe également par la définition de règles communes pour l'ensemble des transactions de paiement, quel que soit le statut du prestataire. La directive fixe les obligations d'information à la charge des prestataires vis-à-vis de leurs clients, ainsi que les modalités d'autorisation et d'exécution des paiements. Une certaine flexibilité est cependant offerte soit aux États membres dans le cadre de leur transposition nationale, afin de prendre en compte les spécificités des différents marchés, soit aux prestataires et utilisateurs dans leurs relations contractuelles.

#### 3 | I Obligations d'information

Les obligations à la charge des intermédiaires financiers pour l'information de leurs clients sont généralement

de deux ordres. D'une part, elles concernent les conditions contractuelles relatives aux comptes tenus par les intermédiaires financiers ou aux instruments de paiement. D'autre part, elles portent sur l'exécution des paiements réalisés dans le cadre de ces contrats. L'enjeu est d'assurer la protection des clients tout en évitant une surcharge d'informations.

Un certain nombre de textes, de valeur plus ou moins contraignante, existaient déjà au niveau européen dans ce domaine. Pour les cartes de paiement, la recommandation 87/598/CEE proposait, ainsi dès 1987, un code européen de bonne conduite, tandis que la recommandation 88/590/CEE concernait les relations entre les titulaires et les émetteurs de cartes. La directive 97/5/EC fixe également des obligations d'information pour les virements transfrontaliers. Les dispositions prévues en matière d'information dans la directive ont donc, hormis quelques cas précis, fait rapidement l'objet d'un consensus entre les États membres.

Conformément à son objectif général de ne pas distinguer selon les instruments de paiement dans ses articles, la directive fixe en la matière des principes généraux valables pour tous les instruments. Elle distingue deux cas : soit il s'agit d'opérations isolées, c'est-à-dire ne faisant pas l'objet de contrats-cadre (comme les transferts de fonds internationaux), et les obligations d'informations sont alors allégées ; soit les opérations sont réalisées de façon récurrente sur la base de contrats cadre (comme les contrats cartes ou les prélèvements) et les prestataires de services de paiement doivent dans ce cas fournir un ensemble d'informations plus détaillées, dans la ligne de ce qui existe déjà aujourd'hui en droit français.

Les modalités de modification et de résiliation du contrat-cadre, particulièrement importantes pour la protection des utilisateurs, sont de plus encadrées par la directive. Elles s'appliqueront y compris aux « comptes de paiement » qui sont tenus par le prestataire de services de paiement au nom de la clientèle. Toute modification du contrat-cadre doit ainsi être communiquée à l'utilisateur au moins deux mois avant sa date d'entrée en vigueur, au lieu de trois mois actuellement pour les conventions de compte de dépôt en droit français. Les parties peuvent convenir que l'acceptation de la modification peut être réputée acquise à l'issue du délai en l'absence de réponse de l'utilisateur. L'utilisateur a alors le droit de résilier son contrat sans frais, ce qui est plus protecteur que les

dispositions françaises actuelles sur les conventions de compte de dépôt où cette possibilité de résiliation sans frais n'est prévue que pour les modifications substantielles des conditions tarifaires. La résiliation du contrat-cadre par l'utilisateur pourra, quant à elle, se faire à tout moment à moins que les parties n'aient convenu d'un délai de notification. Elle n'entraînera aucun frais pour les contrats supérieurs à un an ou à durée indéterminée après l'expiration d'une période d'un an. Les États membres pourront, de plus, prévoir des dispositions plus favorables aux utilisateurs concernant ces modalités de résiliation des contrats.

Après l'exécution des opérations, les prestataires de services de paiement devront enfin fournir à leurs clients un certain nombre d'informations. La périodicité de ces informations relèvera du domaine contractuel, alors que la loi française prévoit actuellement une information au moins mensuelle pour les comptes de dépôt. Ceci pourra cependant être conservé au moment de la transposition puisque les États membres pourront fixer cette périodicité à une fois par mois.

Il convient de noter que l'ensemble de ces informations devront être fournies sans facturation additionnelle aux clients. Seules certaines exceptions contractuelles sont autorisées : en cas d'informations additionnelles ou plus fréquentes ou en cas de résiliation de contrats-cadre inférieurs à un an. Les frais devront alors être appropriés et en lien avec les coûts réels supportés par le prestataire de services de paiement.

La possibilité de moduler les prix de vente des biens ou des services en fonction de l'instrument de paiement utilisé, communément appelée « *surcharging* », est par ailleurs introduite par la directive. Si cette pratique n'est pas formellement interdite par la réglementation française actuelle, elle ne s'est, jusqu'à présent, jamais développée sur le marché français. En cas de *surcharging*, le bénéficiaire ou le prestataire de services de paiement aura l'obligation d'en informer le payeur préalablement au paiement. Le *surcharging* vise à promouvoir auprès des utilisateurs les instruments de paiement scripturaux les moins coûteux, mais il a été souligné que cette pratique pourrait avoir des effets inattendus ou contre-productifs. Une certaine souplesse a donc été laissée aux États membres qui pourront interdire ou limiter le droit de procéder à une telle modulation.

## 3 | 2 Autorisation et exécution des transactions

Au-delà de l'information sur les transactions, la future directive fixera également les principes applicables à l'exécution des transactions elles-mêmes. On peut distinguer les règles qui concernent l'autorisation des transactions, ainsi que les contestations possibles dans le cas où celle-ci n'est pas respectée, et les règles qui concernent l'exécution de ces transactions par les prestataires de services de paiement, ainsi que les responsabilités qui lui sont associées.

### Autorisation et contestations

Du fait des transferts de fonds qu'elle implique entre agents économiques, une transaction de paiement doit tout d'abord être autorisée par l'agent dont le compte est débité (le payeur), avant d'être exécutée par l'intermédiaire. La directive donnera dans ce domaine une grande liberté contractuelle aux parties au paiement : l'autorisation pour une opération ou pour une série d'opérations de paiement peut être donnée par le payeur avant ou après exécution de l'opération, dans les formes convenues entre les parties.

Le texte fixe ensuite les règles en matière d'irrévocabilité des ordres de paiement. Selon ce principe, une fois qu'un ordre de paiement a été donné par un payeur, il ne peut être retiré ensuite. Il s'agit d'un principe fondamental à la sécurité juridique du paiement puisqu'il garantit au bénéficiaire qu'il recevra bien les fonds en question. Il peut cependant varier selon les paiements concernés. Dans le cas des cartes, il est en France considéré comme particulièrement important puisque la transaction de paiement s'effectue bien souvent en contrepartie de biens et services fournis par le bénéficiaire. Dans le cas des virements ou des prélèvements, l'essentiel pour le prestataire est de pouvoir traiter cette révocation avant la présentation de l'ordre et le transfert des fonds correspondants dans les systèmes d'échange existant entre les prestataires.

C'est pourquoi la directive fixe l'irrévocabilité du paiement à différents moments selon les instruments : pour les cartes, l'ordre devient irrévocable dès lors qu'il a été transmis par le payeur au bénéficiaire ; pour les

prélèvements, l'irrévocabilité a lieu la veille du jour où les fonds seront transférés entre les prestataires ; dans les autres cas (notamment les virements), l'ordre devient irrévocable à partir du moment où il a été reçu par le prestataire de services de paiement du payeur. Contrairement à la conception française où l'irrévocabilité est posée dans la loi pour les paiements par carte (article L. 132-2 du *Code monétaire et financier*), la directive prévoit la possibilité de déroger contractuellement à cette irrévocabilité. Dans ce cas, les prestataires pourront facturer ce service à leurs utilisateurs.

Dans les cas où des transactions auraient été réalisées sans qu'elles aient fait l'objet d'une autorisation (cas de perte, vol ou fraude) ou d'un ordre de paiement direct (par exemple pour les prélèvements), des possibilités de contestation doivent être aménagées pour les utilisateurs. Par rapport à la situation française actuelle, le texte ouvre plus largement ces possibilités de contestation, ce qui permettra une meilleure protection des utilisateurs notamment pour les transactions réalisées au sein de la zone Sepa.

Les transactions « non autorisées », suite à une perte, un vol ou une fraude, pourront ainsi être contestées dans un délai particulièrement étendu, égal à treize mois après la date de débit en compte (contre un délai légal de soixante-dix jours, qui peut être étendu à cent-vingt jours contractuellement, pour les cartes actuellement en France), à moins que l'information nécessaire n'ait pas été fournie conformément aux dispositions de la directive. La charge de la preuve a de plus été inversée, puisqu'elle repose sur le prestataire de services de paiement. Celui-ci doit rembourser immédiatement le payeur du montant de la transaction et rétablir le compte de paiement dans l'état où il se serait trouvé si la transaction n'avait pas eu lieu. Des indemnités financières complémentaires pourront également être prévues par voie contractuelle. Le payeur pourra cependant supporter une perte plafonnée à 150 euros avant notification à son prestataire de services de paiement de la perte, du vol de son instrument de paiement ou de fraude sur celui-ci. Ces dispositions sont, en cas de fraudes réalisées à partir de cartes de paiement, moins favorables aux utilisateurs que les dispositions françaises actuelles en vertu desquelles les utilisateurs ne voient pas aujourd'hui leur responsabilité pécuniaire engagée. Le montant de 150 euros prévu par la directive pourra cependant être réduit par les États membres au moment de la transposition, ce qui permettra, le cas échéant, de conserver en France la réglementation

particulièrement protectrice en matière de fraudes sur les cartes de paiement. Par ailleurs, le payeur supporte en tout état de cause la totalité des pertes occasionnées en cas de comportement frauduleux ou de négligence de sa part.

Pour les transactions initiées par ou *via* le bénéficiaire sur la base d'une autorisation donnée sans indication du montant exact de l'opération de paiement (comme pour les prélèvements ou certains paiements par cartes, par exemple pour réservation d'une chambre d'hôtel), le payeur pourra, de plus, les contester si le montant excède ce à quoi il aurait raisonnablement pu s'attendre, ceci dans un délai de huit semaines après la date du débit en compte (ce qui correspond au droit français actuel). Les contestations pourront, en outre, être largement ouvertes contractuellement dans le cas des prélèvements. Dans un délai de dix jours ouvrables, le prestataire de services de paiement devra alors soit rembourser le montant total de l'opération, soit justifier son refus de rembourser en indiquant alors l'organisme que le payeur peut saisir s'il le souhaite.

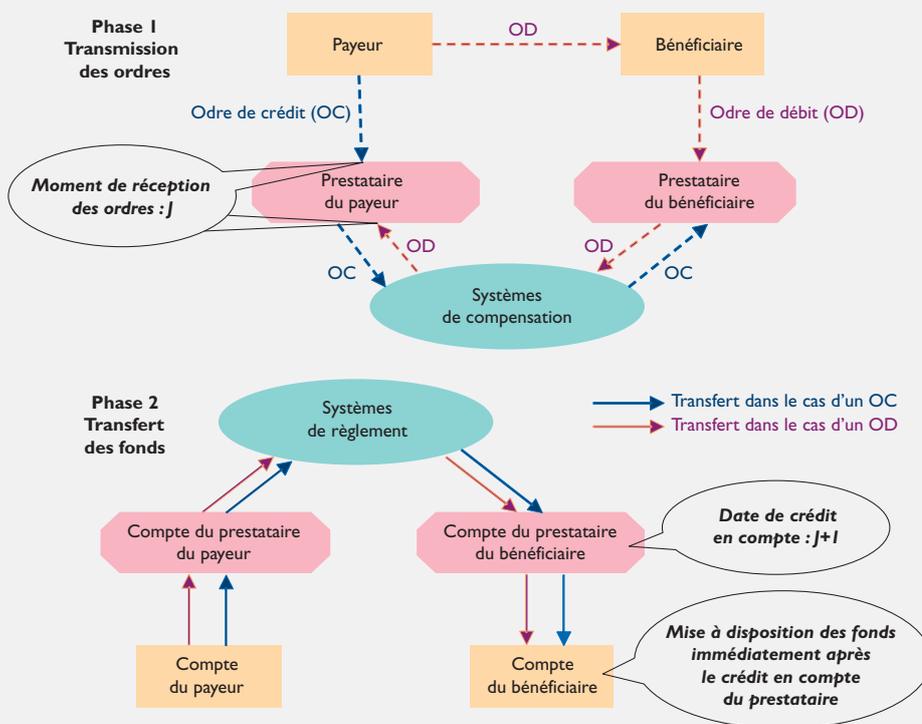
## Exécution et responsabilités

Une fois autorisées par le payeur, les transactions de paiement sont ensuite exécutées par les prestataires de services de paiement sous leur responsabilité, afin d'assurer le paiement final du bénéficiaire. Pour la première fois, le texte européen encadre l'exécution des paiements par un certain nombre de délais visant à en accélérer le processus, tout en laissant une certaine flexibilité aux acteurs. On peut distinguer deux phases, la phase de transmission des ordres de paiement, largement laissée à la liberté contractuelle, et la phase de transfert des fonds qui en découle, strictement encadrée (voir schéma page suivante).

Les prestataires de services de paiement sont responsables de l'exécution des paiements ainsi initiés par les utilisateurs. La directive se veut très protectrice à l'égard de ceux-ci, puisqu'elle soumet les prestataires à une responsabilité sans faute à l'égard de leurs clients quel que soit le moyen de paiement concerné. Auparavant, seuls les virements transfrontaliers relevaient, au titre de la directive 97/5/EC, d'une telle responsabilité sans faute, la responsabilité pour faute (c'est-à-dire lorsqu'il faut prouver que le prestataire de services de paiement a commis une faute pour que sa responsabilité soit engagée) prévalant pour le reste des moyens de paiement.

ENCADRÉ

Délais d'exécution et de mise à disposition



La première phase, de transmission des ordres, est largement laissée à la liberté contractuelle. Elle débute par la transmission de l'ordre de paiement des utilisateurs à leurs prestataires de services de paiement respectifs, que ce soit un ordre de crédit transmis par le payeur directement à son prestataire (dans le cas des virements) ou un ordre de débit transmis par le payeur via le bénéficiaire ou par le bénéficiaire au prestataire du bénéficiaire (dans le cas des cartes et des prélèvements respectivement). Dans le cas des transactions de paiement initiées par ou via le bénéficiaire, il revient ensuite au prestataire du bénéficiaire (qui a reçu l'ordre) de présenter l'ordre au prestataire du payeur dans les systèmes de compensation. Le moment où le prestataire du payeur reçoit les ordres, qu'ils soient de crédit ou de débit, appelé « moment de réception », constitue le point de départ du délai d'exécution prévu par la directive dans la phase suivante.

La deuxième phase, de transfert des fonds, est strictement encadrée. Une fois l'ordre de crédit ou de débit reçu par le prestataire du payeur, le texte fixe en effet un « délai d'exécution » maximum pour le transfert des fonds du prestataire du payeur au prestataire du bénéficiaire, via les systèmes de règlement existant entre prestataires. À partir du moment de réception (ou jour « J »), les fonds doivent être crédités sur le compte du prestataire du bénéficiaire au plus tard à la fin du jour suivant (« J+1 »). Le délai d'exécution est cependant assoupli par la possibilité de dérogations contractuelles jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2012 (le délai final ne pouvant excéder trois jours cependant) et par la possibilité de prolonger le délai d'un jour pour les opérations initiées sous forme papier. Dès qu'ils sont crédités sur le compte du prestataire du bénéficiaire, les fonds doivent être mis à disposition du bénéficiaire immédiatement.

Selon le texte, chaque prestataire est responsable vis-à-vis de son client pour la partie de la transaction qu'il traite. Pour les transactions initiées par le payeur, le prestataire du payeur est ainsi responsable vis-à-vis de celui-ci, jusqu'à l'arrivée des fonds au prestataire du bénéficiaire. C'est alors ce dernier qui devient responsable vis-à-vis du bénéficiaire. Pour les transactions initiées par ou via le bénéficiaire, le prestataire du bénéficiaire est responsable vis-à-vis du bénéficiaire de la bonne

transmission de l'ordre de paiement au prestataire du payeur et de la mise à disposition des fonds au bénéficiaire, le reste étant sous la responsabilité du prestataire de services de paiement du payeur.

Chaque prestataire de services de paiement est de plus responsable du montant de l'opération, de l'état du compte (qui doit être remis dans l'état qui aurait été le sien s'il n'y avait pas eu de problème d'exécution)

et des frais et intérêts auxquels leurs clients auraient été indûment soumis. Alors que la directive 97/5/CE prévoyait pour les virements transfrontaliers des indemnités financières complémentaires en cas de non exécution ou de retard d'exécution, de telles indemnités relèveront désormais de la liberté contractuelle. Seuls les cas de force majeure peuvent exonérer les prestataires de services de paiement de leur responsabilité. Mais ceux-ci peuvent tenter des actions récursoires en responsabilité les uns contre les autres.

Lorsqu'ils demandent l'exécution de paiements à leurs prestataires, les utilisateurs leur fournissent un certain nombre d'informations, comme le numéro de compte, le nom ou encore l'adresse du destinataire du paiement. La directive prévoit ici que la responsabilité des prestataires de services de paiement ne pourra cependant être engagée que sur la base de l'identifiant unique, qu'il faut comprendre comme l'IBAN, l'identifiant du compte selon la norme internationale, qui sera utilisé dans le cadre de Sepa. La jurisprudence de la Cour de cassation imposant un contrôle de cohérence entre les éléments chiffrés d'identifiant du compte (RIB) et le nom du bénéficiaire dans le cas des virements devrait donc évoluer. Si l'identifiant unique est inexact, le prestataire de services de paiement doit cependant s'efforcer de récupérer les fonds engagés, mais peut facturer son client pour cela.

### Des marges de flexibilité

Si la directive fixe les grands principes en matière d'autorisation et d'exécution des paiements, elle préserve néanmoins la liberté contractuelle de certains acteurs. Certaines des dispositions de

la directive relatives aux informations, aux frais, aux modalités d'autorisation, de contestation, à l'irrévocabilité et aux responsabilités des prestataires en matière d'exécution pourront ainsi ne pas s'appliquer aux entreprises. Les États membres pourront cependant limiter cette liberté contractuelle pour les petites entreprises, qui pourront donc bénéficier des mêmes protections que les consommateurs.

Les instruments de paiement ne permettant que des transactions individuelles de faible montant (transactions individuelles inférieures à 30 euros ou total de transactions inférieur à 150 euros) pourront également bénéficier de dérogations pour diverses dispositions de la directive concernant les informations à fournir par les prestataires de services de paiement à leurs clients, dans le cadre du contrat-cadre et après les transactions, les modalités de notification en cas de perte, vol ou fraude et les responsabilités pécuniaires associées, les modalités de refus d'un ordre de paiement et les délais d'exécution. Pour les transactions purement nationales, les États membres ou leurs autorités compétentes pourront de plus réduire ou doubler les montants indiqués. Pour les instruments de paiement prépayés (c'est-à-dire pour lesquels les sommes sont remises au prestataire de services de paiement par l'utilisateur avant le paiement), ces montants pourront de plus s'élever jusqu'à 500 euros. Ces dispositions relatives aux services de paiement prépayés font écho à celles de la directive 2000/46/CE relative à la monnaie électronique. La Commission a indiqué son souhait d'examiner très prochainement les adaptations qui seraient requises concernant la monnaie électronique par l'adoption de la directive sur les services de paiement.

*La directive sur les services de paiement implique une refondation majeure du droit des paiements. Les impacts sur le marché seront forts en termes de concurrence : les services de paiement vont à l'avenir sortir de ce qui est aujourd'hui, en France, un monopole bancaire et pouvoir être proposés par de nouveaux acteurs venant des secteurs des télécommunications ou de la grande distribution ; les possibilités de passeport contribueront également à une concurrence accrue au sein de la zone européenne de paiements, conformément aux principes de libre circulation.*

*Sa transposition est un chantier de grande envergure, mais urgent. Elle implique une refonte de l'essentiel des dispositions françaises existant en matière de paiement. Le Code monétaire et financier, dans sa partie législative et sa partie réglementaire, est le premier concerné, ainsi que ses textes d'application. Tous les textes qui s'appliquent aux opérations de banque devront notamment être revus pour traiter séparément les services de paiement. D'autres codes seront également impactés, comme celui de la Sécurité sociale qui prévoit parfois explicitement l'utilisation de certains instruments de paiement. La transposition demandera de faire un choix entre les dispositions qui requièrent une loi et celles qui peuvent être mises en œuvre par voie de règlement.*



# Données individuelles et implications macroéconomiques

## Conférence Banque de France / Banque fédérale d'Allemagne

27 et 28 avril 2007 – Eltville

---

### **Direction de la Recherche**

Service de Recherche en économie et en finance

*La Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne ont organisé conjointement, les 27 et 28 avril à Eltville (Allemagne), la « Conférence du printemps 2007 » consacrée à l'examen de l'apport des données individuelles à la préparation des décisions de politique économique et monétaire. C'est la première fois que les deux banques centrales ont conjugué leurs efforts pour préparer un événement de cette nature.*

*La conférence a réuni une centaine de chercheurs provenant de banques centrales, d'organismes internationaux ainsi que d'universités et de centres de recherche européens et américains prestigieux. L'objectif de cette conférence a consisté à montrer en quoi les données individuelles sont utiles pour la compréhension de l'environnement et du comportement économiques des agents. Notamment, les banques centrales pourraient tirer profit des faits stylisés issus de l'examen des données individuelles pour améliorer leur connaissance des canaux de transmission de la politique monétaire.*

*Cet article présente et commente brièvement les questions d'intérêt pour les banques centrales évoquées lors des interventions, regroupées ici autour de trois thèmes :*

- *innovations financières, financement et risque financier ;*
- *dynamique des prix et implications de politique économique ;*
- *fluctuations cycliques et marchés.*

*Tout en répondant à certaines interrogations des décideurs de politique économique, les travaux présentés ont ouvert des pistes de recherche valorisant l'utilisation des données individuelles disponibles dans les banques centrales d'une part, un nouveau champ de coopération entre la Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne, d'autre part.*

Mots-clés : Macroéconomie et politique monétaire, microéconomie, méthodes mathématiques et quantitatives

Codes JEL : C, D, E

Outre les interventions du gouverneur Christian Noyer et du président Axel Weber, les travaux ont été répartis sur six sessions comportant chacune, en général, deux exposés suivis de commentaires critiques introduits par un rapporteur. Le thème générique de la conférence couvrant de vastes domaines ayant fait l'objet de contributions significatives au cours des dernières années, il est difficile d'effectuer un bilan exhaustif des travaux présentés au cours des deux journées. L'objectif poursuivi ici consiste à mettre en évidence les principales questions d'intérêt pour une banque centrale.

Dans leurs interventions, les gouverneurs ont souligné l'intérêt des banques centrales pour les données individuelles. Ainsi, avant d'insister sur l'importance du rôle des innovations financières pour la politique monétaire et la stabilité financière, le gouverneur Christian Noyer a noté : « À une époque où l'innovation financière connaît un développement rapide, la recherche analytique fondée sur les données individuelles est particulièrement utile pour aider les banquiers centraux à relever les défis du maintien de la stabilité des prix et de la stabilité financière »<sup>1</sup>.

