

BULLETIN | DE LA BANQUE DE FRANCE

OCTOBRE 2007

166



SOMMAIRE

ÉDITORIAL	Menaces d'inflation ?	
ACTUALITÉ	Sommaire	I
ÉTUDES	Sommaire	19
	Innovation, productivité et croissance	21
	<i>Compte rendu de la conférence organisée conjointement par la Banque de France et le CEPR en juillet 2007</i>	
	Christophe CAHN, Jérémie MONTORNES	
	<i>Une conférence internationale, organisée en juillet 2007 par la Banque de France et le CEPR, a été l'occasion de présentation et discussion de plusieurs analyses récentes portant sur les liens entre innovation, productivité et croissance.</i>	
	Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents	29
	Laurent DANIEL	
	<i>Sur la base d'une enquête qualitative, l'article montre que la participation des investisseurs français sur les marchés obligataires locaux des pays émergents est en expansion mais reste freinée par une perception encore forte du risque associé.</i>	
	Le coût du crédit aux entreprises	41
	Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS	
	<i>La remontée des taux des crédits aux entreprises engagée depuis la fin 2005 s'est poursuivie au troisième trimestre 2007. Les hausses les plus notables ont concerné l'escompte et les crédits à moyen et long terme.</i>	
STATISTIQUES	Sommaire	SI
DIVERS	Abréviations	I
	Documents publiés	III
	Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i> n° 106 d'octobre 2007	XIII
	Coupon-abonnement	XV

Achevé de rédiger le 13 novembre 2007

Site internet : www.banque-france.fr

Menaces d'inflation ?

L'inflation, mesurée par l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH), paraissait bien contenue dans la zone euro. Certes, l'inflation totale était ressortie à 2,1 % au mois de septembre et l'inflation sous-jacente – hors énergie et alimentaire non transformé – à 2,0 % (cf. graphiques), mais la hausse de la TVA au 1^{er} janvier 2007 en Allemagne a eu un impact estimé à 0,3 point pour l'ensemble de la zone euro. Hors impact de ce changement de fiscalité, l'inflation n'avait en fait que peu augmenté depuis 2005. En France on observait la même modération : l'inflation, aussi bien totale que sous-jacente, n'était ainsi que de 1,6 % en septembre après une période de stabilité à moins de 1,5 % depuis janvier 2007.

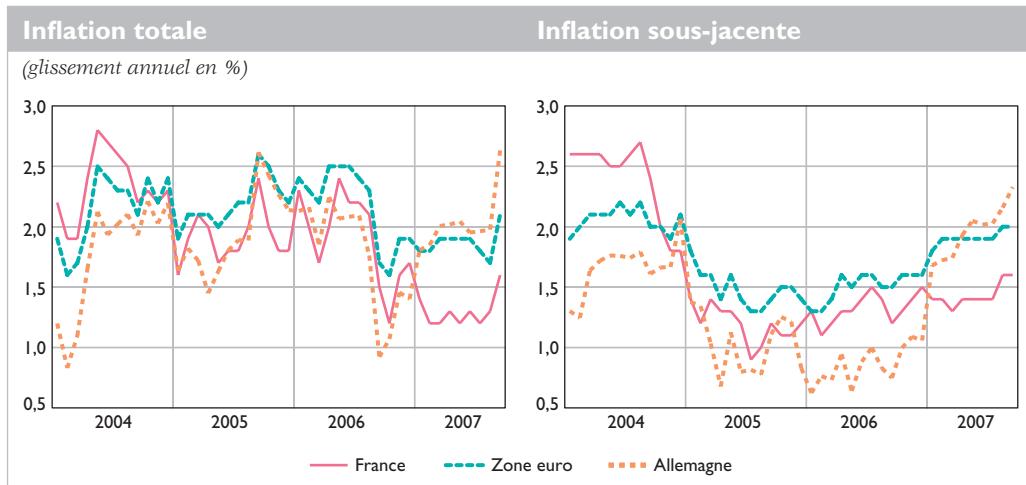
La situation s'est toutefois singulièrement dégradée en octobre, en France comme dans le reste de la zone euro, et, pour les prochains mois, les perspectives ne sont pas très favorables. L'inflation perçue par les ménages a fortement monté dans la zone euro et tout spécialement en Allemagne ; les premières estimations de l'inflation pour la zone euro en octobre sont de 2,6 % et l'augmentation des prix a atteint 2,1 % en France. Trois éléments poussent en effet les prix à la hausse.