Pour sa part, le président Axel Weber a rappelé les travaux déjà réalisés (*Monetary Transmission Network*, *Inflation Persistence Network*) ou ceux en cours (*Wage Dynamics Network*) dans les réseaux de l'Eurosystème. Il a également évoqué les études de faisabilité en cours dans le cadre du *Household Consumption and Finance Network*. Si les conclusions de ces études sont convaincantes, elles pourraient aboutir au lancement d'une enquête coordonnée au niveau de l'Eurosystème sur la consommation et les finances des ménages, comparable à celle conduite par le Système fédéral de réserve.

Selon les deux gouverneurs, ces exemples témoignent de l'intérêt porté aux données individuelles par les banques centrales qui les collectent d'ailleurs souvent elles-mêmes (données d'entreprises, données bancaires, etc.).

## I | Innovations financières, financement des entreprises et risques financiers

Le papier présenté par Vincenzo Quadrini (« *Financial innovations and macroeconomic volatility* », co-écrit avec Urban Jermann) analyse les mécanismes qui ont conduit à la forte réduction, de la volatilité des variables macroéconomiques réelles (PIB, productivité,...) au cours des deux dernières décennies aux États-Unis. Ce phénomène, couramment appelé « *Great Moderation* », met cette évolution en parallèle avec l'augmentation de la volatilité de certaines variables financières (endettement des entreprises et rachat de dette) et teste l'hypothèse selon laquelle ce sont les innovations financières intervenues au début des années quatre-vingt qui seraient responsables des orientations contrastées des volatilités des variables macroéconomiques et financières. Ces innovations, se traduisant par un accroissement de la part des actifs des entreprises pouvant servir de « collatéral », auraient, en effet, facilité les arbitrages entre financement par fonds propres et financement par dette. De ce fait, elles auraient réduit la volatilité des variables réelles tout en augmentant celle des variables financières.

Dans leur étude, les auteurs ont développé un modèle d'équilibre général dynamique stochastique comportant un certain nombre d'extensions par rapport au modèle canonique. Dans le modèle proposé, les entreprises financent l'investissement avec des fonds propres et en émettant de la dette. Les montants ainsi empruntés dépendent de la rentabilité future anticipée. Les paramètres relatifs à la structure financière des entreprises sont calibrés afin de retrouver les faits stylisés relatifs au ratio dette sur PIB et à la richesse nette au cours de la sous-période 1955-1982.

Les simulations réalisées en tenant compte des chocs sur le prix des actifs permettent, entre autres, de reproduire convenablement le constat portant sur les volatilités des variables sur la période récente : celle des variables réelles apparaît significativement moins grande que celle des variables financières.

<sup>1</sup> Le texte complet de l'intervention du gouverneur Christian Noyer (« Innovation financière, politique monétaire et stabilité financière ») se trouve sur le site de la Banque de France à l'adresse suivante : [http://inbdf/institut/discours/discours\\_2007.htm](http://inbdf/institut/discours/discours_2007.htm). Les articles présentés à la conférence se trouvent également sur le site de la Banque de France : [http://inbdf/fr/publications/seminaires/articles\\_presentes.htm](http://inbdf/fr/publications/seminaires/articles_presentes.htm).

Les auteurs réalisent également des simulations fondées sur les seuls chocs technologiques. Celles-ci, contrairement aux précédentes, font apparaître que les innovations financières entraînent une plus grande variabilité des variables réelles. Ceci serait dû au fait qu'en réduisant les contraintes de crédit, les innovations financières permettent une réaction plus rapide des entreprises ; cela n'est pas, dans une certaine mesure, conforme aux faits stylisés.

Thomas Lubik, le rapporteur, a souligné que le papier ouvrait de nouveaux horizons à la recherche dans l'analyse de la « *Great Moderation* » sans être pleinement convaincu par la démonstration. Il a ainsi observé que, dans le modèle proposé, la réduction du coût de financement de la dette n'était pas un facteur explicatif significatif de la baisse de la volatilité agrégée, ce qui est pourtant couramment accepté ; il a également souligné que le lien de causalité entre les innovations financières et la baisse de la volatilité des variables réelles n'était pas établi et, compte tenu du fait que la « *Great Moderation* » ne se limitait pas à cette moindre volatilité, il a suggéré de combiner le cadre actuel de l'étude avec celui d'un modèle de type néo-keynésien de politique monétaire.

Le papier de Sean Holly (« *Financial fragility, heterogeneous firms and the cross section of the business cycle* », co-rédigé avec Emiliano Santoro) examine le lien entre taux de croissance des ventes des entreprises au niveau individuel et cycle économique aux États-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni et en Italie.

Les taux de croissance des ventes sont naturellement procycliques mais la distribution de ce taux tirée des données individuelles n'est pas toujours symétrique. En effet, comme le montrent les données américaines, elle est décalée « vers la gauche » dans les périodes de récession (soit un nombre plus élevé d'entreprises avec une croissance plus faible des ventes) et décalée « vers la droite » dans les périodes de forte croissance.

Selon les auteurs, une explication serait que les contraintes de crédit sont à la source de l'hétérogénéité des situations financières et des déplacements de la distribution au cours du cycle. Pour tester cette hypothèse, ils simulent un modèle de concurrence imparfaite dans lequel une dégradation du bilan de l'entreprise rend les prix rigides à la baisse, pénalisant ainsi les ventes. Dans ce cadre, les chocs affectent simultanément l'offre individuelle et la demande

agrégée, tandis que leurs effets dépendent de la situation financière de l'entreprise.

Les simulations effectuées après étalonnage des paramètres structurels du modèle (préférence des agents, élasticité de substitution, etc.) permettent de reproduire les faits stylisés présentés dans la première partie du papier.

Selon Claudia Buch, le rapporteur, le papier apporte une contribution importante en mettant en évidence les conséquences des comportements individuels sur les données agrégées. Toutefois, elle a mentionné que des sources d'hétérogénéité autres que les frictions financières sont concevables et pourraient être introduites dans le modèle (par exemple des frictions sur le marché du travail ou la survenance d'un choc de productivité) et elle a relevé que l'absence, dans le modèle, de coût pour la création d'entreprise donnait une fluidité peut-être illusoire à la démographie de la population d'entreprises.

Le papier de Martin Schneider (« *Asset demand and the distribution of household characteristics* », co-rédigé avec Monika Piazzesi) étudie les effets de l'hétérogénéité des agents sur les prix des actifs dans le cadre d'un modèle à générations imbriquées avec différents types d'agents et des marchés incomplets. L'hétérogénéité des consommateurs provient de leur âge et de la composition de leur richesse. Le modèle est étalonné avec des données individuelles des *Surveys of Consumer Finances* (SCF) réalisés par le Système fédéral de réserve.

Les auteurs comparent les prix d'équilibre de leur modèle de base à ceux tirés de différents scénarii de distribution de la richesse et des revenus. Les données individuelles permettent de tenir compte de la distribution des caractéristiques des ménages (la distribution jointe des revenus et des dotations des consommateurs est construite à partir des enquêtes). Après résolution du modèle, on obtient en fin de période les distributions des portefeuilles des ménages que l'on peut comparer à celles fournies par les SCF.

Le modèle permet de déterminer les prix d'équilibre des actifs en fonction de trois intrants exogènes : la distribution des dotations et des revenus, l'offre d'actifs et les anticipations des consommateurs. On peut alors dériver les demandes individuelles d'actifs qui sont ensuite agrégées en tenant compte de la distribution

initiale des dotations et de revenus. Les prix des actifs résultent de la confrontation de la demande agrégée et de l'offre d'actifs provenant des autres secteurs. Enfin, l'effet de l'hétérogénéité des ménages sur les prix des actifs est obtenu par simulations. L'impact des chocs affectant les anticipations des consommateurs est également évalué.

Les principaux résultats tiennent en trois points :

- l'hétérogénéité *au sein d'une même cohorte* a un impact faible sur le prix des actifs. Comparativement au modèle calibré à partir des distributions empiriques, l'absence d'hétérogénéité au sein d'une même cohorte conduit à une augmentation de 8 % des prix des actifs financiers et de 3 % des actifs immobiliers ;
- l'existence d'hétérogénéité sur les dotations initiales et le revenu de consommateurs appartenant à *des cohortes différentes* a un effet plus marqué sur le prix des actifs. Ainsi, si la totalité de la richesse était détenue par la tranche 47-53 ans des ménages, les prix des actions et des actifs immobiliers seraient deux fois plus élevés ;
- les chocs idiosyncratiques sur les anticipations des agents jouent un rôle important dans le modèle. Si on n'en tenait pas compte, les consommateurs réduiraient leur épargne de précaution et la valeur des actifs diminuerait.

Selon Klaus Adam, le rapporteur, le modèle présenté est très riche et informatif. Il a salué l'effort des auteurs pour parvenir à un ajustement satisfaisant entre le modèle et les données individuelles tirées des enquêtes SCF. *Il a également incité à utiliser un tel modèle pour étudier* les conséquences de certaines évolutions démographiques exogènes (immigration, etc.) et d'une augmentation de l'offre des titres étrangers.

Enfin, Lawrence Christiano a présenté un papier (« *Monetary policy and stock market boom-bust cycles* », co-rédigé avec Cosmin Ilut, Roberto Motto et Massimo Rostagno) dans lequel les auteurs posent deux questions :

- quels sont les facteurs déclenchant des phases de hausse puis de baisse (HC) sur les marchés financiers ?

- l'association d'une phase de croissance (respectivement baisse) des marchés et d'un fort niveau des agrégats réels (récession) reflète-t-elle une causalité allant de la volatilité des marchés financiers vers l'économie réelle ou l'inverse, ou encore les deux phénomènes sont-ils imputables à la politique monétaire mise en œuvre ?

L'idée de base est que la phase de forte expansion démarre à la suite d'un signal qui amène les agents à anticiper rationnellement une amélioration de la technologie dans le futur. Bien que ce signal soit informatif, il n'est pas parfait et peut être erroné, ce qui, lorsque les agents en prennent conscience, plonge alors l'économie dans une phase de récession. Les auteurs mobilisent alors une batterie de modèles incluant notamment des frictions sur tous les marchés.

Leurs conclusions principales sont :

- les frictions nominales sont nécessaires pour reproduire un épisode de HC ;
- la présence jointe d'une banque centrale ciblant l'inflation et de salaires nominaux visqueux permet bien d'engendrer des phases de HC ;
- la politique monétaire est la principale cause des épisodes de HC (qui est donc un phénomène principalement monétaire) ;
- les épisodes de HC sont corrélés avec une forte croissance des crédits ; au-delà d'une politique de ciblage de l'inflation, il faut donc que la politique monétaire intègre l'évolution des crédits pour éviter de créer artificiellement des épisodes de HC.

Dans ses commentaires, Per Krusell a souligné la nécessité de justifier la formulation non-usuelle de la fonction des coûts d'ajustement du capital utilisée par les auteurs. En outre, il a suggéré que les auteurs ré-estiment les paramètres du modèle au lieu d'utiliser des résultats de précédents travaux. Enfin, il a noté une trop forte volatilité du taux d'intérêt réel modélisé et a suggéré de jouer sur les paramètres des fonctions de préférence pour tenter de reproduire les rendements observés sur la période étudiée.

## 2 | Dynamique et formation des prix et leurs implications macroéconomiques

Le papier présenté par Patrick Sevestre (« *Lumpy price adjustments: a microeconomic analysis* » co-rédigé avec Emmanuel Dhyne, Catherine Fuss et Hashem Pesaran) vise à mieux comprendre les mécanismes de modification des prix en décomposant leur « viscosité » selon une rigidité de type intrinsèque (liée au coût du changement de prix) et une rigidité de type extrinsèque (liée à la rigidité du coût marginal de production et du taux de marge recherché par le vendeur). Ceci doit permettre de comprendre les sources des rigidités des prix, de tester certaines affirmations (par exemple, « *Price rigidity is said to occur when prices do not vary in response to fluctuations in costs and demand* », Carlton et Perloff, ou : « *From the point of view of macroeconomic theory, frequency of price changes may not be the right question to ask... We are more interested to know how long price adjustments lag behind shocks to demand and cost* », Alan Blinder).

Par ailleurs, l'étude répond au besoin d'interpréter convenablement les données affichant de faibles fréquences de variations de prix et d'établir une liaison claire et robuste entre fréquence de variations de prix et niveaux de coûts d'ajustement par exemple.

Pour atteindre leur objectif, les auteurs considèrent un modèle simple de formation de prix (de type « *state-dependent* ») qui permet, en raison du nombre élevé d'observations, d'identifier et d'évaluer l'importance relative du degré de rigidité des prix en le décomposant entre les facteurs liés au mécanisme de fixation des prix (rigidité intrinsèque) et ce qui est dépendant des facteurs exogènes déterminant les variations des prix (rigidité extrinsèque).

Les tests empiriques ont été effectués sur les économies belge et française en utilisant deux bases de données individuelles correspondant pour chacun des pays à une large part des données mobilisées pour le calcul des indices nationaux de prix à la consommation<sup>2</sup>. Des techniques récentes d'estimation ont été utilisées pour l'estimation du modèle.

Les principaux résultats sont les suivants :

- les auteurs sont capables d'évaluer les effets de la viscosité intrinsèque et de la rigidité extrinsèque sur la survenance et l'amplitude des changements de prix ;
- dans certains cas, les faibles fréquences des changements de prix ne sont pas dues aux coûts d'ajustement des prix ;
- les facteurs extrinsèques de rigidité des prix sont souvent significatifs ;
- l'asymétrie entre hausses et baisses des prix s'expliquerait surtout par les tendances des coûts marginaux et/ou des taux de marge désirés.

Le rapporteur, Daniel Levy, a souligné ses nombreux points d'accords avec les auteurs (hypothèses retenues, interprétations des résultats, etc.) et trouvé les résultats très intéressants et concrets. Il s'est interrogé sur le caractère symétrique des coûts d'ajustement des prix (l'asymétrie étant observée sur les rigidités extrinsèques) dans la mesure où ces coûts intégraient les réactions des consommateurs. En outre, il a signalé que l'évaluation faite surestimait probablement la rigidité dans la mesure où les observations étaient mensuelles alors que les prix étaient généralement réexaminés sur une base hebdomadaire.

## 3 | Fluctuations cycliques et marchés

Le papier de Robert Hall (« *Sources and mechanisms of cyclical fluctuations in the labour market* ») cherche à identifier les sources et les mécanismes à la base des larges fluctuations cycliques du marché du travail aux États-Unis sans avoir recours à une élasticité très élevée mais peu crédible de l'offre de travail (comme dans les modèles du cycle des affaires) ou à la rigidité des salaires.

Plus spécifiquement, il s'intéresse aux fluctuations du nombre d'heures travaillées dont il distingue deux composantes :

- plus de la moitié des variations cycliques provient de celles des heures travaillées par tête ;

2 La base de données de l'étude contient environ une centaine de catégories de produits et couvre la période allant de juillet 1994 à février 2003 pour chacun des pays.

- l'autre partie des variations cycliques est due aux changements affectant le taux d'emploi.

Ces deux composantes sont des fonctions de la productivité marginale du travail (qui enregistre des mouvements transitoires lui donnant une volatilité plus forte que celle de la rémunération par heure travaillée) et de l'utilité marginale de la consommation qui reflète les préférences des ménages pour la consommation et les loisirs.

De fait le modèle (estimé à partir des données sur la valeur ajoutée) permet de reproduire de façon satisfaisante les mouvements cycliques du nombre d'heures travaillées sur la période 1948-2005.

Guy Laroque, le rapporteur, s'est demandé si l'approche de Mortensen/Pissarides retenue par l'auteur, où la productivité marginale du travail est le principal moteur des fluctuations de l'emploi et des heures travaillées par tête, était appropriée pour décrire les fluctuations cycliques de l'activité et de l'emploi. À cet égard, il a signalé que l'évolution des heures travaillées reflétait en partie le développement du temps partiel, non correctement représenté dans le modèle. Il s'est enfin interrogé sur la conciliation de ce modèle avec celui, plus traditionnel, où les entreprises fixent à la fois les heures et les niveaux d'emploi dans un cadre de rigidité des prix et des salaires.

Le papier présenté par Lars Ljungqvist (« *Taxes, benefits, careers and markets* », co-rédigé avec Thomas Sargent) visait à compléter l'article d'Edward Prescott proposant une explication des faibles niveaux d'emploi et des heures travaillées en Europe par un niveau de fiscalité élevé<sup>3</sup>. En effet, on a fait valoir que le modèle sous-jacent utilisé dans l'article de Prescott était trop simple et peu réaliste, en particulier dans sa représentation de l'offre de travail. Le papier cherche à combler ces lacunes en développant deux modèles d'équilibre général stochastiques avec agents hétérogènes et en proposant comme exemple d'application d'étudier les effets quantitatifs d'une modification de l'impôt sur le revenu du travail.

Les fonctions d'utilité et de production ainsi que la structure des marchés des deux modèles sont similaires mais les hypothèses relatives aux marchés financiers diffèrent significativement d'un modèle à l'autre : dans un cas, les auteurs supposent que les marchés financiers sont complets (possibilité

d'assurance complète contre le risque de revenu à travers les marchés financiers) ; dans l'autre, ils font l'hypothèse d'incomplétude des marchés financiers (celle-ci est modélisée sous la forme d'une contrainte de non-endettement et la nécessité d'auto-assurance).

Trois classes d'âges coexistent : les jeunes travailleurs, les travailleurs âgés et les retraités. Les ménages peuvent se retrouver dans l'un des quatre états suivants : salarié, non-salarié, retraité ou mort. Les individus mourants sont remplacés par des jeunes travailleurs de sorte que la population reste constante. Les agents font de plus face à une accumulation ou une détérioration aléatoire de leur qualification selon leur statut d'employé.

Le caractère complet ou incomplet des marchés financiers modifie les décisions des agents :

- dans le cas d'un marché complet, il est possible de réécrire le problème des agents comme celui d'un agent représentatif avec durée de vie infinie (dynastie d'agents) ;
- dans le modèle avec marché incomplet, les durées de vie sont finies, si bien que les décisions individuelles résultent d'un problème de cycle de vie. De plus, les décisions de carrières conditionnent fortement l'accumulation de capital humain. Enfin, l'incertitude sur la durée de vie et l'accumulation de capital humain entraîne une épargne de précaution (auto-assurance) importante ;
- l'effet d'une augmentation de la taxe sur le revenu du travail est plus prononcé dans le modèle avec marchés incomplets. Ce résultat vient de l'auto-assurance qui, si elle est suffisamment forte, permet aux agents de quitter le marché du travail et donc d'augmenter leur loisir lorsque l'impôt sur le revenu augmente.

En dépit de ces différences, les effets agrégés d'une modification de l'impôt sur le revenu du travail sont très similaires pour les deux versions du modèle. En revanche, les effets de la taxe sur les décisions individuelles sont très différents entre les deux modèles. Ainsi, les structures de l'emploi et du non-emploi par âge et par qualification vont différer selon les versions du modèle. Par exemple, dans le modèle avec marchés incomplets, la hausse des impôts conduit les salariés âgés et très qualifiés à prendre plus rapidement leur retraite. Dans la version avec marchés

3 Prescott Edward C (2004): "Why do Americans work so much more than Europeans ?" - Federal Reserve Bank of Minneapolis - Quarterly Review, 28, 2-13.

complets, seuls les travailleurs les moins qualifiés prennent des loisirs supplémentaires.

L'article étudie également les effets de deux politiques d'allocations chômage :

- dans la première, tous les travailleurs peuvent en bénéficier. Les résultats sont alors similaires à ceux obtenus avec une taxe sur le revenu du travail (au niveau agrégé et s'agissant des effets de structures) ;
- dans la seconde, seuls les non-qualifiés peuvent bénéficier de cette allocation. Les effets sont différents car les salariés qualifiés ne pouvant pas bénéficier de ces allocations dans le modèle avec marchés

incomplets, sont moins incités à quitter le marché du travail.

Monika Merz, le rapporteur, a souligné la rigueur des auteurs, notamment, dans la mise en œuvre des méthodes quantitatives, ainsi que le soin apporté à la réconciliation d'éventuels conflits entre la micro et la macroéconomie. Elle a aussi apprécié les illustrations proposées en raison de leur utilité pour l'évaluation des effets de politique économique. Selon elle, deux points méritaient néanmoins d'être clarifiés ou complétés : l'absence de demande de travail dans le modèle et l'utilisation éventuelle du modèle dans sa version actuelle pour expliquer les différences de taux d'emploi entre les États-Unis et l'Europe.



## 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 1<sup>er</sup> janvier 2007, la zone euro et l'Union européenne se sont agrandies. Les données statistiques en tiennent compte à partir de cette date.*

*La révision des comptes 2004-2005, consécutive à la campagne des comptes annuels 2006 publiés le 21 mai 2007, apporte de fortes révisions aux titres de créance. Le reclassement effectué sur les OPCVM tient compte d'une meilleure utilisation de l'enquête titres.*

*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					
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>-5</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
Biens intermédiaires	-2	20	13	2	6	8	10
Biens d'équipement	-3	26	12	15	16	12	19
Industrie automobile	-16	40	46	19	0	-1	-13
Biens de consommation	-6	35	8	1	14	5	15
Industries agricoles et alimentaires	3	27	9	10	13	15	-2
<b>Production pour les prochains mois (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>9</b>
Biens intermédiaires	18	12	14	9	9	18	8
Biens d'équipement	22	19	24	16	11	25	14
Industrie automobile	37	13	0	-12	-12	16	-10
Biens de consommation	18	6	11	12	10	16	11
Industries agricoles et alimentaires	20	18	14	14	11	16	14
<b>Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)</b>							
<b>Globales</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>11</b>
Étrangères	11	21	12	12	12	13	12
<b>Niveau du carnet de commandes (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>27</b>
Biens intermédiaires	18	21	23	23	21	23	25
Biens d'équipement	59	61	61	66	72	68	65
Biens de consommation	15	22	20	23	27	24	20
Industries agricoles et alimentaires	15	21	16	19	24	26	6
<b>Niveau des stocks de produits finis (a)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>
Biens intermédiaires	2	1	-3	0	-4	-2	-2
Biens d'équipement	8	12	3	7	3	6	13
Industrie automobile	15	12	4	6	5	1	9
Biens de consommation	4	10	6	5	9	7	8
Industries agricoles et alimentaires	2	-1	-3	-2	-6	-3	-6
<b>Taux d'utilisation des capacités de production (b)</b>							
<b>Ensemble</b>	<b>82,5</b>	<b>85,2</b>	<b>86,1</b>	<b>86,2</b>	<b>86,1</b>	<b>85,7</b>	<b>86,0</b>
<b>Évolution des effectifs (ensemble) (a)</b>							
Par rapport au mois précédent	-2	1	0	3	0	2	-2
Au cours des prochains mois	-3	-4	-3	-5	-5	-5	-4
<b>Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)</b>							
	<b>104</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

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

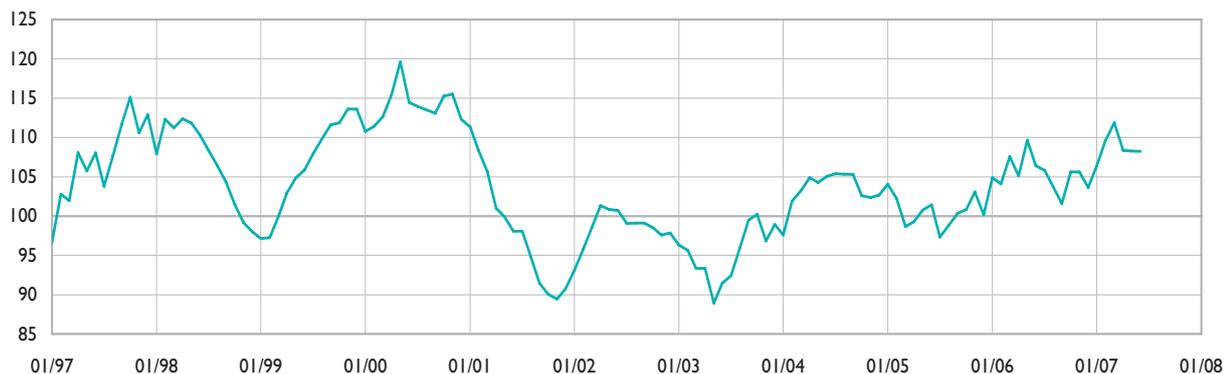
Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

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

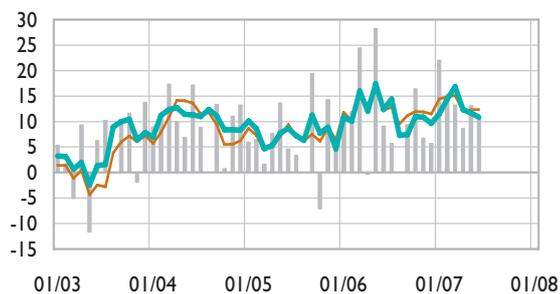
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



Commandes (solde des opinions)

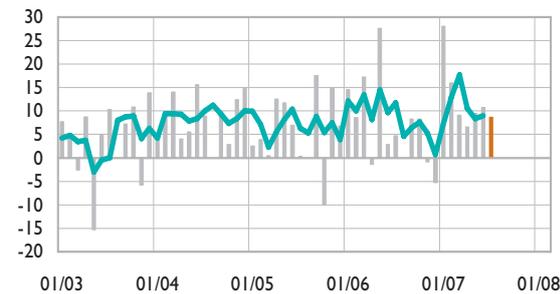
(variation mensuelle)



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

Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



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

Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

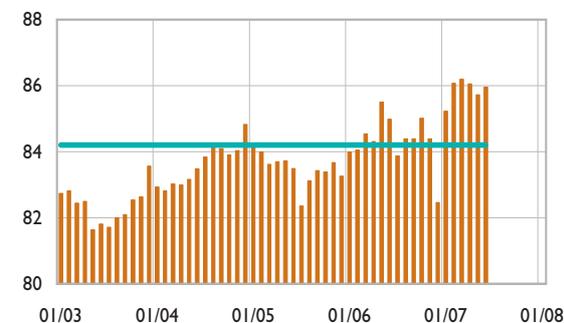
(par rapport à un niveau jugé normal)



- Stocks
- Carnets

TUC dans l'industrie

(en %)



- TUC
- Moyenne 1981-2006

Source : Banque de France

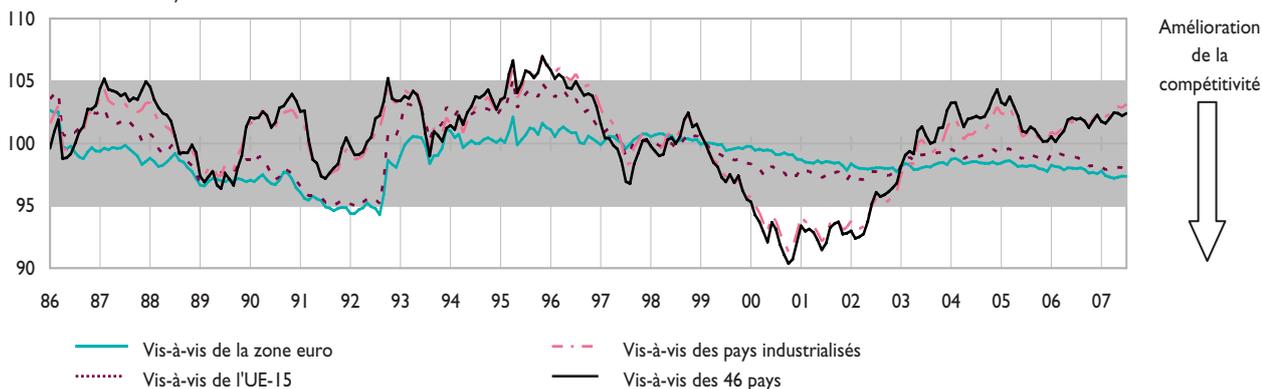
Réalisé le 21 août 2007



Figure 4  
Compétitivité de l'économie française

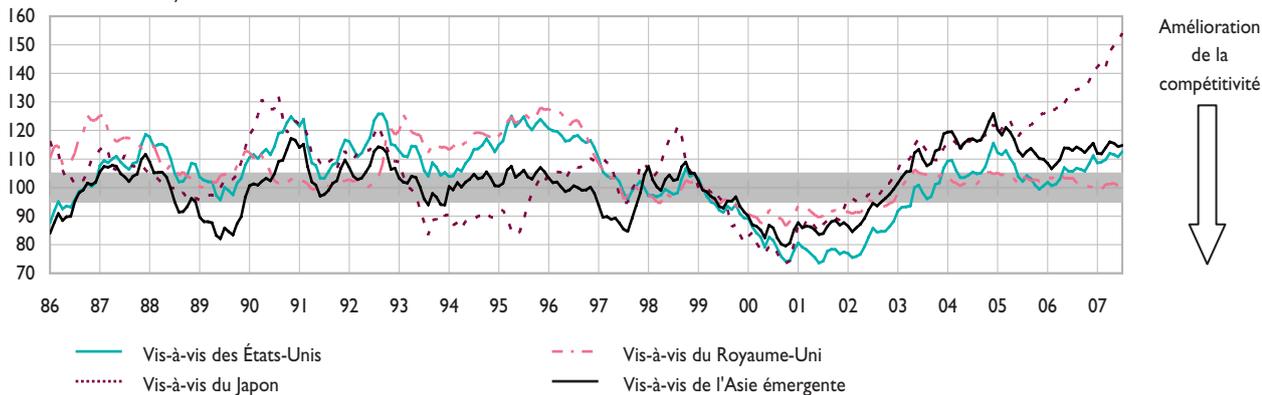
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



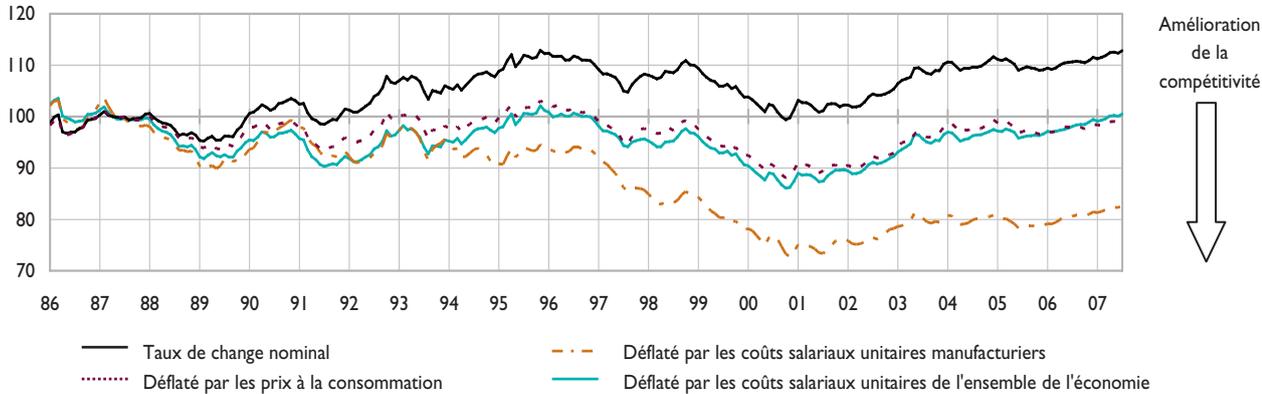
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

Indices base 100 = moyenne 1986 - 2004



Indicateurs de compétitivité vis-à-vis des 22 partenaires de l'OCDE

Indices base 100 = 1987



Partie grise : écart de + ou - 5% par rapport à la moyenne de longue période

Voir notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

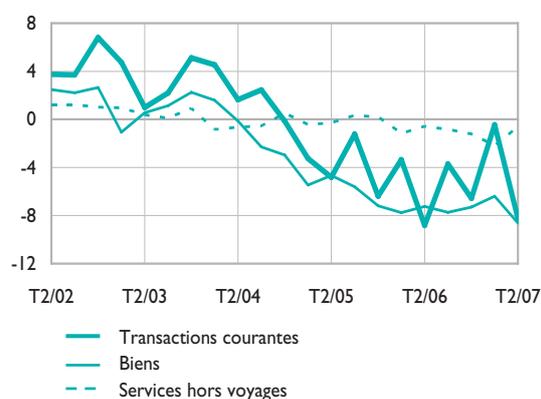
**Figure 5**  
**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006			2007	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-15 702</b>	<b>-22 452</b>	<b>-8 822</b>	<b>-3 714</b>	<b>-6 571</b>	<b>-452</b>	<b>-8 262</b>
Biens	-22 950	-30 029	-7 242	-7 734	-7 298	-6 403	-8 623
Services hors voyages	-190	-3 795	-581	-824	-1 219	-2 185	-590
Voyages	10 834	12 066	3 911	5 786	1 130	1 239	3 911
Revenus	18 716	21 040	960	6 064	7 828	8 028	3 580
Transferts courants	-22 112	-21 734	-5 870	-7 006	-7 012	-1 131	-6 540
<b>Compte de capital</b>	<b>511</b>	<b>-188</b>	<b>-245</b>	<b>182</b>	<b>75</b>	<b>330</b>	<b>1 162</b>
<b>Compte financier</b>	<b>-10 503</b>	<b>63 912</b>	<b>15 800</b>	<b>22 879</b>	<b>-27 363</b>	<b>22 352</b>	<b>2 863</b>
Investissements directs	-32 091	-27 071	-13 844	-12 508	-13 300	-7 652	-18 957
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-31 156	-21 617	-33 524	-27 890	-45 753
Étrangers en France	65 184	64 629	17 312	9 109	20 224	20 238	26 796
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-8 713	-24 199	11 100	12 630	370
Avoirs	-194 481	-270 546	-36 676	-75 958	-68 291	-45 849	-47 635
Engagements	180 810	211 024	27 963	51 759	79 391	58 479	48 005
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 303	2 075	-1 749	-1 818	-1 451
Autres investissements	22 997	155 946	37 808	61 156	-20 469	19 593	22 301
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-1 754	-3 643	-2 944	-402	600
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>25 693</b>	<b>-41 274</b>	<b>-6 734</b>	<b>-19 348</b>	<b>33 858</b>	<b>-22 230</b>	<b>4 237</b>

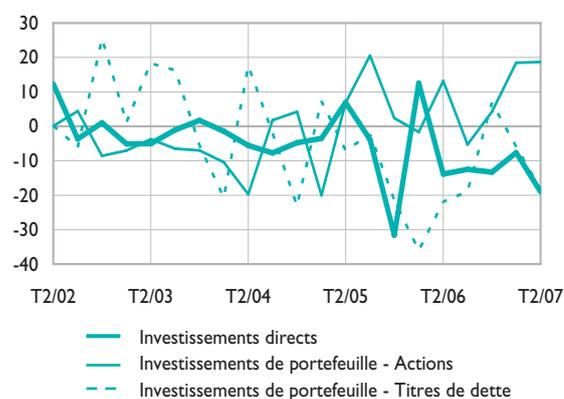
#### Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



#### Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006			2007	
			T2	T3	T4	T1	T2
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>-15 702</b>	<b>-22 452</b>	<b>-8 822</b>	<b>-3 714</b>	<b>-6 571</b>	<b>-452</b>	<b>-8 262</b>
<b>Biens</b>	<b>-22 950</b>	<b>-30 029</b>	<b>-7 242</b>	<b>-7 734</b>	<b>-7 298</b>	<b>-6 403</b>	<b>-8 623</b>
Exportations	353 516	384 873	98 816	89 564	99 741	100 323	101 912
Importations	376 466	414 902	106 058	97 298	107 039	106 726	110 535
Marchandises générales	-21 245	-27 868	-6 777	-7 294	-6 751	-5 835	-8 180
Avitaillement	-980	-1 524	-334	-387	-400	-278	-292
Travail à façon et réparations	-725	-637	-131	-53	-147	-290	-151
<b>Services hors voyages</b>	<b>-190</b>	<b>-3 795</b>	<b>-581</b>	<b>-824</b>	<b>-1 219</b>	<b>-2 185</b>	<b>-590</b>
Exportations	60 228	57 318	14 615	13 767	14 713	13 953	14 210
Importations	60 418	61 113	15 196	14 591	15 932	16 138	14 800
Transports	-3 401	-2 573	-788	-433	-307	-217	109
Services de communication	1 084	1 301	296	343	367	276	148
Services de construction	1 613	1 904	472	451	598	556	589
Services d'assurances	-903	-1 216	-322	-288	-232	-366	-84
Services financiers	-761	-1 890	-551	-448	-525	-282	-547
Services d'informatique et d'information	-63	-21	68	-82	-69	65	104
Redevances et droits de licence	2 528	2 334	379	783	477	707	1 168
Autres services aux entreprises	347	-2 746	34	-955	-1 184	-2 759	-1 893
Services personnels, culturels et récréatifs	-535	-758	-164	-176	-251	-183	-141
Services des administrations publiques	-99	-130	-5	-19	-93	18	-43
<b>Voyages</b>	<b>10 834</b>	<b>12 066</b>	<b>3 911</b>	<b>5 786</b>	<b>1 130</b>	<b>1 239</b>	<b>3 911</b>
Recettes	35 381	36 908	10 623	13 735	6 524	6 026	10 623
Dépenses	24 547	24 842	6 712	7 949	5 394	4 787	6 712
<b>Revenus</b>	<b>18 716</b>	<b>21 040</b>	<b>960</b>	<b>6 064</b>	<b>7 828</b>	<b>8 028</b>	<b>3 580</b>
Rémunérations des salariés	8 507	8 564	2 183	2 132	2 147	2 170	2 217
Revenus des investissements	10 209	12 476	-1 223	3 932	5 681	5 858	1 363
Directs	15 828	18 969	4 245	4 404	6 477	5 649	7 480
De portefeuille	-2 095	-1 392	-4 210	1 367	372	2 160	-3 420
Autres	-3 524	-5 101	-1 258	-1 839	-1 168	-1 951	-2 697
<b>Transferts courants</b>	<b>-22 112</b>	<b>-21 734</b>	<b>-5 870</b>	<b>-7 006</b>	<b>-7 012</b>	<b>-1 131</b>	<b>-6 540</b>
Transferts courants du secteur des APU	-14 923	-13 663	-3 805	-4 974	-5 009	792	-4 658
Transferts courants des autres secteurs	-7 189	-8 071	-2 065	-2 032	-2 003	-1 923	-1 882
dont envois de fonds des travailleurs	-2 084	-2 063	-546	-561	-467	-447	-479
<b>Compte de capital</b>	<b>511</b>	<b>-188</b>	<b>-245</b>	<b>182</b>	<b>75</b>	<b>330</b>	<b>1 162</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

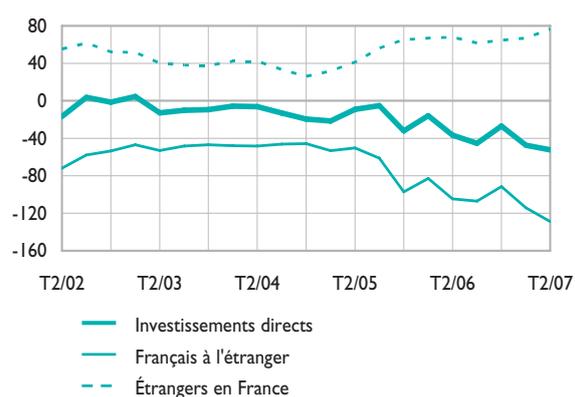
**Figure 7**  
**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2005 (a)	2006 (a)	2006			2007	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (b)
<b>Compte financier</b>	<b>-10 503</b>	<b>63 912</b>	<b>15 800</b>	<b>22 879</b>	<b>-27 363</b>	<b>22 352</b>	<b>2 863</b>
Investissements directs	-32 091	-27 071	-13 844	-12 508	-13 300	-7 652	-18 957
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-31 156	-21 617	-33 524	-27 890	-45 753
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	-45 534	-61 329	-17 068	-11 838	-22 986	-17 727	-24 404
Étrangers en France	65 184	64 629	17 312	9 109	20 224	20 238	26 796
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	29 863	29 641	7 798	2 941	10 243	5 679	9 810
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-8 713	-24 199	11 100	12 630	370
Avoirs	-194 481	-270 546	-36 676	-75 958	-68 291	-45 849	-47 635
Actions	-42 854	-48 290	16 134	-26 670	-19 811	7 299	14 963
Obligations	-139 881	-225 189	-63 770	-44 205	-49 994	-40 348	-78 576
Instruments du marché monétaire	-11 746	2 933	10 960	-5 083	1 514	-12 800	15 978
Engagements	180 810	211 024	27 963	51 759	79 391	58 479	48 005
Actions	52 608	58 841	-2 936	21 441	24 074	11 173	3 742
Obligations	109 321	165 424	36 878	38 181	62 019	36 173	29 072
Instruments du marché monétaire	18 881	-13 241	-5 979	-7 863	-6 702	11 133	15 191
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 303	2 075	-1 749	-1 818	-1 451
Autres investissements	22 997	155 946	37 808	61 156	-20 469	19 593	22 301
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-2 335	135 629	31 770	64 450	-32 474	33 028	27 656
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-1 754	-3 643	-2 944	-402	600
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>25 693</b>	<b>-41 274</b>	<b>-6 734</b>	<b>-19 348</b>	<b>33 858</b>	<b>-22 230</b>	<b>4 237</b>

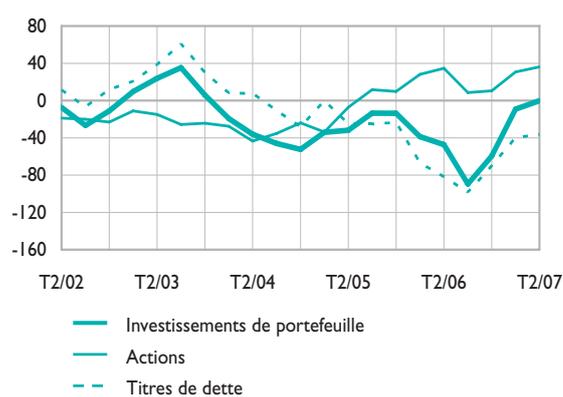
#### Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



#### Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

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

(données brutes en millions d'euros)

	1er trimestre 2007					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Recettes	75 794	36 391	14 426	3 092	5 642	2 353
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Biens	-11 811	3 982	982	333	108	-2 149
Recettes	51 639	15 924	6 157	1 649	2 622	2 018
Dépenses	63 449	11 942	5 175	1 316	2 514	4 168
Services	-1 849	948	396	54	-301	-29
Recettes	5 269	3 790	3 002	337	969	307
Dépenses	7 118	2 840	2 606	283	1 270	336
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	17 975	7 028	5 029	1 097	1 784	24
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Transferts courants	-1 681	2 806	29	-9	-270	-26
<b>Compte financier</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>
Investissements directs	-2 044	445	-4 186	-969	812	293
Français à l'étranger	-14 422	-2 682	-7 093	-1 158	548	-66
Étrangers en France	12 378	3 127	2 907	189	265	360
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-21 738	-11 836	2 071	-2 379	-2 779	-829
Actions	30 959	-14 753	1 354	-3 611	-2 914	-724
Obligations	-37 164	153	-1 461	643	-7	-103
Instruments du marché monétaire	-15 533	2 763	2 179	589	142	-2
Autres investissements	1 486	-24 974	16 718	3 253	893	1 566
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	2 579	-19 087	20 500	4 170	-142	1 427

(a) 13 pays membres (dont Slovaquie entrée au 1<sup>er</sup> janvier 2007)

(b) Danemark, Royaume-Uni, Suède, Institutions européennes et nouveaux pays membres (Chypre, République tchèque, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie, Bulgarie, Roumanie)

(c) Pas de ventilation géographique disponible pour les engagements

**Figure 9**  
**Balance des paiements (données mensuelles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007			Cumul 12 mois	
		juin	avril	mai	juin	juin
	(a)	(b)	(b)	(b)	(a)	(b)
<b>Compte de transactions courantes</b>	<b>74</b>	<b>-1 827</b>	<b>-6 700</b>	<b>265</b>	<b>-19 791</b>	<b>-18 999</b>
Biens	-1 277	-2 724	-3 678	-2 221	-27 808	-30 058
Services hors voyages	-221	-294	-515	219	-1 201	-4 818
Voyages	1 832	1 082	997	1 832	11 083	12 066
Revenus	1 578	2 812	-1 439	2 207	19 150	25 500
Transferts courants	-1 838	-2 703	-2 065	-1 772	-21 015	-21 689
<b>Compte de capital</b>	<b>114</b>	<b>3</b>	<b>1 101</b>	<b>58</b>	<b>-453</b>	<b>1 749</b>
<b>Compte financier</b>	<b>87</b>	<b>-1 042</b>	<b>10 870</b>	<b>-6 965</b>	<b>49 170</b>	<b>20 731</b>
Investissements directs	590	-3 744	1 058	-16 271	-36 727	-52 417
Français à l'étranger	-7 469	-11 557	-9 233	-24 963	-104 696	-128 784
Capital social	-3 479	-4 477	-2 840	-11 021	-39 230	-54 539
Bénéfices réinvestis	-1 714	-2 022	-2 022	-2 022	-19 302	-22 416
Autres opérations	-2 276	-5 058	-4 371	-11 920	-46 164	-51 829
Étrangers en France	8 059	7 813	10 291	8 692	67 969	76 367
Capital social	3 036	1 692	3 532	1 166	18 539	16 055
Bénéfices réinvestis	963	1 140	1 140	1 140	11 862	12 618
Autres opérations	4 060	4 981	5 619	6 386	37 568	47 694
Investissements de portefeuille	13 075	-2 596	-1 059	4 025	-47 239	-99
Avoirs	-13 798	-9 907	-14 678	-23 050	-221 653	-237 733
Actions	-4 442	1 356	16 511	-2 904	-24 165	-24 219
Obligations	-20 536	-16 710	-37 133	-24 733	-188 445	-213 123
Instruments du marché monétaire	11 180	5 447	5 944	4 587	-9 043	-391
Engagements	26 873	7 311	13 619	27 075	174 414	237 634
Actions	28 887	-4 169	-9 785	17 696	58 641	60 430
Obligations	4 993	1 901	13 233	13 938	114 790	165 445
Instruments du marché monétaire	-7 007	9 579	10 171	-4 559	983	11 759
Produits financiers dérivés	1 379	753	-588	-1 616	2 450	-2 943
Autres investissements	-16 323	4 442	10 778	7 081	128 038	82 581
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-3 444	-1 294	32 864	-3 914	105 152	92 660
Avoirs de réserve	1 366	103	681	-184	2 646	-6 389
<b>Erreurs et omissions nettes</b>	<b>-276</b>	<b>2 866</b>	<b>-5 271</b>	<b>6 642</b>	<b>-28 926</b>	<b>-3 483</b>