En premier lieu, un certain nombre de chocs affectent les prix de l'énergie (+ 50 % en un an pour le prix du baril de pétrole en dollars et + 30 % en euros) et des matières premières industrielles et, d'autre part, ceux des produits céréaliers (quasi-doublement sur un an des prix à la production des céréales en France) et laitiers. Au mois d'octobre 2007, le prix des matières premières énergétiques et minérales (respectivement 87 % et 7 % des importations totales de matières premières) a ainsi dépassé, après correction de l'inflation, les niveaux atteints dans les années 1970. Ces chocs sont certes en partie dus à des facteurs climatiques (mauvaises récoltes) ou géopolitiques (tensions internationales) mais ils sont également imputables au développement économique induit par la mondialisation. Ainsi, alors que l'extension des échanges avec les pays à bas coûts observée à partir du milieu des années 1980 avait favorisé la désinflation dans les pays industrialisés, la forte progression de leur demande en matières premières a tout au moins arrêté, si ce n'est inversé, ce processus et le prix de l'ensemble des importations croît désormais plus rapidement que les prix à la consommation depuis le milieu des années 2000.

Dans ce contexte, l'appréciation récente de l'euro contribue à limiter la croissance de certains prix mais ne suffit pas à absorber l'intégralité des chocs.

On observe en second lieu une montée des indicateurs de tension sur le marché du travail (réduction du nombre des demandeurs d'emploi, opinion des chefs d'entreprise sur leurs difficultés de recrutement) comme sur le marché des biens et services (taux d'utilisation des capacités de production) où ils sont désormais proches des niveaux atteints au précédent pic de croissance ; en France, les tensions restent certes inférieures à celles observées en 2000 mais en Allemagne et globalement dans la zone euro elles leur sont toutes supérieures. Cela signifie que les économies tournent à un niveau légèrement supérieur à celui de leur potentiel actuel de croissance et qu'il y a peu de marge à court terme pour un supplément non inflationniste de croissance. Cela illustre l'urgence et l'ampleur des efforts d'investissement et de réformes structurelles nécessaires pour augmenter ce potentiel de croissance.

Il y a enfin un épuisement des facteurs internes, variables selon les pays de la zone euro, qui ont permis de limiter jusqu'à présent les tensions inflationnistes et d'absorber les chocs.



En Allemagne, les rémunérations ont évolué de manière extrêmement modérée et, au cours des dix dernières années, le coût unitaire du travail n'a pas progressé. Cela a permis au secteur manufacturier de rester compétitif, tout en augmentant ses marges, alors que le secteur de la distribution, particulièrement concurrentiel, a maintenu des prix très bas. Mais on observe désormais une tendance à l'augmentation des rémunérations et des coûts unitaires du travail ainsi qu'à une transmission rapide des hausses de coûts dans les prix de détail, la distribution n'ayant plus la capacité d'absorber une partie des hausses sur ses marges. Ainsi, les prix alimentaires hors tabac et alcool n'ont augmenté au total que de 10 % depuis 2000 mais de près de 6 % sur les 24 derniers mois.