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

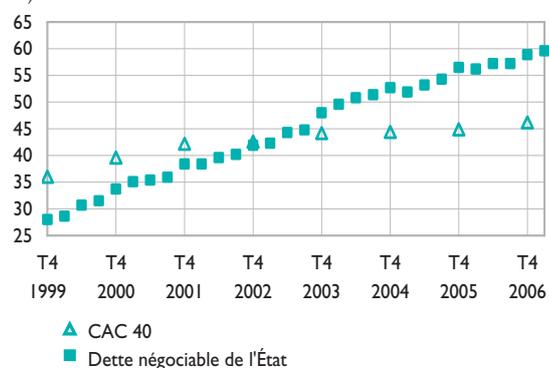
**Figure 10**  
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T1
<b>Créances</b>	<b>2 362,1</b>	<b>2 529,0</b>	<b>2 867,3</b>	<b>3 638,7</b>	<b>4 188,4</b>	<b>4 336,4</b>
Investissements directs français à l'étranger	559,1	573,6	620,7	747,9	820,2	815,2
<i>Capitaux propres</i>	390,2	380,1	407,5	479,5	522,0	516,2
<i>Autres opérations</i>	168,9	193,5	213,2	268,4	298,1	299,0
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	888,6	1 084,4	1 285,3	1 581,9	1 844,4	1 814,8
<i>IFM (secteur résident détenteur)</i>	390,5	480,3	562,4	661,6	749,1	821,0
<i>Non IFM (secteur résident détenteur)</i>	498,1	604,1	722,9	920,3	1 095,3	993,8
Produits financiers dérivés	103,1	93,1	99,7	178,4	279,7	346,3
Autres investissements	752,5	721,9	804,8	1 067,5	1 169,5	1 284,0
<i>IFM</i>	516,4	492,0	578,9	840,7	945,6	1 052,6
<i>Non IFM</i>	236,1	229,9	225,9	226,8	224,0	231,4
Avoirs de réserve	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6	76,0
<b>Engagements</b>	<b>-2 315,0</b>	<b>-2 594,8</b>	<b>-2 961,3</b>	<b>-3 720,3</b>	<b>-4 392,2</b>	<b>-4 578,3</b>
Investissements directs étrangers en France	-367,3	-417,8	-471,2	-532,3	-594,4	-583,6
<i>Capitaux propres</i>	-232,3	-267,4	-244,5	-263,7	-284,6	-325,1
<i>Autres opérations</i>	-135,1	-150,4	-226,7	-268,6	-309,8	-258,6
Investissements de portefeuille (titres français détenus par les non-résidents)	-1 054,5	-1 287,8	-1 459,8	-1 766,8	-2 018,8	-2 029,0
<i>IFM (secteur résident émetteur)</i>	-242,9	-287,6	-325,5	-414,7	-513,8	-502,2
<i>Non IFM (secteur résident émetteur)</i>	-811,5	-1 000,2	-1 134,3	-1 352,1	-1 505,0	-1 526,9
Produits financiers dérivés	-107,1	-117,0	-136,6	-226,6	-337,5	-379,5
Autres investissements	-786,1	-772,2	-893,7	-1 194,7	-1 441,5	-1 586,2
<i>IFM</i>	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 245,0	-1 381,6
<i>Non IFM</i>	-154,0	-148,1	-153,3	-178,5	-196,5	-204,5
<b>Position nette</b>	<b>47,2</b>	<b>-65,8</b>	<b>-94,0</b>	<b>-81,6</b>	<b>-203,7</b>	<b>-242,0</b>

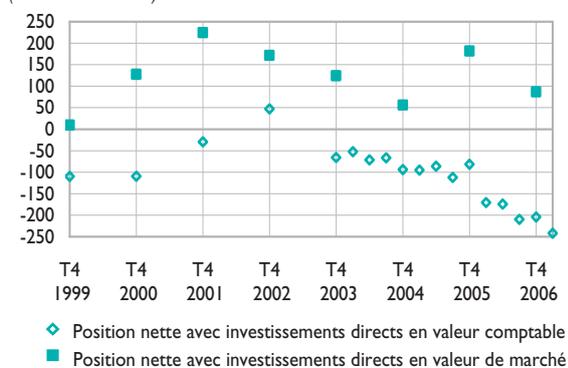
**Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État**

(en %)



**Position extérieure de la France**

(en milliards d'euros)



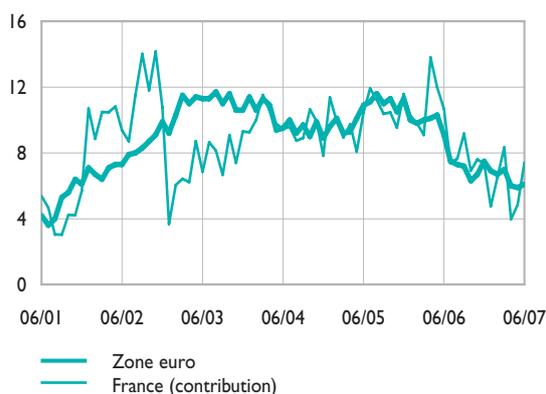
**Figure I I**  
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2006	2007						
	déc.	déc.	déc.	juin	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	
<b>M1</b>												
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,5	9,1	7,5	6,9	6,7	7,0	6,0	5,9	6,1	
France (contribution)	7,8	11,6	7,4	10,7	7,4	4,7	6,5	8,3	4,0	4,8	7,4	
<b>M2</b>												
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	9,0	9,3	9,1	8,9	9,5	8,8	9,3	9,5	
France (contribution)	7,1	8,1	8,4	8,1	8,4	7,4	8,4	10,8	8,5	9,8	11,1	
<b>M3</b>												
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,9	8,4	9,9	10,1	10,1	11,0	10,3	10,6	10,9	
France (contribution)	8,2	8,5	10,7	8,5	10,7	11,0	10,6	12,8	10,1	12,1	13,1	
<b>Crédits au secteur privé</b>												
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	11,0	10,8	10,7	10,4	10,6	10,4	10,4	10,8	
France (b)	9,0	9,3	12,7	12,2	12,7	12,5	11,8	11,9	12,6	13,1	13,4	

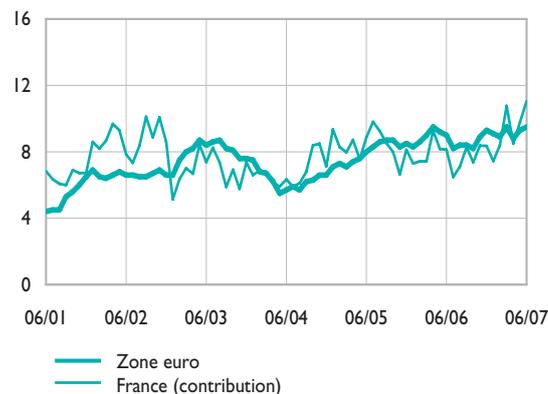
### M1

(taux de croissance annuel en %)



### M2

(taux de croissance annuel en %)



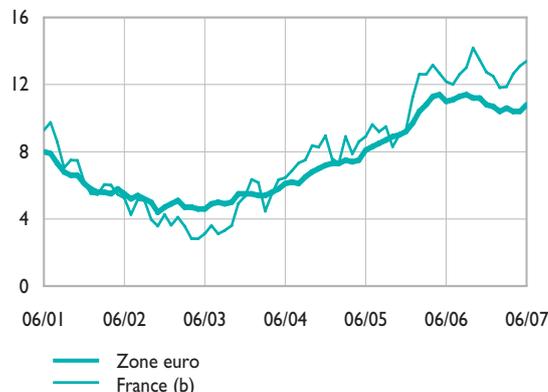
### M3

(taux de croissance annuel en %)



### Crédits au secteur privé

(taux de croissance annuel en %)



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 21 août 2007

**Figure 12**  
**Bilan de la Banque de France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Actif</b>								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	35,0	47,6	51,9	45,1	58,1
Crédits	17,7	27,4	23,6	28,3	32,8	36,5	29,8	43,6
IFM	17,3	27,1	23,3	28,0	32,5	36,3	29,6	43,4
Administration centrale	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
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	6,7	14,8	15,4	15,3	14,5
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	6,7	14,8	15,4	15,3	14,5
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	18,0	9,1	12,7	19,7	11,0
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	28,3	36,1	36,1	34,9	37,3
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	42,2	43,1	43,0	42,2	41,2
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	97,6	100,1	102,4	114,0	104,6
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>220,9</b>	<b>236,0</b>	<b>246,0</b>	<b>255,8</b>	<b>252,2</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	37,3	33,3	38,1	38,7	41,1
IFM	28,7	28,6	29,8	36,4	32,5	37,1	37,9	40,2
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,8
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Autres secteurs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts – reste du monde	7,3	8,2	16,1	11,2	17,7	20,2	18,7	19,5
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	172,5	183,7	187,7	198,5	191,6
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	113,1	119,0	120,5	121,2	122,7
Titres de créance émis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instruments du marché monétaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Capital et réserves	32,9	45,7	48,0	47,9	50,2	50,2	50,2	48,6
Autres	7,4	16,3	17,9	11,5	14,6	17,1	27,1	20,2
<b>Total</b>	<b>174,9</b>	<b>210,0</b>	<b>234,9</b>	<b>220,9</b>	<b>236,0</b>	<b>246,0</b>	<b>255,8</b>	<b>252,2</b>

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

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

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

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Actif</b>								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 466,0	3 735,4	3 822,0	3 873,4	3 889,1
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 646,4	2 855,7	2 911,0	2 930,9	2 971,0
IFM	1 013,1	996,3	1 062,0	1 031,2	1 119,0	1 148,7	1 153,2	1 172,4
APU	139,5	150,8	155,7	150,7	158,0	154,5	154,1	163,8
Secteur privé	1 263,8	1 376,4	1 527,4	1 464,5	1 578,7	1 607,8	1 623,7	1 634,8
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	483,3	491,5	504,1	518,2	511,7
IFM ≤ 2 ans	162,6	140,0	172,4	160,2	169,5	178,0	184,4	174,7
IFM > 2 ans	53,3	57,4	65,7	61,0	70,2	70,0	72,4	73,8
APU	155,8	168,6	152,7	166,5	159,2	156,3	162,6	164,5
Secteur privé	89,4	89,6	90,3	95,6	92,6	99,8	98,8	98,7
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	81,3	85,1	87,4	85,7	87,2
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	255,0	303,1	319,5	338,6	319,3
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	809,4	928,4	936,3	957,5	947,9
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	853,2	1 051,7	1 110,1	1 131,8	1 080,1
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	666,8	906,2	859,2	846,5	956,9
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>5 795,5</b>	<b>6 621,6</b>	<b>6 727,6</b>	<b>6 809,1</b>	<b>6 874,0</b>
<b>Passif</b>								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 261,8	2 379,3	2 410,5	2 410,2	2 485,3
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	1 028,4	1 122,5	1 144,7	1 144,0	1 186,5
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	33,8	22,2	14,9	18,8	33,4
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 199,7	1 234,6	1 250,9	1 247,5	1 265,3
Dépôts à vue	357,1	395,3	419,1	405,8	404,7	413,5	407,2	432,5
Dépôts à terme ≤ 2 ans	45,5	53,4	64,2	60,6	79,4	82,1	87,0	86,9
Dépôts à terme > 2 ans	306,4	307,1	297,3	298,6	287,7	286,5	285,6	284,2
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	377,5	392,6	416,7	401,1	424,8	426,3	425,6	424,4
Pensions	43,2	37,4	33,9	33,5	38,0	42,5	42,0	37,3
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	319,3	365,4	356,8	365,5	354,6
IFM	201,5	226,4	265,8	262,7	288,0	282,9	284,4	269,1
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	56,6	77,4	73,8	81,2	85,5
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	825,6	1 033,2	1 100,2	1 141,8	1 100,4
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 388,8	2 843,7	2 860,2	2 891,6	2 933,8
Titres de créance émis ≤ 2 ans	259,4	271,3	335,6	312,5	340,9	353,8	380,9	352,9
Titres de créance émis > 2 ans	404,8	458,6	531,2	487,2	560,1	565,5	573,8	587,6
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	412,9	466,6	484,0	488,8	477,6
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	335,6	381,9	383,9	384,7	387,2
Autres	521,1	765,0	944,6	840,5	1 094,3	1 073,1	1 063,4	1 128,5
<b>Total</b>	<b>4 783,8</b>	<b>5 471,9</b>	<b>6 172,3</b>	<b>5 795,5</b>	<b>6 621,6</b>	<b>6 727,6</b>	<b>6 809,1</b>	<b>6 874,0</b>

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

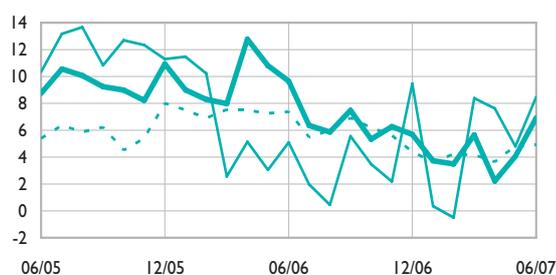
**Figure 14**  
**Dépôts – France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Dépôts à vue</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	448,0	417,0	424,4	433,8	424,9	445,1
Ménages et assimilés	212,9	230,1	240,0	233,1	233,7	241,6	236,2	244,3
Sociétés non financières	124,2	139,9	151,9	137,5	138,9	139,0	136,8	148,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	47,8	55,6	56,1	46,4	51,8	53,2	51,9	52,2
Autres agents	17,5	22,6	25,4	33,6	29,5	29,7	31,7	37,1
<b>Total – Encours</b>	<b>402,4</b>	<b>448,1</b>	<b>473,4</b>	<b>450,6</b>	<b>453,9</b>	<b>463,6</b>	<b>456,6</b>	<b>482,2</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>5,8</b>	<b>10,9</b>	<b>5,7</b>	<b>9,6</b>	<b>5,7</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>6,9</b>
<b>Comptes sur livret</b>								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	111,2	115,6	115,8	115,6	115,3
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,3	18,7	18,8	18,8	18,9
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,5	38,1	38,2	38,0	37,8
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	49,0	57,2	58,4	58,8	59,2
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	56,5	58,2	58,3	58,3	58,4
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,4	6,7	6,7	6,8	6,8
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	122,1	130,4	130,0	129,3	128,1
<b>Total – Encours</b>	<b>377,5</b>	<b>392,6</b>	<b>416,7</b>	<b>401,1</b>	<b>424,8</b>	<b>426,3</b>	<b>425,6</b>	<b>424,4</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,3</b>	<b>4,0</b>	<b>6,2</b>	<b>3,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>

**Dépôts à vue**

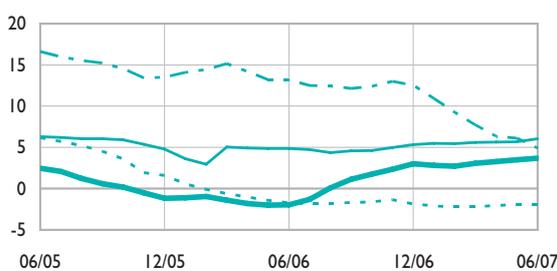
(en taux de croissance annuel)



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

**Comptes sur livret**

(en taux de croissance annuel)



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

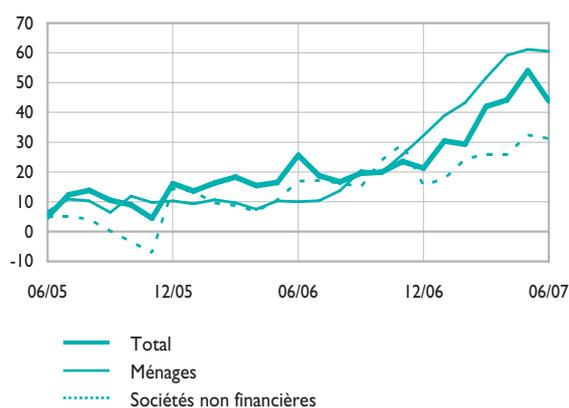
**Figure 15**  
**Dépôts à terme – France**

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	juin	mars	avril	mai	juin
<b>Dépôts à terme ≤ 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	50,9	66,0	67,3	72,0	73,0
Ménages et assimilés	18,6	20,8	27,2	22,2	31,5	32,8	34,2	35,4
Sociétés non financières	22,8	26,5	30,4	28,3	33,9	33,8	37,0	36,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,3	0,5	0,4	0,6	0,7	0,8	0,7
Autres agents	3,8	5,8	6,3	9,8	13,5	14,8	15,0	13,9
<b>Total – Encours</b>	<b>45,5</b>	<b>53,4</b>	<b>64,2</b>	<b>60,6</b>	<b>79,4</b>	<b>82,1</b>	<b>87,0</b>	<b>86,9</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>-7,6</b>	<b>16,1</b>	<b>21,3</b>	<b>25,6</b>	<b>42,0</b>	<b>44,2</b>	<b>54,0</b>	<b>43,8</b>
<b>Dépôts à terme &gt; 2 ans</b>								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	277,1	266,8	265,6	265,3	263,3
Ménages et assimilés	282,6	281,4	260,1	263,6	253,1	251,8	251,5	249,4
PEL	224,2	225,6	206,1	209,3	198,8	197,3	195,9	194,0
PEP	42,5	39,0	35,0	36,1	34,0	33,6	33,4	33,1
Autres	15,9	16,8	19,1	18,2	20,3	20,8	22,2	22,4
Sociétés non financières	13,1	13,5	13,4	13,4	13,7	13,7	13,7	13,8
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Autres agents	10,6	12,1	23,7	21,6	20,9	21,0	20,3	20,8
<b>Total – Encours</b>	<b>306,4</b>	<b>307,1</b>	<b>297,3</b>	<b>298,6</b>	<b>287,7</b>	<b>286,5</b>	<b>285,6</b>	<b>284,2</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,9</b>

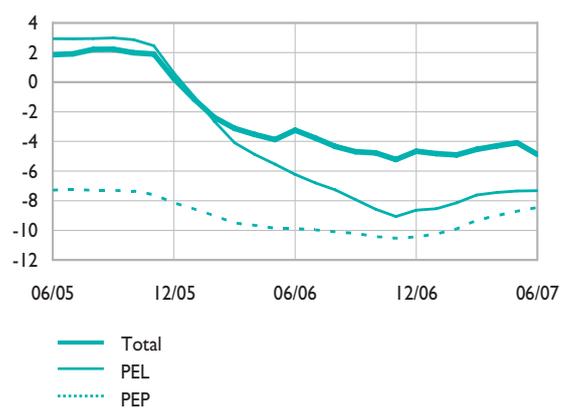
### Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



### Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



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

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

	2004	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	déc.	juin	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Crédits des institutions financières monétaires</b>									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 464,7	1 563,6	1 578,9	1 608,0	1 623,9	1 635,0
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	150,8	152,4	158,0	154,5	154,1	163,8
<b>Total – Encours</b>	<b>1 403,7</b>	<b>1 527,5</b>	<b>1 683,4</b>	<b>1 615,5</b>	<b>1 716,0</b>	<b>1 737,0</b>	<b>1 762,5</b>	<b>1 778,0</b>	<b>1 798,8</b>
Secteur privé	8,3	8,9	11,7	11,2	10,5	10,7	11,5	12,0	12,3
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	11,4	6,5	6,9	6,5	6,8	8,7
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>7,4</b>	<b>8,8</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières</b>									
Investissement	216,3	229,9	250,7	241,5	254,9	255,7	257,3	261,6	262,3
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	169,0	171,8	176,7	180,7	181,9	187,6
Autres objets	180,9	193,0	208,4	200,5	208,1	210,6	212,7	212,2	215,3
<b>Total – Encours</b>	<b>541,5</b>	<b>579,6</b>	<b>630,5</b>	<b>611,1</b>	<b>634,8</b>	<b>643,0</b>	<b>650,7</b>	<b>655,7</b>	<b>665,1</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>10,0</b>	<b>10,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>10,0</b>
<b>Crédits des établissements de crédit aux ménages</b>									
Habitat	438,1	503,6	578,6	540,0	588,6	594,6	598,8	605,1	614,0
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	132,8	132,2	133,6	133,9	135,4	136,3
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,8	80,8	81,0	82,0	81,1	81,6
<b>Total – Encours</b>	<b>639,5</b>	<b>712,9</b>	<b>792,7</b>	<b>753,6</b>	<b>801,6</b>	<b>809,2</b>	<b>814,6</b>	<b>821,6</b>	<b>831,9</b>
<b>Total – Taux de croissance</b>	<b>9,6</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,4</b>	<b>11,4</b>	<b>11,3</b>	<b>11,4</b>	<b>11,2</b>	<b>10,7</b>

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



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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 21 août 2007

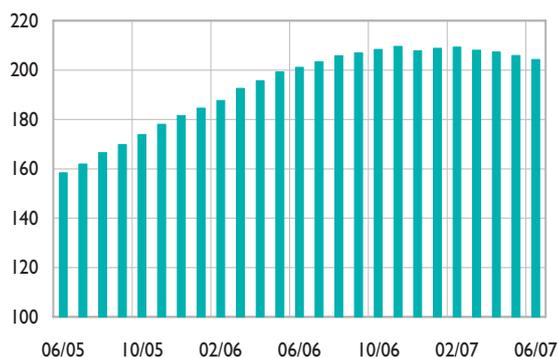
**Figure 18**  
**Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France**

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

	2006			2007		
	avril	mai	juin	avril	mai	juin
<b>Ensemble des contrats nouveaux</b>	<b>509,4</b>	<b>520,3</b>	<b>520,6</b>	<b>504,9</b>	<b>498,3</b>	<b>495,9</b>
<b>Crédits aux ménages</b>	<b>195,6</b>	<b>199,2</b>	<b>201,1</b>	<b>207,3</b>	<b>205,9</b>	<b>204,3</b>
Consommation (hors découvert)	50,0	50,5	50,6	54,5	54,5	54,9
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	42,1	41,7	41,0	31,6	30,7	29,1
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	103,5	107,0	109,5	121,2	120,7	120,3
<b>Crédits aux sociétés non financières</b>	<b>313,8</b>	<b>321,1</b>	<b>319,5</b>	<b>297,6</b>	<b>292,4</b>	<b>291,6</b>
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	236,9	240,9	237,8	198,2	192,2	189,8
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	76,9	80,2	81,7	99,4	100,2	101,8

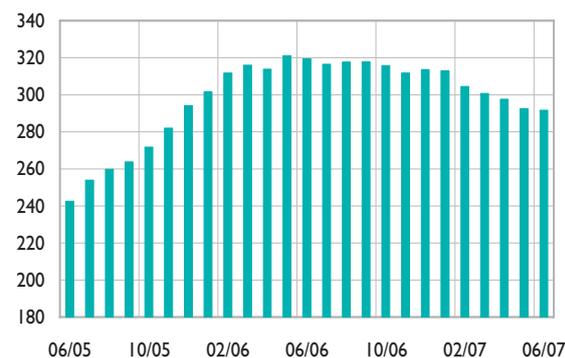
**Ménages**

(en milliards d'euros)



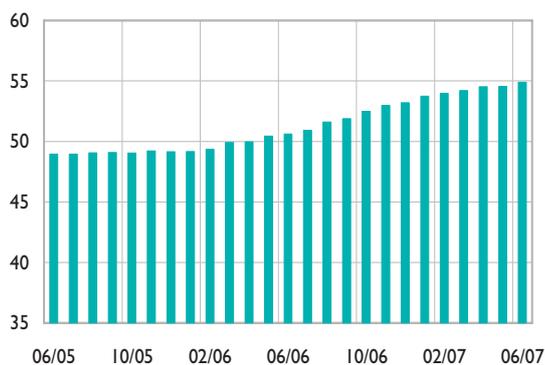
**Sociétés**

(en milliards d'euros)



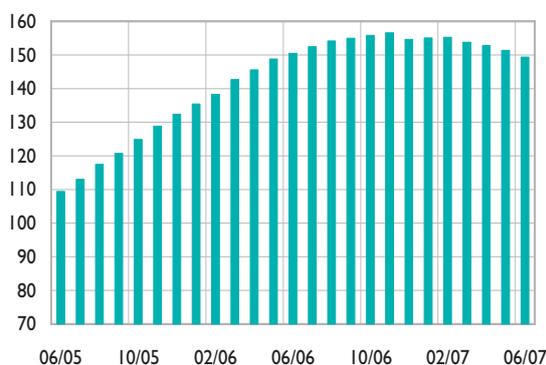
**Consommation des ménages (hors découvert)**

(en milliards d'euros)



**Habitat des ménages**

(en milliards d'euros)



Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

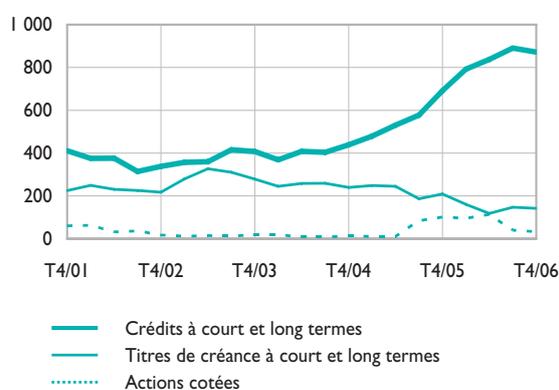
**Figure 19**  
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005	2006				2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
<b>Financements</b>							
<b>Endettement</b>	<b>924,6</b>	<b>989,4</b>	<b>977,2</b>	<b>1 056,5</b>	<b>1 025,1</b>	<b>227,4</b>	<b>16 371,6</b>
Crédits à court terme	91,7	118,3	124,2	158,8	148,8	34,4	1 801,6
Crédits à long terme	600,4	673,7	713,8	731,5	722,8	222,4	8 647,2
Titres de créance à court terme	-0,9	-7,3	-17,8	-8,7	4,0	-22,6	824,8
Titres de créance à long terme	209,6	168,1	136,2	156,4	137,7	-15,4	4 771,3
Dépôts reçus par les administrations publiques (a)	23,9	36,6	20,8	18,5	11,7	8,6	326,7
<b>Émissions d'actions et fonds de pension</b>							
Actions cotées	101,6	95,9	113,5	40,5	33,0	12,4	4 448,0
Réserves pour fonds de pension des SNF	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3	3,3	326,1
<b>Placements</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>							
Monnaie fiduciaire	53,3	49,8	47,1	46,9	47,8	26,5	513,3
Dépôts à vue	230,2	182,3	174,6	164,2	163,8	118,8	2 721,1
Dépôts remboursables avec préavis	45,3	47,1	32,0	23,0	12,7	3,8	1 500,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	26,2	70,1	108,0	152,1	202,4	85,2	1 795,6
Dépôts des administrations centrales	10,9	5,4	-3,4	21,4	-16,2	-46,4	156,9
Dépôts auprès des non IFM	21,9	31,7	23,7	19,9	14,5	12,2	373,8
Titres de créance à court terme	-15,2	19,8	20,5	31,8	47,3	-6,1	163,4
Titres d'OPCVM monétaires	-1,2	-3,0	-4,5	1,8	2,4	-9,1	350,7
Pensions sur titres auprès des IFM	-8,2	2,1	7,1	16,1	17,7	4,0	97,9
<b>Placements à moyen et long termes</b>							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	112,2	126,7	129,6	135,8	138,6	50,5	1 663,6
Titres de créance à moyen et long termes	44,0	52,9	62,8	92,4	110,8	32,6	1 848,1
Actions cotées	30,9	-15,0	15,7	32,0	0,9	-27,9	3 373,3
Assurance-vie et fonds de pension	324,1	329,7	314,5	303,9	282,8	71,5	5 050,1
Titres d'OPCVM non monétaires	91,4	68,8	47,1	-6,3	-25,8	-6,6	1 848,8

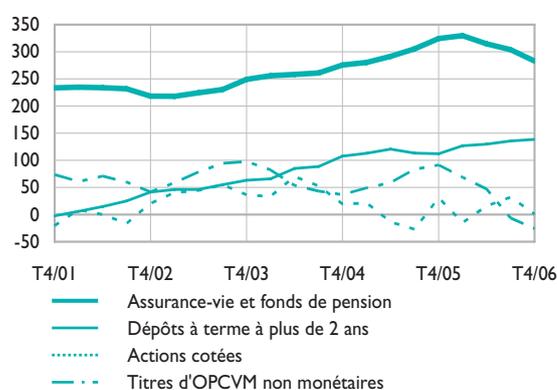
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



(a) 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 21 août 2007

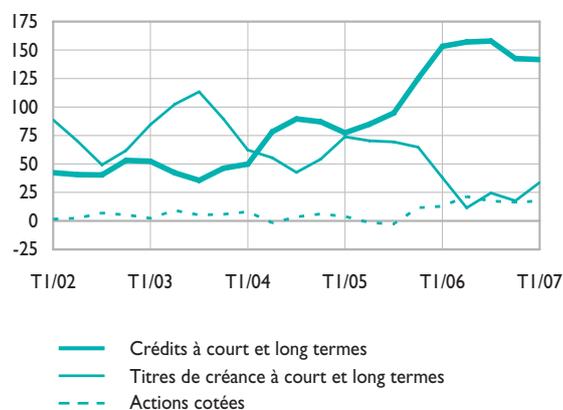
**Figure 20**  
**Financements et placements des agents non financiers – France**

(en milliards d'euros)

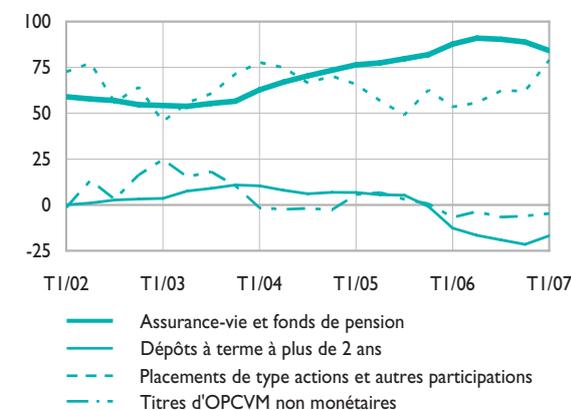
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux 2007 T1	Encours 2007 mars
	2006					
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars
<b>Financements (a)</b>						
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>238,8</b>	<b>226,6</b>	<b>229,6</b>	<b>215,0</b>	<b>231,9</b>	<b>3 056,7</b>
Crédits à court terme	21,8	19,8	21,4	7,8	14,2	235,3
Crédits à long terme	131,4	137,3	136,3	134,7	127,5	1 427,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	47,7	57,9	47,2	54,8	56,4	377,4
Titres de créance à court terme	-20,3	-26,3	-24,0	-28,4	-7,8	120,3
Titres de créance à long terme	58,3	37,8	48,6	46,1	41,6	1 224,0
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>78,9</b>	<b>93,6</b>	<b>88,2</b>	<b>99,4</b>	<b>107,7</b>	<b>4 660,2</b>
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	3 225,6
<b>Placements</b>						
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>110,2</b>	<b>65,0</b>	<b>80,4</b>	<b>70,5</b>	<b>75,2</b>	<b>1 371,7</b>
Monnaie fiduciaire	3,1	4,5	4,2	4,4	5,1	43,4
Dépôts à vue	24,6	28,3	25,0	23,7	22,6	424,4
Placements à vue	17,2	14,9	19,3	24,0	23,5	419,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	4,2	6,4	8,2	10,9	17,9	66,0
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	22,2
Autres dépôts (à l'étranger ...)	12,6	-10,4	-10,0	2,0	1,2	118,7
Titres de créance à court terme émis par les IFM	17,1	13,1	13,6	12,8	2,8	28,8
Titres d'OPCVM monétaires	12,9	8,7	17,7	13,1	26,5	241,6
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	0,8
Autres titres à court terme	6,4	6,0	10,6	8,2	4,4	6,8
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>137,4</b>	<b>142,9</b>	<b>136,1</b>	<b>141,7</b>	<b>154,0</b>	<b>5 808,9</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,6	-16,5	-19,1	-21,4	-16,8	266,7
Placements de type obligataire	16,0	13,3	1,3	5,7	6,1	173,1
Placements de type actions et autres participations	53,4	55,6	62,2	62,1	79,0	3 978,1
Assurance-vie et fonds de pension	87,7	91,0	90,3	88,8	84,2	1 152,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-7,0	-0,5	1,4	6,5	1,5	238,7

**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

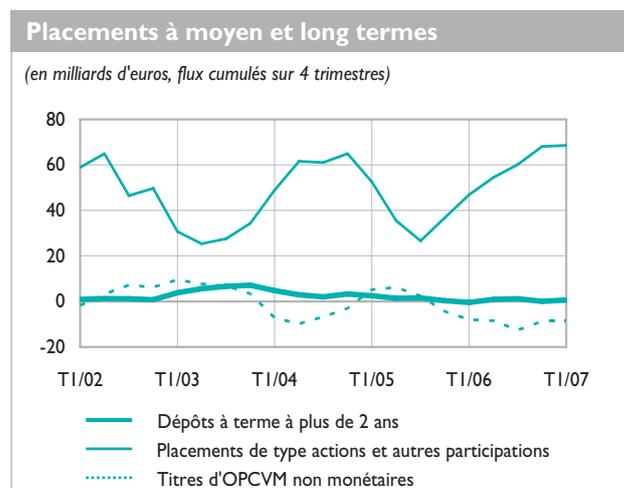
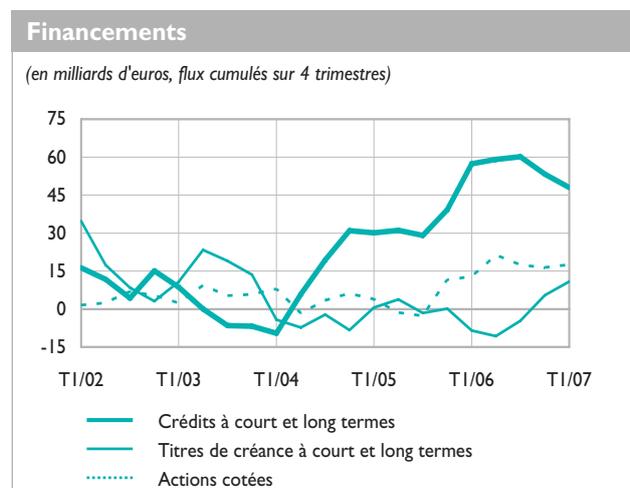
Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

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

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				2007	Flux 2007	Encours 2007
	2006						
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
<b>Financements des sociétés non financières</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>96,6</b>	<b>106,2</b>	<b>102,7</b>	<b>113,5</b>	<b>115,3</b>	<b>29,2</b>	<b>964,2</b>
Crédits à court terme	10,9	10,3	13,2	8,6	9,1	1,6	163,8
Crédits à long terme	46,5	48,7	47,0	44,7	38,9	10,8	509,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents	47,7	57,9	47,2	54,8	56,4	16,5	377,4
Titres de créance à court terme	-3,8	-5,6	-1,9	2,2	3,9	3,9	34,2
Titres de créance à long terme	-4,7	-5,1	-2,8	3,3	7,0	-3,6	261,5
<b>Émissions d'actions et autres parts sociales</b>	<b>78,9</b>	<b>93,6</b>	<b>88,2</b>	<b>99,4</b>	<b>107,7</b>	<b>30,1</b>	<b>4 660,2</b>
Actions cotées	12,9	21,3	17,4	16,4	17,6	1,8	1 434,7
Autres types de parts sociales	66,0	72,3	70,8	83,0	90,1	28,3	3 225,6
<b>Placements des sociétés non financières</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>32,0</b>	<b>29,9</b>	<b>42,7</b>	<b>42,8</b>	<b>43,8</b>	<b>7,6</b>	<b>383,5</b>
Monnaie fiduciaire	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	-0,2	6,7
Dépôts à vue	3,1	6,5	7,1	13,1	10,8	-13,0	138,9
Placements à vue	-1,0	-1,9	-1,4	-1,3	-1,3	-0,5	2,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	2,2	4,1	3,8	4,1	7,0	3,5	33,9
Autres dépôts (à l'étranger ...)	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,9
Titres de créance à court terme émis par les IFM	16,3	12,2	12,3	11,6	2,2	1,1	21,9
Titres d'OPCVM monétaires	11,7	8,7	15,8	11,1	21,7	17,0	176,0
Pensions sur titres auprès des IFM	-1,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,8
Autres titres à court terme	0,9	0,6	5,3	3,9	2,7	-0,3	2,0
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>48,2</b>	<b>54,3</b>	<b>52,5</b>	<b>65,0</b>	<b>67,0</b>	<b>12,7</b>	<b>2 963,6</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-0,5	0,9	1,1	0,1	0,6	0,2	13,7
Placements de type obligataire	7,6	2,7	-3,7	0,8	3,5	1,0	56,9
Placements de type actions et autres participations	46,8	54,4	60,2	68,1	68,5	13,2	2 859,3
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-5,8	-3,7	-5,1	-4,0	-5,7	-1,8	33,8



(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 21 août 2007

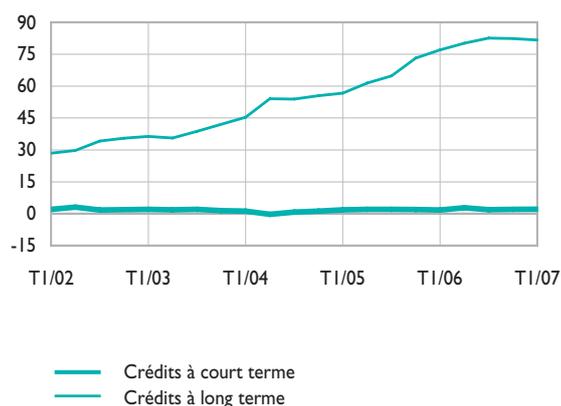
**Figure 22**  
**Financements et placements des ménages – France**

(en milliards d'euros)

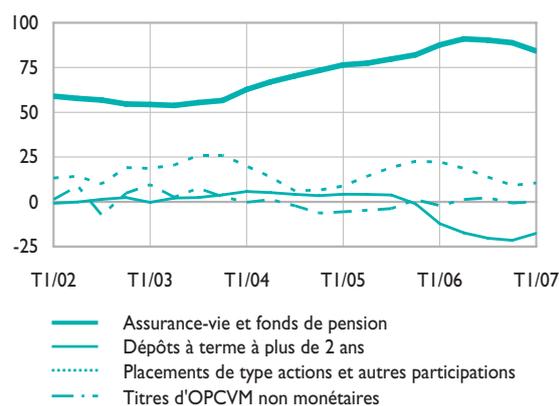
	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux	Encours	
	2006		2007				2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1 mars	
<b>Financements des ménages</b>							
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>78,9</b>	<b>83,0</b>	<b>84,5</b>	<b>84,4</b>	<b>83,8</b>	<b>16,4</b>	<b>830,8</b>
Crédits à court terme	1,8	2,8	1,9	2,1	2,1	-0,1	41,2
Crédits à long terme	77,1	80,2	82,6	82,4	81,7	16,5	789,7
<b>Placements des ménages</b>							
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>51,3</b>	<b>27,8</b>	<b>35,7</b>	<b>50,3</b>	<b>54,8</b>	<b>26,4</b>	<b>891,9</b>
Monnaie fiduciaire	2,5	3,8	3,6	3,7	4,5	-0,8	36,7
Dépôts à vue	15,8	16,0	15,2	10,1	9,4	-6,2	233,7
Placements à vue	18,1	16,9	20,7	25,4	24,9	8,5	416,4
Dépôts à terme à moins de 2 ans	1,9	2,0	4,2	6,6	10,8	4,4	31,5
Autres dépôts (à l'étranger ...)	12,8	-9,9	-9,5	2,3	1,2	15,1	117,8
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,8	0,6	0,9	0,8	0,1	0,0	4,6
Titres d'OPCVM monétaires	-0,5	-1,7	0,7	1,2	4,0	5,4	51,2
Autres titres à court terme	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>94,5</b>	<b>92,4</b>	<b>86,2</b>	<b>80,2</b>	<b>81,1</b>	<b>23,5</b>	<b>2 447,1</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,1	-17,3	-20,2	-21,5	-17,5	-7,1	253,0
Placements de type obligataire	-3,0	-3,2	-3,6	-2,6	-2,6	-1,0	67,9
Placements de type actions et autres participations	22,3	18,7	13,7	9,2	10,6	5,3	791,6
Assurance-vie et fonds de pension	87,7	91,0	90,3	88,8	84,2	26,1	1 152,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (a)	-0,3	3,3	6,2	6,4	6,4	0,1	182,4

**Financements**

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


**Placements à moyen et long termes**

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



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

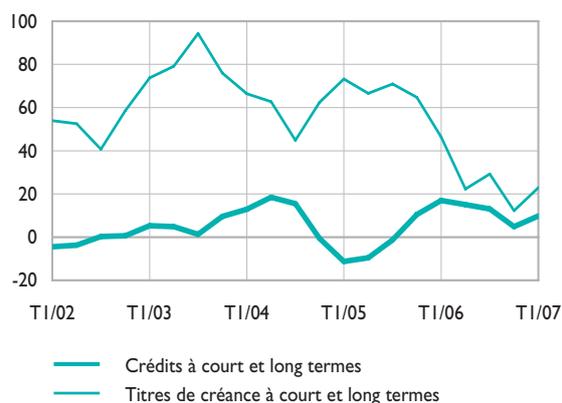
**Figure 23**  
Financements et placements des administrations publiques – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres				Flux 2007 T1	Encours 2007 mars
	2006		2007			
	T1	T2	T3	T4	T1	T1
<b>Financements des administrations publiques (a)</b>						
<b>Endettement au sens de la comptabilité nationale</b>	<b>63,4</b>	<b>37,3</b>	<b>42,4</b>	<b>17,1</b>	<b>32,8</b>	<b>1 261,6</b>
Crédits à court terme	9,2	6,7	6,4	-2,8	2,9	30,4
Crédits à long terme	7,8	8,3	6,7	7,7	6,9	128,3
Titres de créance à court terme	-16,5	-20,6	-22,1	-30,6	-11,7	86,1
Titres de créance à long terme	62,9	43,0	51,4	42,8	34,6	962,5
<b>Placements des administrations publiques</b>						
<b>Dépôts et titres à court terme</b>	<b>26,9</b>	<b>7,2</b>	<b>2,0</b>	<b>-22,5</b>	<b>-23,3</b>	<b>96,2</b>
Monnaie fiduciaire	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dépôts à vue	5,8	5,7	2,7	0,5	2,5	51,8
Placements à vue	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	22,2
Autres dépôts (à l'étranger ...)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	2,2
Titres d'OPCVM monétaires	1,7	1,6	1,2	0,8	0,8	14,4
Autres titres à court terme	5,5	5,4	5,4	4,4	1,7	4,8
<b>Placements à moyen et long termes</b>	<b>-5,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>5,9</b>	<b>398,2</b>
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	11,4	13,8	8,7	7,4	5,3	48,4
Placements de type actions et autres participations	-15,7	-17,5	-11,6	-15,1	-0,1	327,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-0,9	-0,1	0,4	4,2	0,8	22,5

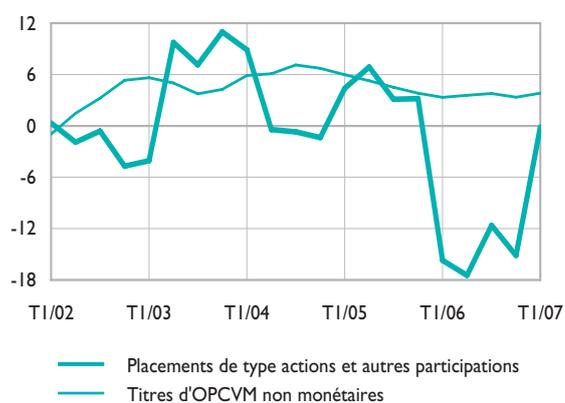
### Financements

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



### Placements à moyen et long termes

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



(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

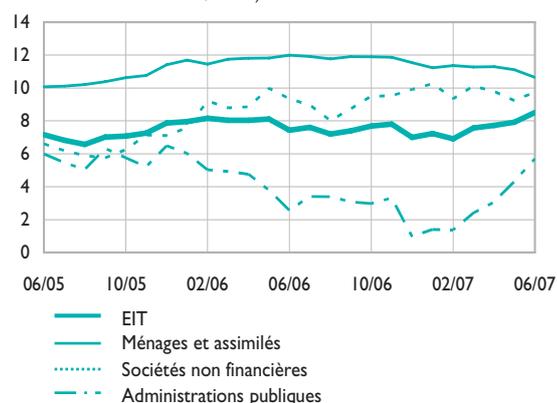
**Figure 24**  
**Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France**