À l'inverse, en France, la hausse des rémunérations a été plus forte et les coûts unitaires du travail ont augmenté au total de 15 % en 10 ans, si bien que les entreprises du secteur manufacturier n'ont pas pu renforcer leurs marges. Dans le même temps, le secteur de la distribution, moins concurrentiel qu'en Allemagne, apportait une contribution plus importante à la hausse des prix (15 % de hausse depuis 2000 pour les prix alimentaires). Alors que les rémunérations continuent d'être dynamiques et que les entreprises industrielles devraient reconstituer leurs marges, le maintien et même l'accroissement de la concurrence dans le secteur de la distribution apparaissent donc déterminants pour limiter les tensions inflationnistes. Certes, la pression créée par les annonces de réforme des lois Galland et Raffarin dans la grande distribution a permis jusqu'à présent une répercussion moins rapide et moins forte des hausses de prix (4 % seulement de hausse des produits alimentaires sur les 24 derniers mois), mais il est désormais essentiel qu'un nouvel environnement réglementaire favorisant la concurrence soit effectivement mis en place. D'une façon générale, dans les périodes d'incertitude sur les chocs frappant les économies, des décisions claires allant dans le sens d'un accroissement de la concurrence sur le marché des biens et services et de l'emploi sont cruciales.

Ces perspectives ne sont pas spécifiques à la France ou à la zone Euro mais touchent à des degrés divers la plupart des économies développées ou en développement. Elles justifient la vigilance des banques centrales, attentives à la réduction des tensions inflationnistes et soucieuses de ne pas laisser développer des anticipations d'inflations qui seraient incompatibles avec la stabilité monétaire.

ACTUALITÉ

Faits saillants	2
I La situation économique de la France	3
I 1 La croissance et les prix	3
I 2 La balance des paiements	7
2 La monnaie, les placements et les financements	10
2 1 Les grandes tendances en France et dans la zone euro	10
2 2 L'endettement intérieur total – France	11
2 3 L'endettement sur les marchés	11
2 4 Les crédits des institutions financières monétaires	11
2 5 Les taux d'intérêt sur les contrats nouveaux	12
2 6 Les flux de souscriptions par catégories d'OPCVM	12
3 Les marchés de capitaux	14
3 1 Les marchés de change et de matières premières	14
3 2 Les marchés de taux d'intérêt	15
3 3 Les marchés boursiers	16

ENCADRÉS

1 Évolution récente de l'environnement international et zone euro	4
2 Compétitivité de l'économie française	5
3 Premiers éléments sur les émissions obligataires sur la place de Paris en septembre 2007	13
4 Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris (sélection d'indicateurs)	18

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

Faits saillants

La situation économique de la France

- L'indice des prix à la consommation harmonisé a augmenté de 1,6 % en septembre en glissement annuel.
En septembre, l'indicateur du climat des affaires s'est établi à 105, après 108 en juillet.
Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA), le produit intérieur brut aurait augmenté de 0,6 % au troisième trimestre. L'acquis de croissance pour 2007, à la fin du troisième trimestre, serait de + 1,7 %.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, la croissance annuelle de l'agrégat $M3$ s'est légèrement atténuée en août (11,6 %, après 11,7 %) en raison du ralentissement des instruments négociables inclus dans $M3 - M2$ (17,8 %, après 19,5 %). Le taux de croissance annuel de $M1$ est resté inchangé (6,8 %), tandis que celui des autres dépôts monétaires inclus dans $M2 - M1$ continuait de s'élever (15,3 %, après 15,0 %). S'agissant des contreparties de $M3$, la contribution de l'extérieur à la croissance de l'agrégat a diminué (3,3 points de taux de croissance de $M3$, après 3,8 en juillet) ; le taux de croissance des concours au secteur privé a légèrement augmenté (11,8 %, après 11,6 %), alors que la contraction des concours aux administrations publiques s'est accentuée (- 4,2 %, après - 3,7 %).
- En France, la croissance des crédits au secteur privé s'est à nouveau renforcée (12,8 %, après 12,5 %) du fait principalement de l'accélération des crédits aux sociétés non financières (12,4 %, après 11,1 %), celle-ci ayant été particulièrement vive s'agissant des crédits de trésorerie (15,3 %, après 12,4 %). Le taux de croissance des crédits aux ménages est resté quasi inchangé (10,7 %, après 10,6 %), le ralentissement graduel des prêts à l'habitat marquant une pause (13,3 %). En revanche, le taux de croissance des crédits au secteur financier a diminué tout en restant à un niveau encore très élevé (30,2 %, après 33,4 % en juillet).