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

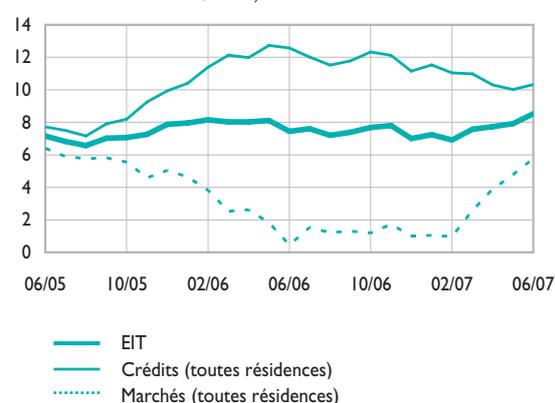
	Taux de croissance annuel						Encours 2007 juin
	2004	2005	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	avril	mai	juin	
<b>Endettement Intérieur Total</b>	<b>6,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,7</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>3 434,0</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,3	11,1	10,7	854,1
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	3,3	1,4	-1,7	40,5
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,7	11,6	11,4	813,6
Sociétés non financières	4,5	7,1	9,9	9,8	9,2	9,8	1 383,2
≤ 1 an	8,1	11,2	11,4	11,4	10,8	11,3	524,6
> 1 an	2,6	4,8	9,1	8,8	8,3	8,8	858,5
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	3,1	4,3	5,7	1 196,8
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	-1,7	3,6	9,1	138,2
> 1 an	8,2	8,1	4,2	3,7	4,4	5,3	1 058,6
<b>Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)</b>	<b>6,8</b>	<b>9,1</b>	<b>9,8</b>	<b>9,4</b>	<b>9,4</b>	<b>9,9</b>	<b>1 714,2</b>
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	11,3	11,1	10,7	854,1
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	3,3	1,4	-1,7	40,5
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,7	11,6	11,4	813,6
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,4	7,8	8,0	9,5	695,7
≤ 1 an	4,5	5,0	8,2	7,4	7,0	12,0	173,5
> 1 an	6,1	7,5	9,8	7,9	8,3	8,7	522,3
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,2	6,2	6,5	8,4	164,4
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	6,7	3,4	0,2	30,6
> 1 an	1,4	6,9	6,0	6,0	7,2	10,4	133,8
<b>Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)</b>	<b>9,0</b>	<b>14,1</b>	<b>17,7</b>	<b>14,7</b>	<b>12,9</b>	<b>12,1</b>	<b>389,8</b>
<b>Financements de marché</b>	<b>5,8</b>	<b>5,0</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>1 330,1</b>
Sociétés non financières	-2,2	0,8	3,4	8,2	8,1	8,1	309,1
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	22,7	31,8	23,6	38,7
> 1 an	-2,5	-0,4	2,9	6,3	5,1	6,2	270,3
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	2,6	3,8	5,1	1 021,0
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	-4,2	1,5	10,3	96,2
> 1 an	9,3	8,3	4,0	3,4	4,0	4,6	924,8

**EIT – Répartition par agents**

(taux de croissance annuel, en %)


**EIT – Répartition par nature de financement**

(taux de croissance annuel, en %)

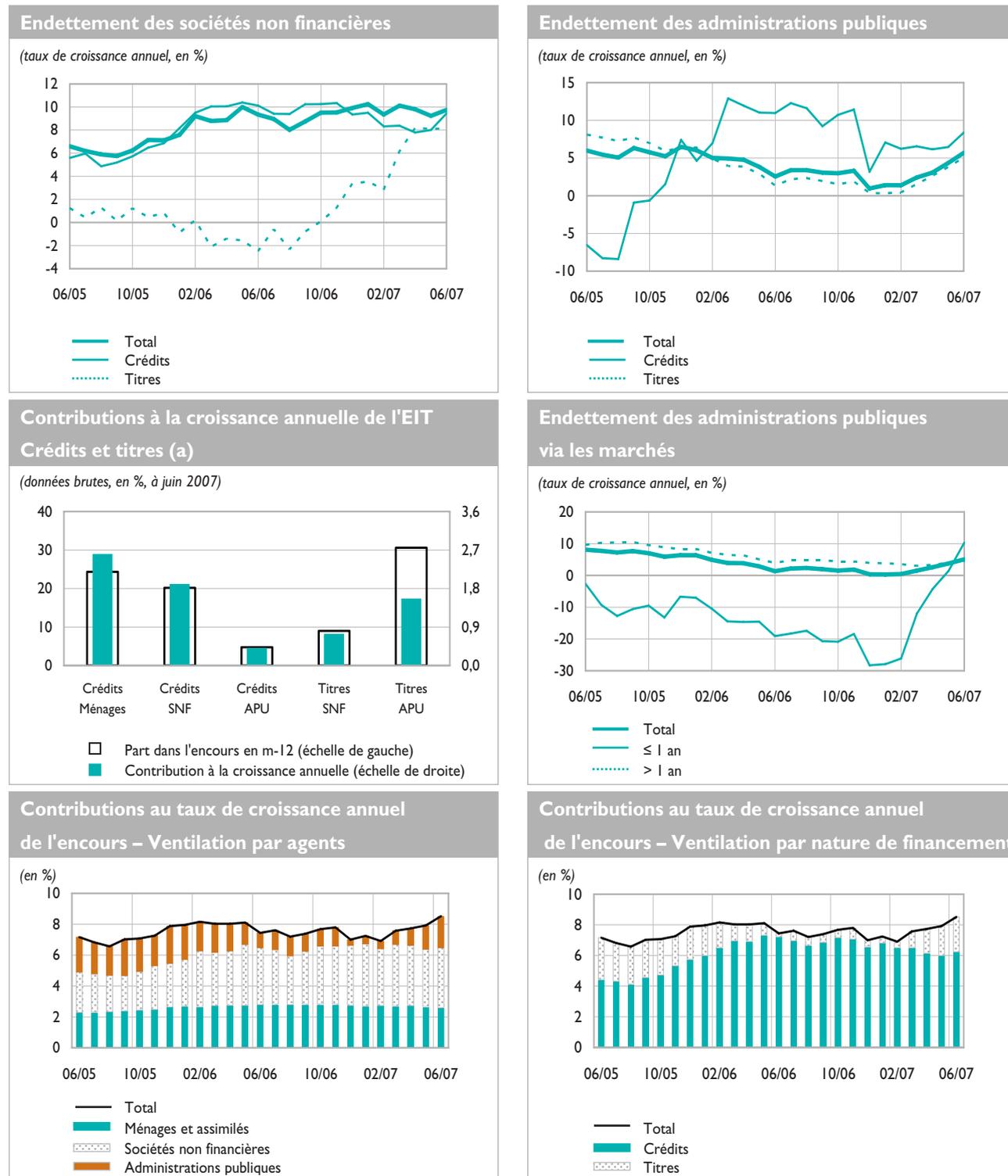


(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages

(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

(c) 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.

Figure 25  
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

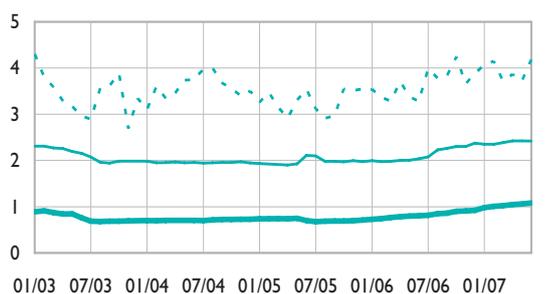
**Figure 26**  
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	juin	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Zone euro</b>								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,81	1,00	1,02	1,04	1,06	1,08
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,04	2,35	2,39	2,42	2,43	2,42
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,88	3,27	4,15	3,72	3,87	3,72	4,18
<b>France</b>								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,25	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,35	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,28	2,68	2,77	2,76	2,75	2,77
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	2,79	3,54	3,55	3,64	3,66	3,65
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,49	3,51	3,53	3,50	3,52	3,56

**Zone euro**

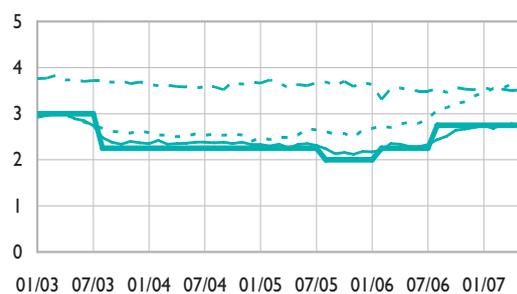
(taux mensuels moyens en %)



- Dépôts à vue des ménages
- Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois
- ..... Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans
- - - - Dépôts à terme ≤ 2 ans

**France**

(taux mensuels moyens en %)

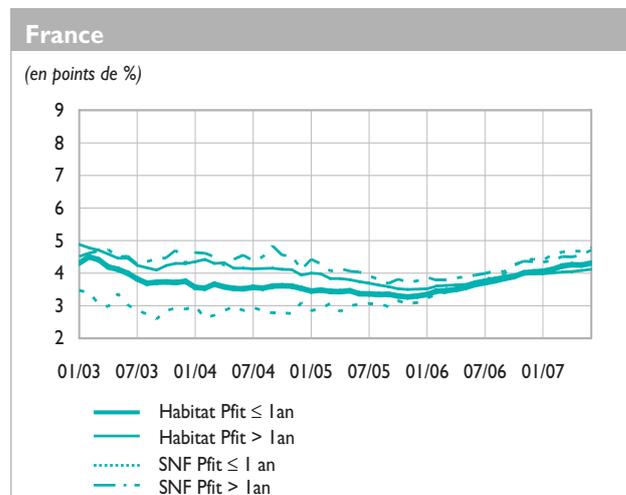
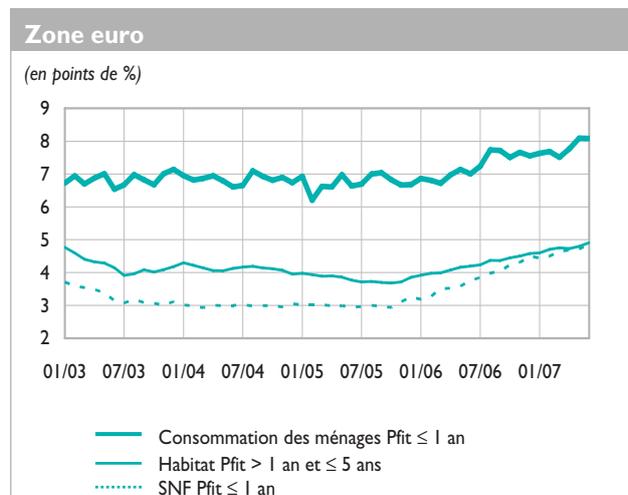


- Livret A
- Livrets à taux du marché
- ..... Dépôts à terme ≤ 2 ans
- - - - Dépôts à terme > 2 ans

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

(taux mensuels moyens en %)

	2006						2007					
	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin
<b>Zone euro</b>												
<b>Consommation des ménages</b>												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,23	7,73	7,72	7,50	7,66	7,56	7,63	7,69	7,51	7,77	8,10	8,08
<b>Habitat</b>												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,24	4,37	4,37	4,45	4,50	4,58	4,60	4,71	4,76	4,73	4,80	4,91
<b>SNF &gt; à EUR 1 million</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,85	3,98	4,04	4,24	4,31	4,50	4,44	4,50	4,65	4,69	4,71	4,86
<b>France</b>												
<b>Consommation des ménages</b>	<b>6,07</b>	<b>6,21</b>	<b>6,18</b>	<b>6,06</b>	<b>6,26</b>	<b>6,32</b>	<b>6,46</b>	<b>6,57</b>	<b>6,55</b>	<b>6,49</b>	<b>6,53</b>	<b>6,55</b>
<b>Habitat</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,70	3,76	3,83	3,89	4,01	4,04	4,06	4,12	4,22	4,26	4,25	4,31
Pfit > 1 an (a)	3,80	3,85	3,91	3,95	3,97	3,98	3,98	4,01	4,03	4,05	4,08	4,12
<b>SNF</b>												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,85	3,82	3,98	4,25	4,37	4,43	4,40	4,57	4,65	4,68	4,67	4,79
Pfit > 1 an (a)	3,99	4,06	4,05	4,24	4,37	4,35	4,34	4,39	4,51	4,50	4,55	4,71



(a) Pfit : période de fixation initiale du taux. C'est la période pendant laquelle le taux d'un contrat est fixe. Elle égale la durée du crédit lorsque le taux est fixe.

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.

Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

**Figure 28**  
**Coût du crédit – France**

(en %)

	2006			2007	
	T2	T3	T4	T1	T2
<b>Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	13,65	14,11	14,30	14,44	14,89
Prêts personnels > 1 524 €	6,36	6,40	6,33	6,54	6,70
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	4,49	4,62	4,79	4,70	4,81
Prêts à taux variable	4,18	4,30	4,59	4,68	4,90
<b>Seuils applicables à partir du 1<sup>er</sup> jour de la période indiquée</b>					
	2006		2007		
	juil.	oct.	janv.	avril	juil.
<b>Crédit aux particuliers - Taux de l'usure</b>					
<b>Prêts de trésorerie</b>					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	18,20	18,81	19,07	19,25	19,85
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,48	8,53	8,44	8,72	8,93
<b>Prêts immobiliers</b>					
Prêts à taux fixe	5,99	6,16	6,39	6,27	6,41
Prêts à taux variable	5,57	5,73	6,12	6,24	6,53
<b>Crédit aux entreprises</b>					
	2006			2007	
	T2	T3	T4	T1	T2
<b>Escompte</b>					
≤ 15 245 €	4,84	4,76	5,07	5,39	5,85
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,26	5,52	5,49	5,93	6,20
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,30	5,35	5,35	5,63	5,88
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,72	4,79	4,94	5,20	5,43
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,91	4,11	4,46	4,72	4,97
> 1 524 490 €	3,12	3,20	3,82	4,18	4,63
<b>Découvert</b>					
≤ 15 245 €	9,99	10,32	10,12	10,15	9,29
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	8,01	8,15	7,81	7,98	7,63
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	7,01	6,69	6,25	6,58	6,52
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,10	5,25	5,49	5,75	5,73
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,68	4,54	4,71	5,15	5,09
> 1 524 490 €	3,54	4,02	4,36	4,42	4,96
<b>Autres crédits à court terme</b>					
≤ 15 245 €	4,26	4,50	4,86	4,97	5,11
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,44	4,65	4,94	5,13	5,20
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,54	4,73	5,08	5,12	5,38
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,10	4,42	4,80	5,07	5,30
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,67	3,93	4,48	4,79	4,95
> 1 524 490 €	3,24	3,59	4,03	4,36	4,60
<b>Crédits à moyen et long termes</b>					
≤ 15 245 €	4,14	4,28	4,43	4,47	4,65
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,02	4,18	4,32	4,40	4,56
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	3,86	4,07	4,20	4,29	4,43
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,70	3,95	4,14	4,23	4,35
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,66	3,87	4,15	4,26	4,37
> 1 524 490 €	3,67	3,94	4,33	4,55	4,73

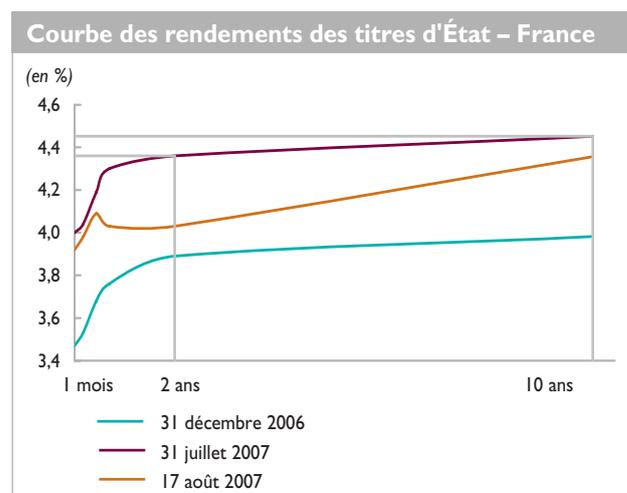
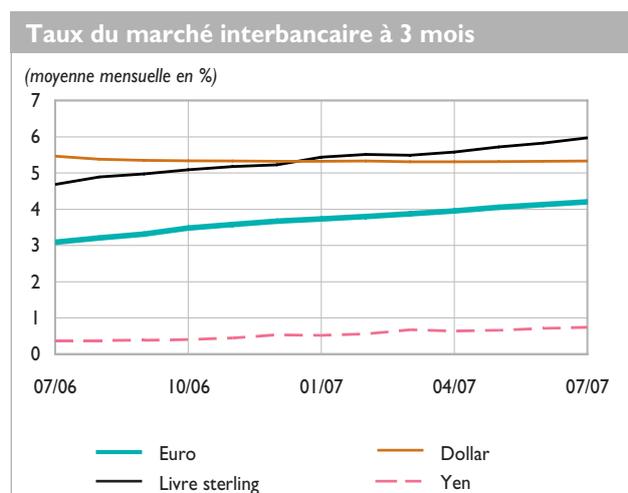
Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

**Figure 29**  
**Taux d'intérêt**

(en %)

	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/08/07	
	2006			2007								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.		
<b>Taux d'intérêt interbancaires à court terme</b>												
<b>Euro</b>												<b>4,00</b>
Au jour le jour	3,27	3,33	3,49	3,56	3,55	3,69	3,81	3,79	3,95	4,06		
À 3 mois	3,48	3,58	3,67	3,73	3,80	3,87	3,96	4,06	4,13	4,21		
À 1 an	3,78	3,85	3,91	4,05	4,08	4,09	4,24	4,36	4,49	4,55		
<b>Livre sterling</b>												<b>5,75</b>
Au jour le jour	4,83	5,01	5,09	5,22	5,31	5,31	5,30	5,49	5,60	5,87		
À 3 mois	5,09	5,18	5,23	5,44	5,51	5,49	5,58	5,72	5,82	5,97		
À 1 an	5,34	5,38	5,44	5,73	5,79	5,72	5,87	6,02	6,20	6,29		
<b>Dollar</b>												<b>5,25</b>
Au jour le jour	5,26	5,25	5,26	5,26	5,26	5,27	5,28	5,26	5,28	5,30		
À 3 mois	5,34	5,33	5,33	5,32	5,33	5,31	5,31	5,31	5,33	5,33		
À 1 an	5,33	5,28	5,21	5,34	5,35	5,17	5,25	5,30	5,41	5,36		
<b>Yen</b>												<b>0,75</b>
Au jour le jour	0,31	0,31	0,35	0,36	0,42	0,59	0,46	0,50	0,54	0,55		
À 3 mois	0,41	0,45	0,54	0,52	0,56	0,68	0,64	0,66	0,71	0,74		
À 1 an	0,63	0,68	0,72	0,72	0,70	0,76	0,79	0,86	0,96	0,98		
<b>Taux des emprunts phares à 10 ans</b>												
France	3,81	3,74	3,81	4,07	4,10	4,00	4,21	4,34	4,62	4,58		
Allemagne	3,79	3,73	3,79	4,03	4,05	3,95	4,16	4,29	4,58	4,51		
Zone euro	3,88	3,80	3,90	4,10	4,12	3,98	4,25	4,37	4,66	4,63		
Royaume-Uni	4,61	4,55	4,64	4,88	4,92	4,80	5,03	5,14	5,42	5,41		
États-Unis	4,78	4,65	4,61	4,82	4,78	4,61	4,74	4,81	5,17	5,07		
Japon	1,76	1,70	1,65	1,71	1,71	1,62	1,67	1,68	1,89	1,89		



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

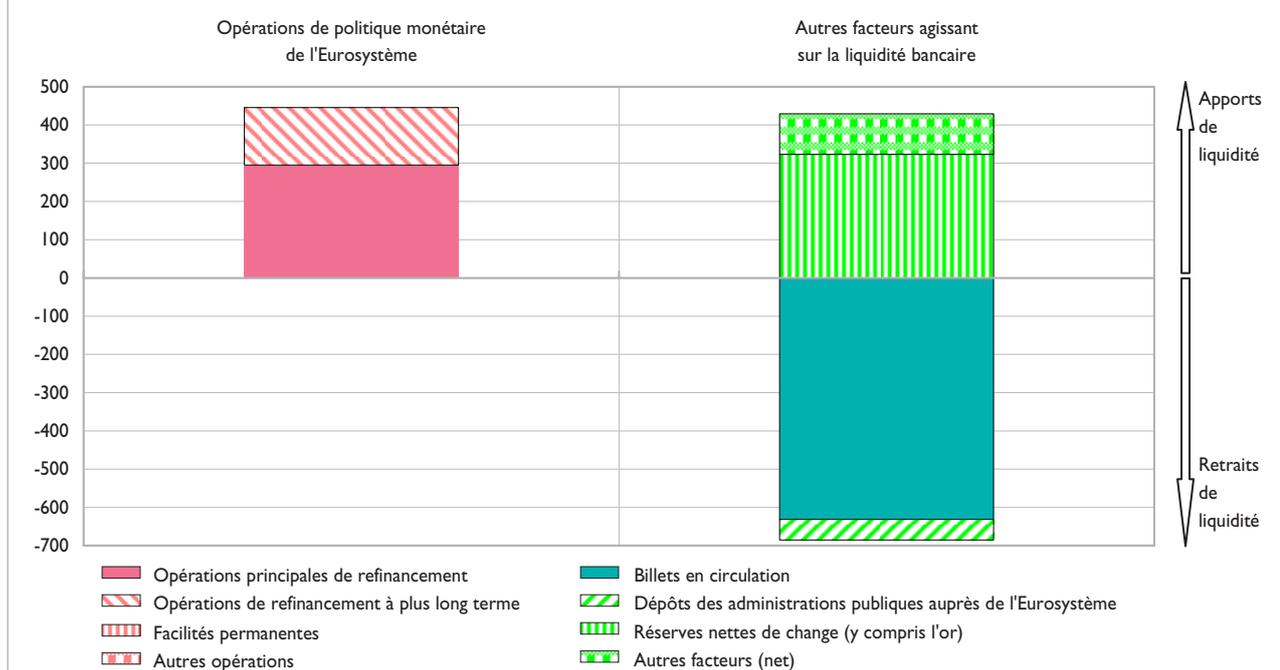
**Figure 30**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13/06/2007 au 10/07/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>445,7</b>	<b>0,3</b>	<b>445,4</b>
Opération principale de refinancement	295,4		295,4
Opération de refinancement à plus long terme	150,0		150,0
Facilités permanentes	0,2	0,3	-0,1
Autres opérations	0,1	0,0	0,1
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>429,4</b>	<b>685,2</b>	<b>-255,8</b>
Billets en circulation		631,3	-631,3
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		53,9	-53,9
Réserves nettes de change (y compris l'or)	323,0		323,0
Autres facteurs (net)	106,4		106,4
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>189,6</b>
dont réserves obligatoires			188,3

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

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 13/06/2007 au 10/07/2007)



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

(en %)

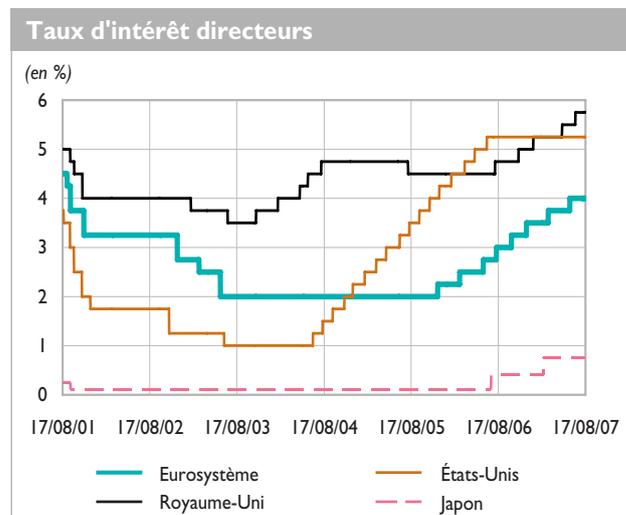
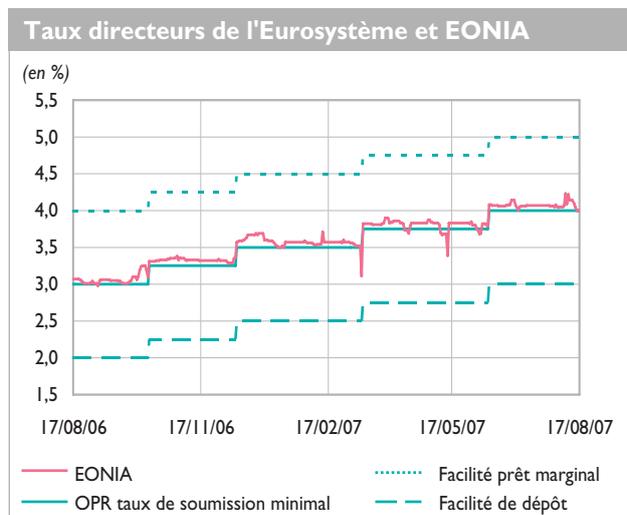
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
08/03/07	14/03/07	3,75	08/03/07	14/03/07	2,75	4,75
06/06/07	13/06/07	4,00	06/06/07	13/06/07	3,00	5,00

(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2007	11 juillet	4,06	4,06	2007	1 mars	3,80
	18 juillet	4,06	4,06		29 mars	3,87
	25 juillet	4,06	4,07		27 avril	3,96
	1 août	4,04	4,06		31 mai	4,06
	8 août	4,06	4,07		28 juin	4,11
	15 août	4,08	4,10		26 juillet	4,20

(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2007	13 mars	179,77	33,70	180,57	33,84	0,80	0,14	3,55
	17 avril	181,84	34,59	182,63	34,69	0,79	0,10	3,81
	14 mai	182,22	34,50	183,21	34,65	0,99	0,15	3,82
	12 juin	185,33	34,69	186,25	34,82	0,92	0,13	3,80
	10 juillet	188,33	35,99	189,58	36,20	1,25	0,21	4,06
	7 août	191,30	36,82	NC	36,94	NC	0,12	4,06



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

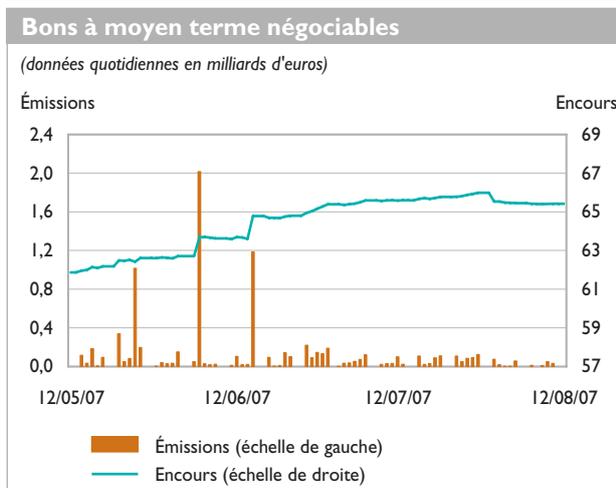
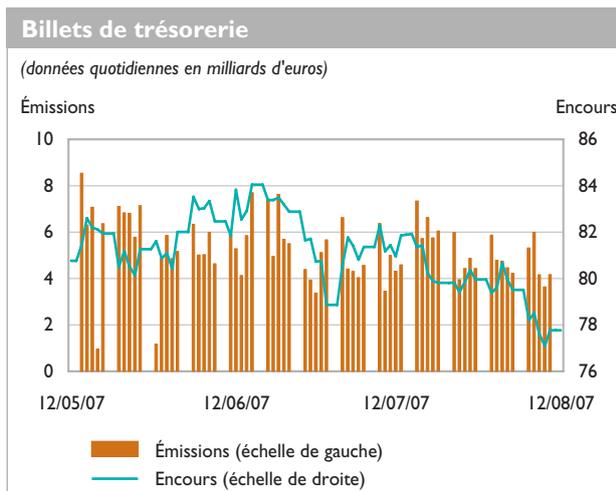
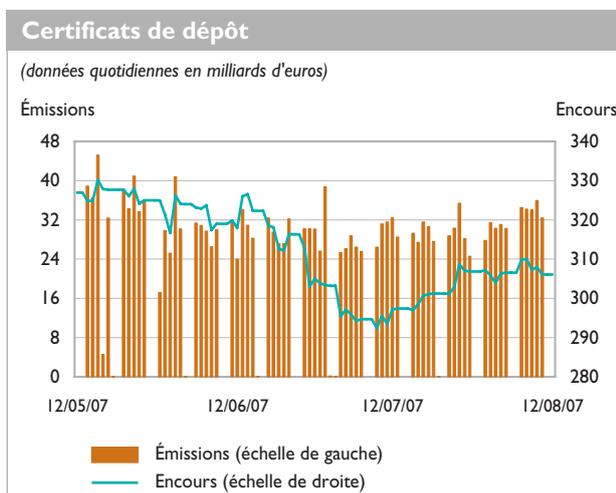
Réalisé le 21 août 2007

Figure 32  
Titres de créances négociables – France

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
12/05/07 au 18/05/07	157,52	327,66	218
19/05/07 au 25/05/07	182,85	325,00	217
26/05/07 au 01/06/07	143,24	324,04	219
02/06/07 au 08/06/07	148,53	319,02	217
09/06/07 au 15/06/07	149,22	322,31	218
16/06/07 au 22/06/07	148,55	316,33	218
23/06/07 au 29/06/07	154,95	303,36	215
30/06/07 au 06/07/07	132,58	294,72	217
07/07/07 au 13/07/07	150,15	297,40	216
14/07/07 au 20/07/07	146,52	301,25	215
21/07/07 au 27/07/07	147,37	306,83	215
28/07/07 au 03/08/07	150,98	306,57	214
04/08/07 au 10/08/07	171,22	306,07	216

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
12/05/07 au 18/05/07	29,24	81,94	89
19/05/07 au 25/05/07	33,68	81,27	88
26/05/07 au 01/06/07	21,91	82,01	86
02/06/07 au 08/06/07	27,01	82,47	86
09/06/07 au 15/06/07	28,88	84,04	86
16/06/07 au 22/06/07	31,20	82,88	86
23/06/07 au 29/06/07	22,48	78,87	85
30/06/07 au 06/07/07	23,96	81,36	86
07/07/07 au 13/07/07	23,72	81,86	87
14/07/07 au 20/07/07	31,48	79,81	87
21/07/07 au 27/07/07	23,67	79,96	87
28/07/07 au 03/08/07	24,09	79,51	86
04/08/07 au 10/08/07	23,29	77,77	86

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
12/05/07 au 18/05/07	0,44	62,18	132
19/05/07 au 25/05/07	1,69	62,62	134
26/05/07 au 01/06/07	0,26	62,71	134
02/06/07 au 08/06/07	2,14	63,63	134
09/06/07 au 15/06/07	1,34	64,78	135
16/06/07 au 22/06/07	0,35	64,80	135
23/06/07 au 29/06/07	0,78	65,39	135
30/06/07 au 06/07/07	0,32	65,59	136
07/07/07 au 13/07/07	0,21	65,60	134
14/07/07 au 20/07/07	0,36	65,77	134
21/07/07 au 27/07/07	0,46	65,99	134
28/07/07 au 03/08/07	0,15	65,45	134
04/08/07 au 10/08/07	0,11	65,41	134



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

Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

**Figure 33**  
Titres de créances négociables – France

### Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



### Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



### Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



### Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

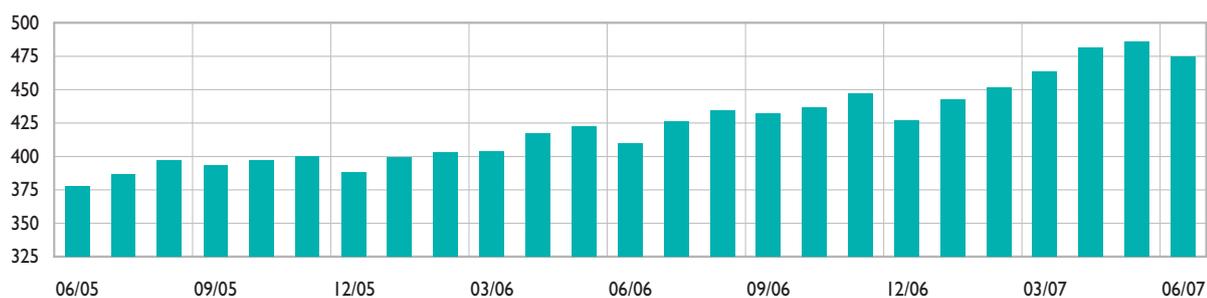
**Figure 34**  
**Titres d'OPCVM – France**

(en milliards d'euros)

	2006		2007	2007
	sept.	déc.	mars	juin
<b>Actif net des OPCVM par catégories</b>				
OPCVM monétaires	431,88	426,82	463,67	474,81
OPCVM obligations	194,37	191,70	196,76	
OPCVM actions	307,60	332,36	345,64	
OPCVM diversifiés	286,86	297,64	310,19	
OPCVM de fonds alternatifs	24,33	26,83	32,03	
OPCVM garantis	0,04	0,05	0,04	
Fonds à formule	65,62	70,98	71,82	

**Actif net des OPCVM monétaires**

(en milliards d'euros)



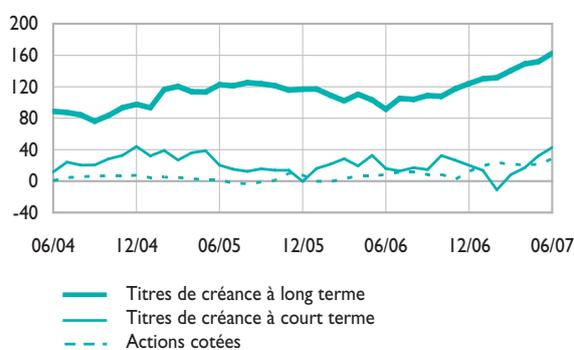
**Figure 35**  
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	juin	12 mois	juin	déc.	juin
<b>Titres de créance émis par les résidents français</b>							
<b>Total</b>	<b>2 005,3</b>	<b>2 137,6</b>	<b>2 268,8</b>	<b>205,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>7,2</b>	<b>9,9</b>
Titres de créance à long terme	1 639,1	1 750,7	1 841,6	162,5	24,5	7,6	9,7
Administrations publiques	858,9	891,4	924,8	40,3	8,7	3,9	4,6
Institutions financières monétaires (IFM)	488,9	562,4	614,2	106,1	12,2	17,0	20,7
Sociétés hors IFM	291,3	296,9	302,6	16,1	3,6	2,8	5,6
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	427,2	42,7	-25,9	5,5	11,1
Administrations publiques	108,5	77,5	96,2	9,0	2,7	-28,3	10,3
Institutions financières monétaires (IFM)	218,0	268,0	280,6	24,1	-24,3	22,8	9,4
Sociétés hors IFM	39,7	41,3	50,3	9,7	-4,2	3,0	23,8
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Tous secteurs</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 910,7</b>	<b>28,3</b>	<b>7,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>

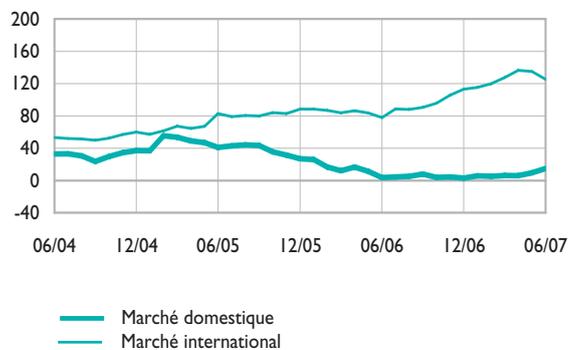
#### Émissions nettes de titres par les résidents français

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



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

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



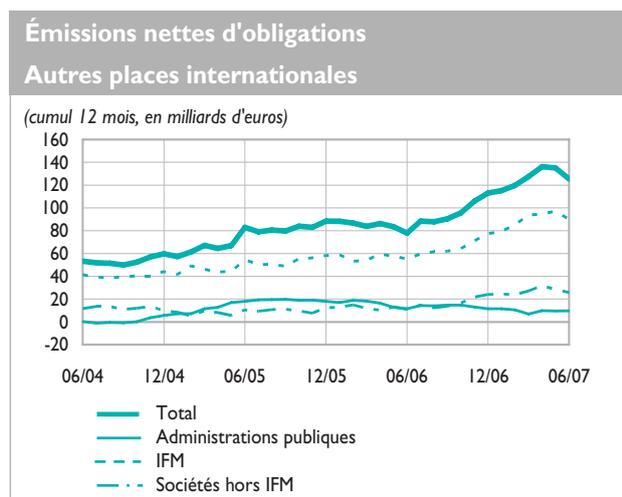
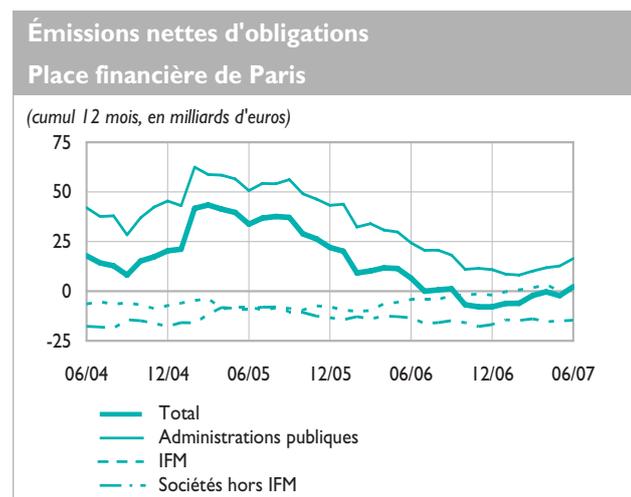
(a) Encours nominal pour les titres de dette, encours en valeur de marché pour les actions cotées

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

**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.	juin	12 mois	juin	12 mois	juin
<b>Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris</b>							
<b>Total</b>	<b>848,0</b>	<b>840,8</b>	<b>858,4</b>	<b>2,2</b>	<b>4,8</b>	<b>78,4</b>	<b>7,8</b>
Administrations publiques	628,5	639,4	661,7	16,4	4,8	63,5	5,8
Institutions financières monétaires (IFM)	120,7	119,0	118,3	0,4	0,9	12,0	2,0
Sociétés hors IFM	98,8	82,4	78,4	-14,6	-0,9	2,9	0,1
<b>Actions françaises cotées</b>							
<b>Total</b>	<b>1 375,0</b>	<b>1 702,9</b>	<b>1 910,7</b>	<b>28,3</b>	<b>7,3</b>	<b>40,7</b>	<b>8,1</b>
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	235,7	7,3	0,0	7,7	0,0
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 675,0	21,0	7,3	33,0	8,1



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

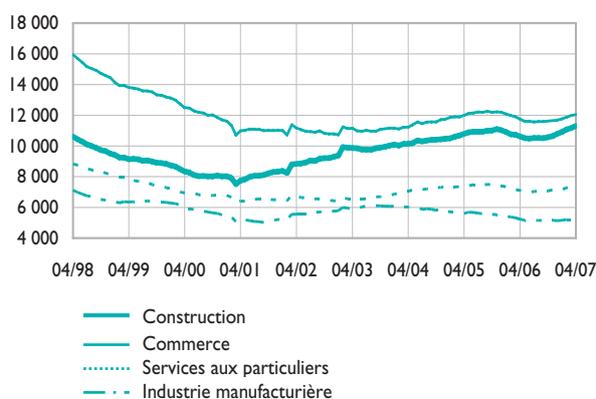
Figure 37  
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

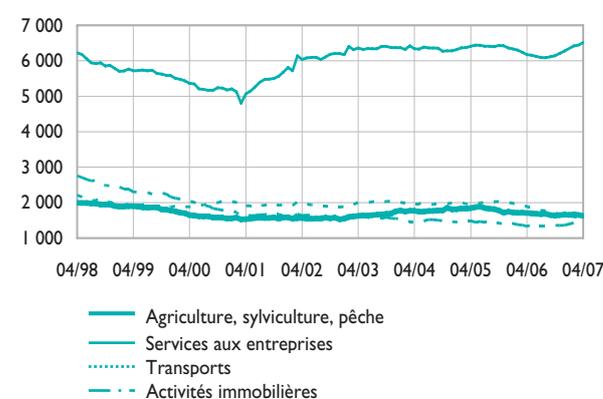
	2006								2007			
	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril
Agriculture, sylviculture, pêche	1 697	1 686	1 675	1 688	1 648	1 639	1 649	1 664	1 653	1 671	1 652	1 625
Industrie manufacturière	5 155	5 103	5 131	5 160	5 153	5 170	5 160	5 143	5 158	5 208	5 203	5 191
Agricultures et alimentaires	1 129	1 133	1 150	1 155	1 166	1 187	1 199	1 179	1 213	1 243	1 262	1 289
Biens de consommation	1 605	1 593	1 587	1 591	1 585	1 580	1 567	1 576	1 585	1 619	1 609	1 594
Automobile	57	60	61	62	61	61	70	66	65	69	69	67
Biens d'équipement	976	969	967	972	971	980	985	1 007	988	967	964	958
Biens intermédiaires	1 388	1 348	1 366	1 380	1 370	1 362	1 339	1 315	1 307	1 310	1 299	1 283
Construction	10 514	10 488	10 528	10 524	10 512	10 573	10 649	10 785	10 918	11 087	11 171	11 307
Commerce	11 614	11 601	11 569	11 596	11 590	11 625	11 652	11 690	11 768	11 873	11 988	12 054
Transports	1 852	1 817	1 781	1 776	1 734	1 705	1 677	1 644	1 621	1 603	1 586	1 589
Activités immobilières	1 381	1 346	1 338	1 342	1 353	1 364	1 358	1 365	1 400	1 427	1 436	1 433
Services aux entreprises	6 159	6 120	6 089	6 085	6 112	6 140	6 209	6 275	6 349	6 418	6 444	6 513
Services aux particuliers	7 083	7 006	7 039	7 061	7 045	7 071	7 135	7 125	7 155	7 276	7 353	7 377
Autres (a)	1 157	1 209	1 239	1 255	1 278	1 340	1 405	1 512	1 614	1 702	1 753	1 782
<b>Total des secteurs</b>	<b>46 612</b>	<b>46 376</b>	<b>46 389</b>	<b>46 487</b>	<b>46 425</b>	<b>46 627</b>	<b>46 894</b>	<b>47 203</b>	<b>47 636</b>	<b>48 265</b>	<b>48 586</b>	<b>48 871</b>

#### Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

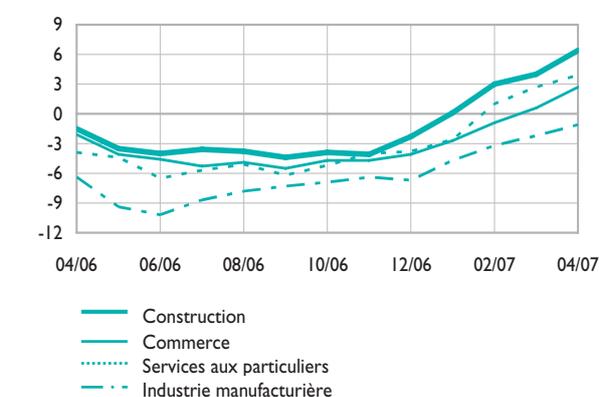


(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

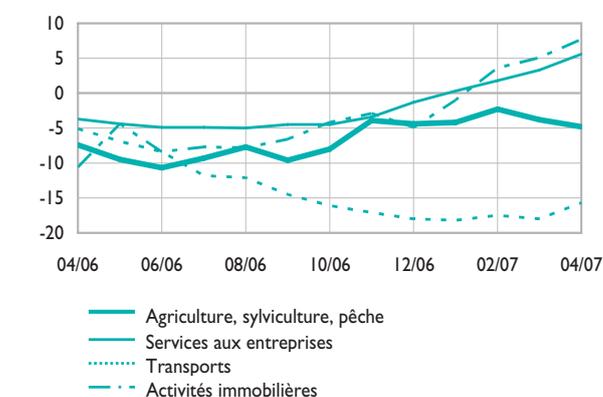


#### Défaillances d'entreprises en glissement annuel

(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(NES 16, en pourcentage, données brutes)



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.