Les marchés de capitaux

En septembre, les turbulences financières provoquées par la crise des marchés hypothécaires risqués aux États-Unis ont continué de perturber les marchés monétaires. Une diminution de l'aversion pour le risque d'une partie des investisseurs a été par ailleurs observée, en dépit de la confirmation de perspectives de croissance incertaines aux États-Unis. Dans ce contexte :

- la volatilité des principaux couples de devises a baissé dans un mouvement de dépréciation du dollar contre les principales devises ; les devises liées aux matières premières se sont appréciées ;
- les anticipations d'absence de hausse des taux directeurs ont été confortées par les décisions des banques centrales ;
- Les courbes de rendements obligataires se sont pentifiées .

Les marchés boursiers ont rebondi et les écarts de rendement entre les obligations privées et les obligations d'État se sont resserrés.

I | La situation économique de la France

II | La croissance et les prix

Un rebond de l'activité prévu au second semestre

En août, l'indice de la production industrielle hors énergie et industries agricoles et alimentaires (IAA) a augmenté de 0,1 % par rapport à juillet. Cette quasi-stabilité en août succède à une hausse de 2,1 % en juillet (révisée de + 0,6 point). Sur les trois derniers mois, la production industrielle hors énergie et IAA a progressé de 1,1 % en variation trimestrielle. Fin août, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre serait de 2,0 %, après une progression de 0,1 % au deuxième trimestre.

En septembre, selon l'*Enquête mensuelle de conjoncture* de la Banque de France, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie se situe toujours au-dessus de sa moyenne de longue période. Le courant de commandes nouvelles s'est maintenu, tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger. Les carnets de commandes restent supérieurs à la normale. Dans les services marchands, les chefs d'entreprise indiquent que l'activité et la demande se sont légèrement accrues en septembre, tandis que les effectifs ont poursuivi leur progression. Toutefois, l'indicateur du climat des affaires dans l'industrie baisse en septembre à 105, après 108 en juillet.

D'après l'indicateur synthétique mensuel d'activité de la Banque de France (ISMA), le produit intérieur brut progresserait de 0,6 % au troisième trimestre. L'acquis de croissance pour 2007 à la fin du troisième trimestre serait de + 1,7 %.

Les indicateurs synthétiques du climat des affaires calculés par l'INSEE en octobre ont baissé dans l'industrie (108, après 109 en septembre, revu de - 1 point) mais augmenté dans les services (113, après 112 en septembre, revu de - 1 point). En revanche, l'indice PMI des directeurs d'achat dans le secteur manufacturier est resté stable en octobre, à 50,5.

L'indicateur résumé d'opinion de l'enquête mensuelle de conjoncture de l'INSEE auprès des ménages a reculé à - 22 en octobre, après - 21 en septembre. L'évolution des dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés a enregistré

une hausse de 0,1 % en septembre, après une hausse de 0,7 % en août, révisée de - 0,3 point. La consommation est tirée par les achats de textile-cuir (+ 1,7 %) et de biens d'équipement du logement (+ 0,8 %). En revanche, la consommation en automobiles se replie fortement (- 2,2 %) après les fortes hausses des deux mois précédents (+ 1,8 % en juillet et + 3,1 % en août). Le taux de croissance des dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés pour le troisième trimestre est de 2,1 %, après 0,3 % au deuxième trimestre. Dans le commerce, les dépenses sont en hausse de 0,6 % en septembre.

L'emploi salarié dans l'ensemble des secteurs concurrentiels a augmenté de 0,3 % au cours du deuxième trimestre et progresse de 1,7 % sur un an. L'indice du salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés et l'indice du salaire horaire de base ouvrier augmentent chacun de 0,6 % au deuxième trimestre 2007 et, sur un an, de respectivement 2,7 % et 2,9 %.