Source : Banque de France

Réalisé le 21 août 2007

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

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

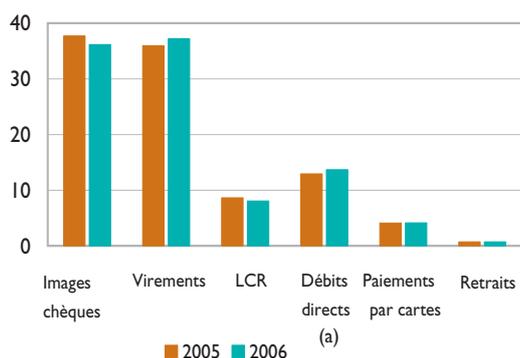
	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	Part
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	7 785	6 337	7 223	33,7
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	8 566	7 058	8 486	39,6
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 565	1 318	1 614	7,5
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 893	1 629	1 673	7,8
TIP	165	164	159	155	111	137	110	0,5
Téléversements	457	527	670	842	1 071	883	1 324	6,2
Paiements par cartes	664	705	772	819	950	798	859	4,0
Retraits	137	133	136	139	156	138	143	0,7
<b>Total</b>	<b>18 319</b>	<b>17 634</b>	<b>18 793</b>	<b>19 727</b>	<b>22 097</b>	<b>18 299</b>	<b>21 432</b>	<b>100,0</b>

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	Part
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	12 588	11 091	11 633	23,9
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	7 939	6 743	7 872	16,2
LCR	419	408	401	390	384	332	386	0,8
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	8 659	7 509	7 678	15,8
TIP	557	554	511	491	422	402	388	0,8
Téléversements	7	10	17	27	37	42	26	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	20 066	17 056	18 024	37,1
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 789	2 488	2 566	5,3
<b>Total</b>	<b>44 307</b>	<b>44 845</b>	<b>46 910</b>	<b>47 771</b>	<b>52 884</b>	<b>45 663</b>	<b>48 573</b>	<b>100,0</b>

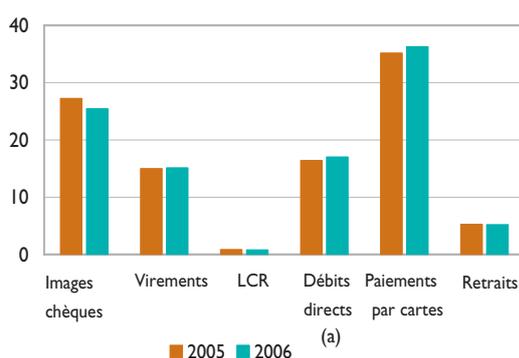
**Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux**

(% des montants échangés)



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

(% des volumes échangés)



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

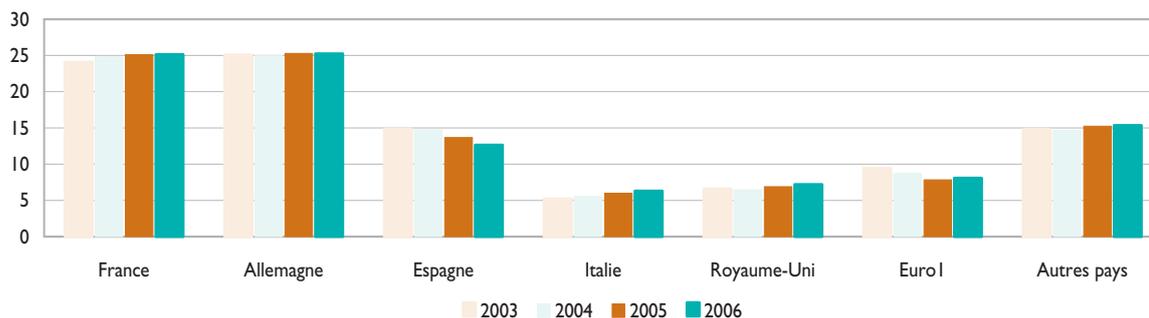
**Figure 39**  
**Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)**

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					fév.	mars	avril	Part
France	448	486	544	588	609	613	658	24,4
Target transfrontière	75	81	95	107	114	119	129	4,8
Target domestique (TBF)	302	338	386	423	439	432	458	17,0
Système net (PNS)	70	67	62	58	56	62	71	2,6
Allemagne (a)	504	488	547	591	616	637	676	25,0
Target transfrontière	141	143	163	183	184	194	206	7,6
Target domestique (ELS puis RTGS+)	364	345	384	408	432	443	470	17,4
Espagne	277	288	296	296	339	399	332	12,3
Target transfrontière	20	23	23	27	29	35	37	1,4
Target domestique (SLBE)	255	265	273	269	310	364	295	10,9
Système net (SEPI) (b)	1	1	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	139	149	161	6,0
Target transfrontière	33	32	41	47	49	52	56	2,1
Target domestique (BI-REL)	64	76	89	101	90	97	106	3,9
Royaume-Uni	122	127	149	169	176	194	207	7,7
Target transfrontière	93	101	114	126	136	149	155	5,7
Target domestique (Chaps Euro)	29	26	35	42	40	46	52	1,9
Euro I (ABE) (d)	175	170	170	189	204	220	222	8,2
Autres pays	275	287	330	360	381	402	442	16,4
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>1 899</b>	<b>1 955</b>	<b>2 166</b>	<b>2 342</b>	<b>2 464</b>	<b>2 615</b>	<b>2 698</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	537	564	651	725	755	809	866	32,1
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 446	1 522	1 538	57,0
Systèmes nets	249	240	233	249	263	284	295	10,9

**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 2006) 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.

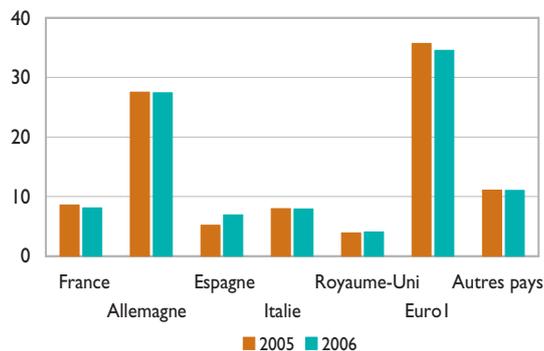
Figure 40  
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					fév.	mars	avril	Part
France	43 905	42 509	44 107	43 890	43 950	46 673	49 663	7,9
Target transfrontière	6 804	7 384	8 500	9 631	10 048	11 292	11 741	1,9
Target domestique (TBF)	8 348	8 071	8 589	8 321	7 601	9 267	9 014	1,4
Système net (PNS)	28 753	27 054	27 018	25 937	26 301	26 114	28 907	4,6
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	154 071	162 917	171 782	27,5
Target transfrontière	18 028	19 231	19 847	20 186	19 754	20 707	21 174	3,4
Target domestique (ELS puis RTGS+)	110 569	112 272	121 548	128 427	134 317	142 210	150 608	24,1
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	40 615	41 857	43 476	7,0
Target transfrontière	2 339	2 760	3 408	4 046	4 625	4 732	4 959	0,8
Target domestique (SLBE)	10 783	11 618	23 315	33 393	35 989	37 124	38 517	6,2
Système net (SEPI) (b)	6 981	4 086	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	43 497	46 028	46 476	7,4
Target transfrontière	6 741	7 269	7 799	8 151	8 584	8 982	9 107	1,5
Target domestique (BI-REL)	30 212	27 791	33 246	34 782	34 912	37 046	37 369	6,0
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	22 937	24 409	25 267	4,0
Target transfrontière	11 391	12 799	14 223	16 144	17 039	17 962	18 706	3,0
Target domestique (Chaps Euro)	5 441	5 320	5 866	5 728	5 898	6 447	6 561	1,0
Euro I (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	193 512	207 384	217 377	34,8
Autres pays	52 950	54 895	57 002	59 686	65 112	68 225	70 915	11,3
<b>Total Union européenne (à 15)</b>	<b>451 700</b>	<b>461 647</b>	<b>513 812</b>	<b>541 597</b>	<b>563 694</b>	<b>597 492</b>	<b>624 956</b>	<b>100,0</b>
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	77 333	81 816	84 275	13,5
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	264 432	280 004	292 069	46,7
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	221 929	235 671	248 613	39,8

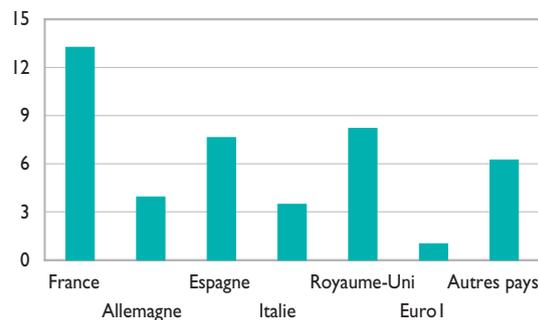
#### Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



#### Montant moyen d'une opération dans les systèmes en euro de l'Union Européenne à 15 en avril 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 2006) 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.

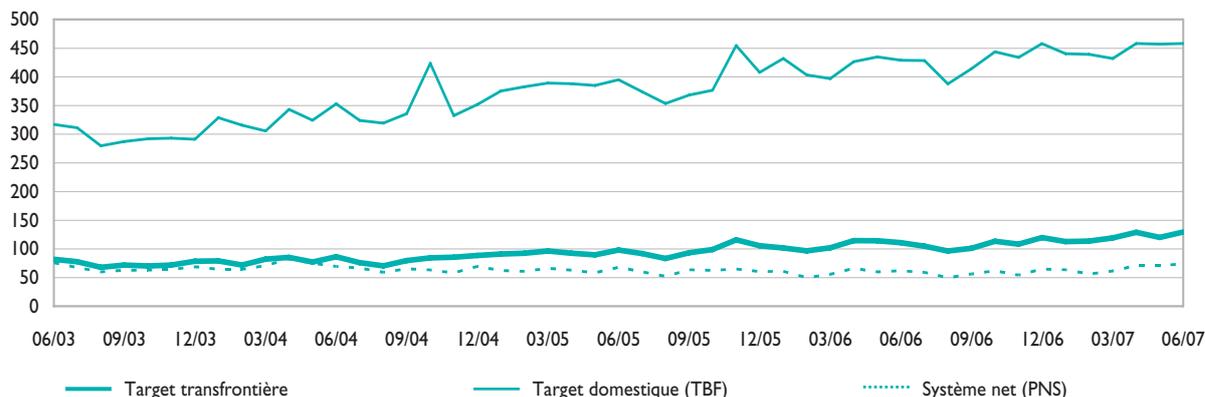
Figure 41  
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	Part
<b>Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)</b>								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	11,1	11,2	9,6	20,6
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	19,4	18,5	20,3	43,7
Titres mobilisés via le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	7,2	5,9	5,6	12,0
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	10,0	9,1	11,0	23,7
<b>Total</b>	<b>25,3</b>	<b>30,7</b>	<b>33,9</b>	<b>37,2</b>	<b>47,7</b>	<b>44,7</b>	<b>46,5</b>	<b>100,0</b>

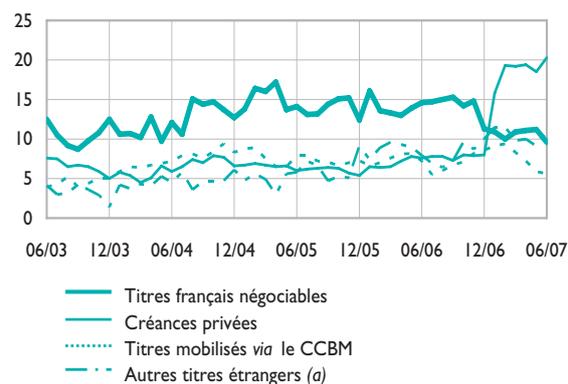
### Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

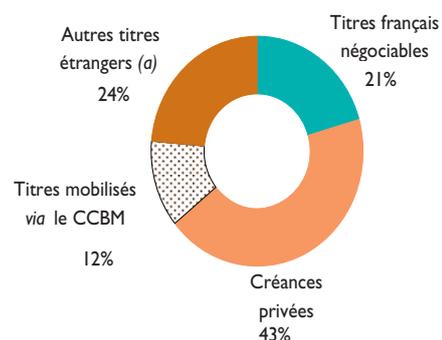


### Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



### Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en juin 2007



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



## Notice méthodologique

### I | Situation économique générale

#### I | I Compétitivité

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

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

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

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

### I | 2 Balance des paiements

#### Définitions

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

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

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

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

#### Mode d'enregistrement

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

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

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

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

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

### Secteurs économiques

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

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

substitués 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 1<sup>er</sup> 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 comptes financiers nationaux, appliquée aux seuls capitaux propres. S'agissant des prêts et placements, la valeur comptable est présumée identique à la valeur de marché. La valeur de marché est uniquement calculée sur le total de l'encours.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2| Monnaie, placements et financements

### Zones géographiques

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

#### Systemes de paiement

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

**CCBM** = Correspondent Central banking model

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

**EAF** = Euro Access Frankfurt

**ELS** = Euro Link System

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

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

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

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

**SEPI** = Servicio Español de Pagos Interbancarios

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

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

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

**TBF** = Transfert Banque de France

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

Les sept domaines du site de la Banque de France :

*Organisation et activités*

*Politique monétaire et marchés*

*Systèmes de paiement et de titres*

*Supervision et réglementation bancaire*

*Publications et recherche*

### Statistiques et enquêtes

#### Europe et international

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers 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](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](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](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 2006)

### Position extérieure

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

- Position extérieure globale (période 1995-2006)
- Stocks d'investissements directs bilatéraux (ventilation géographique et sectorielle depuis 1992)
- Créances et engagements des banques résidentes (ventilation géographique à fin décembre 2006)

### Taux d'intermédiation financière

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/tif\\_trim/html/tif\\_trim\\_fr\\_tif.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/tif_trim/html/tif_trim_fr_tif.htm)

### Activité financière internationale

[http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/actfin/html/actfin.htm](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](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](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/eit\\_mens\\_fr\\_tot.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/eit_mens/html/eit_mens_fr_tot.htm)

### Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

[http://indbdf.fr/stat\\_conjoncture/series/annhis/html/idx\\_annhis\\_fr.htm](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](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/coordon/coordon.htm)

## Abréviations

### | Organismes et institutions

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

### | Indices

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

### | Pays

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

### | Autres sigles

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

<b>CDS</b>	<i>Credit default swaps</i>	<b>OTC</b>	<i>Over-the-counter</i>
<b>CEL</b>	Compte épargne-logement	<b>PEL</b>	Plan d'épargne logement
<b>Cjo</b>	Données corrigées des jours ouvrés	<b>PEP</b>	Plan d'épargne populaire
<b>CODEVI</b>	Compte pour le développement industriel	<b>PFIT</b>	Période de fixation initiale des taux
<b>Cvs</b>	Données corrigées des variations saisonnières	<b>PIB</b>	Produit intérieur brut
<b>EC</b>	Établissement de crédit	<b>PMI</b>	Petites et moyennes industries
<b>EI</b>	Entreprise d'investissement	<b>SNF</b>	Sociétés non financières
<b>EIT</b>	Endettement intérieur total	<b>SQS</b>	Sociétés et quasi-sociétés
<b>EMTN</b>	<i>Euro medium term notes</i>	<b>TIP</b>	Titre interbancaire de paiement
<b>FBCF</b>	Formation brute de capital fixe	<b>TMT</b>	Télécoms, médias, technologies
<b>FOMC</b>	<i>Federal Open Market Committee</i>	<b>TUC</b>	Taux d'utilisation des capacités de production
<b>IDE</b>	Investissements directs à l'étranger	<b>UE 15</b>	Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
<b>ISBLM</b>	Institution sans but lucratif au service des ménages	<b>UE 25</b>	Union européenne à vingt-cinq pays (UE 15 + Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie)
<b>Isma</b>	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité	<b>UE 27</b>	Union européenne à vingt-sept pays (UE 25 + Bulgarie, Roumanie)
<b>LCR</b>	Lettre de change relevé	<b>UEM</b>	Union économique et monétaire
<b>NES 16</b>	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE	<b>WTI</b>	<i>West Texas Intermediate</i>
<b>OAT</b>	Obligation assimilable du Trésor		
<b>OPCVM</b>	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		
<b>OPR</b>	Opération principale de refinancement		

## Documents publiés

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

### Rapport annuel de la Banque de France

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

### Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1<sup>er</sup> 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

- « Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », n° 160, avril  
« Les enjeux de l'euroisation dans les régions voisines de la zone euro », n° 160, avril  
« Caractéristiques économiques et financières des entreprises en forte croissance », n° 160, avril  
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 160, avril

- « Les comptes financiers de la Nation en 2006 : Nouvelle poussée de l'endettement du secteur privé, désendettement de l'État », n° 161, mai  
« L'accumulation de réserves de change est-elle un indicateur d'enrichissement d'une nation ? », n° 161, mai  
« Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2005 », n° 161, mai  
« Les modèles DSGE - Leur intérêt pour les banques centrales », n° 161, mai  
« La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à fin 2006 », n° 161, mai

- « L'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 162, juin  
« La balance des paiements et la position extérieure de la France en 2006 », n° 162, juin  
« Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2006 », n° 162, juin

- « L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés », n° 163, juillet
- « La situation d'ensemble du système bancaire français – Introduction au Rapport 2006 de la Commission bancaire », n° 163, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 163, juillet

## **Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises**

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

- « Caractéristiques démographiques économiques et financières des entreprises à forte croissance »
- « 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](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
  
- « *Hedge funds*, transfert du risque de crédit et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
- « Évolution et régulation des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « Quelle forme de régulation pour les *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* et stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* et risque systémique », numéro spécial, avril 2007
- « Stratégies de réplication des *hedge funds* : conséquences pour les investisseurs et les régulateurs », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* et *prime broker dealers* : éléments de proposition en matière de "bonnes pratiques" », numéro spécial, avril 2007
- « Exigences de transparence et *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « Risques et rendement des activités bancaires liées aux *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « La supervision indirecte des *hedge funds* », numéro spécial, avril 2007
- « Quelles sont les principales questions liées aux *hedge funds* ? », numéro spécial, avril 2007
- « La surveillance des *hedge funds* : un point de vue de stabilité financière », numéro spécial, avril 2007
- « Le monde des *hedge funds* : préjugés et réalité – La contribution de l'AMF au débat sur les stratégies de gestion alternative », numéro spécial, avril 2007
- « Conditions financières, gestion alternative et risques politiques : tenter de comprendre notre époque », numéro spécial, avril 2007
- « Les *hedge funds* sur les marchés émergents », numéro spécial, avril 2007
- « Les fonds de *hedge funds* : origine, rôle et perspectives », numéro spécial, avril 2007
- « *Hedge funds* : un point de vue de banque centrale », 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
- « Dynamique et volatilité des taux du marché monétaire européen : comment ont-ils répondu aux changements récents du cadre opérationnel ? », n° 167, 2007 (en anglais)
- « Comprendre les prix d'actifs : principaux déterminants et implications pour la politique monétaire », n° 168, 2007 (en anglais)
- « L'impact des contraintes financières sur l'innovation : Que peut-on apprendre d'une mesure directe ? », n° 169, 2007 (en anglais)
- « Les déterminants des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et en zone euro : une approche multivariée », n° 170, 2007 (en anglais)
- « L'Indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) : une révision », n° 171, 2007
- « L'évolution des crédits à l'habitat en France : une grille d'analyse en termes de cycles », n° 172, 2007
- « La mesure de la transmission des variations de taux de change », n° 173, 2007 (en anglais)
- « Vieillesse mondiale et conséquences macroéconomiques de l'incertitude démographique dans un modèle multi-régions », n° 174, 2007 (en anglais)

## **Débats économiques**

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

- « Déséquilibres de balance courante, "appétit pour l'épargne" et "grève de l'investissement" », n° 1, 2006 (en anglais)
- « Quelques questions de stabilité financière liées aux configurations actuelles et aux dynamiques futures des primes de risque », n° 2, 2006 (en anglais)
- « Les déterminants de l'évolution récente des crédits en France et en Allemagne », n° 3, 2006

## **Documents et débats**

[http://www.banque-france.fr/fr/publications/doc\\_debat/doc\\_debat.htm](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° 104 (août 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 <sup>1</sup>) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

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

#### Banque de France

- DR n° 2239 du 2 juillet 2007 – Organisation de la direction générale des Opérations
- DR n° 2240 du 16 juillet 2007 – Organisation du Secrétariat général
- DR n° 2241 du 16 juillet 2007 – Organisation de la direction générale des Études et des Relations internationales
- DR n° 2242 du 18 juillet 2007 – Indemnisation des agents détachés dans un organisme international
- DR n° 2243 du 18 juillet 2007 – Mise à disposition
- DR n° 2244 du 18 juillet 2007 – Détachement
- DR n° 2245 du 18 juillet 2007 – Hors cadres
- DR n° 2246 du 20 juillet 2007 – Barème de traitement du personnel permanent – Indemnité de résidence et supplément familial de traitement – Primes, indemnités et allocations diverses
- DR n° 2247 du 20 juillet 2007 – Rémunération des agents de surveillance
- DR n° 2248 du 20 juillet 2007 – Rémunération des agents d'entretien
- DR n° 2249 du 20 juillet 2007 – Rémunération du personnel auxiliaire de caisse
- DR n° 2250 du 20 juillet 2007 – Agents non permanents
- DR n° 2251 du 20 juillet 2007 – Pensions des agents titulaires et non titulaires
- 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*
- Liste des opérateurs signataires d'une *Convention relative aux opérations de traitement des billets en euros par des prestataires d'établissements de crédit et assimilés en vue de leur délivrance au moyen d'automates en libre service*

#### Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

- Modifications apportées à la liste des établissements de crédit – en mai 2007
- Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement – en mai 2007
- Modifications apportées à la liste des établissements exerçant en France – à fin mai 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 intérêt précompté
- Adjudication de bons du Trésor à intérêts annuels

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



## Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

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

Société : \_\_\_\_\_

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

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

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

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

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

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

Numéro d'abonnement : \_\_\_\_\_

Prénom : \_\_\_\_\_

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

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

Prénom : \_\_\_\_\_

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

**Particulier**

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

\_\_\_\_\_

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

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

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

**Professionnel**

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

Société : \_\_\_\_\_

Activité : \_\_\_\_\_

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

\_\_\_\_\_

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

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

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

**Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),  
courriel ([abonnement.publication@banque-france.fr](mailto:abonnement.publication@banque-france.fr))  
ou courrier postal à :**

**BANQUE DE FRANCE**  
**Service des Publications économiques et du Site internet**  
**Code courrier 43-1396**  
**75049 PARIS CEDEX 01**  
**France**





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

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

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

#### Éditeur

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

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier Strauss-Kahn

#### Comité éditorial

Michel Cardona

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

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

#### Rédacteur en chef

Dominique Rougès 29 27

#### Ont contribué au présent numéro :

##### Actualité (par sections)

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

##### Articles

La productivité du travail	28 79
Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ?	28 79/99 29 29 36/49 53 34 73
Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles	99 29
L'impact macroéconomique des réformes structurelles	28 80/29 36
La directive sur les services de paiement	78 33
Données individuelles et implications macroéconomiques	90 84

##### Statistiques

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

#### Secrétaire de rédaction

Raymond Domurado

#### Réviseur

Catherine Marzolf

#### 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](http://www.banque-france.fr/fr/publications/bulletin/bulletin.htm)



Rédacteur en chef :

Dominique ROUGÈS  
Chef du service des Publications économiques  
et du Site internet de la Banque de France  
Tél. : 01 42 92 29 27

Directeur de la publication :

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN  
Directeur général des Études  
et des Relations internationales  
de la Banque de France