Le nombre de mises en chantier de logements neufs a vu sa progression quelque peu ralentir (+ 13,4 % sur les trois derniers mois à fin septembre 2007 par rapport à la même période de l'année précédente, contre + 14,5 % à fin août). Par ailleurs, les immatriculations de voitures particulières neuves sont restées quasiment stables en octobre (- 0,2 %), après un bon troisième trimestre (+ 2,3 %) comparé au second (- 0,5 %).

Le solde du commerce extérieur ressort à - 2,9 milliards d'euros en août, après - 3,2 milliards en juillet. Mais le solde cumulé sur trois mois se détériore, passant de - 9,0 milliards d'euros en août 2006 à - 9,4 milliards, en août 2007.

Des tensions inflationnistes ravivées

Le cours du *brent* en euro est en hausse en octobre (+ 5,0 % par rapport au mois précédent, avec une hausse en dollar de 7,4 % en octobre et de 7,7 % en septembre). Dans ce contexte, l'indice des prix à la consommation harmonisé s'accroît de 0,1 % en variation mensuelle en septembre, après + 0,4 % en août, portant le glissement annuel à + 1,6 %, contre + 1,3 % en août.

Les prix à la production dans l'industrie pour le marché français augmentent de 0,4 % en septembre. En un an, ils progressent de 2,7 %.

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

- **PIB** au troisième trimestre 2007 en première estimation : + 3,9 % en variation trimestrielle annualisée, après + 3,8 % au second trimestre
- **Baisse** de l'**indice PMI manufacturier** en octobre (50,9 après 52,0 en septembre) mais hausse de l'**indice ISM non-manufacturier** (55,8, après 54,8 en septembre)
- **Baisse** sur un an du nombre de **ventes de logements neufs** (- 23,3 % en septembre, après - 27,2 % en août), des **ventes de logements anciens** (- 19,1 % en septembre, après - 13,2 % en août), des **mises en chantier** (- 30,8 % en septembre, après - 19,4 % en août) et des **permis de construire** (- 25,9 % en septembre, après - 23,6 % en août)
- **Hausse** de l'**inflation** mesurée par le glissement annuel de l'**indice des prix à la consommation** en septembre : + 2,8 % en glissement annuel, après + 2,0 % en août et + 2,1 % comme en août pour l'indice des prix sous-jacent
- **Hausse** des **ventes au détail** en valeur en septembre (cvs) : + 0,6 % en variation mensuelle (+ 0,3 % en août) et + 5,0 % en glissement annuel (+ 3,8 % en août)
- **Stabilité** du **taux de chômage** en octobre à 4,7 %
- **Déficit** de la **balance des biens et services** en août : 57,6 milliards de dollars après 59,0 milliards en juillet

Japon

- Indicateur du **climat des affaires** de l'enquête TANKAN (pour toutes les entreprises, solde net d'opinions favorables) au troisième trimestre 2007 : - 3, après + 7 au deuxième trimestre 2007
- **Indice PMI du secteur manufacturier** (cvs) en septembre : 49,8, après 49,6 en août
- **Taux de chômage** en septembre (cvs) : 4,0 %, après 3,8 % en août
- **Indice des prix à la consommation** en septembre : - 0,2 % sur un an comme en août. **Indice des prix à la consommation hors produits énergétiques et produits alimentaires** : - 0,3 % sur un an, après - 0,2 % en août
- **Dépenses de consommation des ménages** en septembre (volume) : + 3,2 % sur un an, après + 1,6 % en août
- **Rémunération nominale des salariés par tête** en août : + 0,1 % sur un an, après - 1,7 % en juillet
- **Excédent commercial** en septembre (données brutes des douanes en valeur) : + 1 637,8 milliards de yens, soit 10,38 milliards d'euros, contre + 1 006,8 milliards de yens en septembre 2006, soit 6,7 milliards d'euros

Royaume-Uni

- **PIB** au troisième trimestre 2007 : + 0,8 % en variation trimestrielle, comme au deuxième trimestre
- **Déficit commercial** en août : 6,9 milliards de livres, contre 7,4 milliards de livres en juillet
- **Inflation** mesurée par le glissement annuel de l'**IPCH** inchangée à 1,8 % en septembre

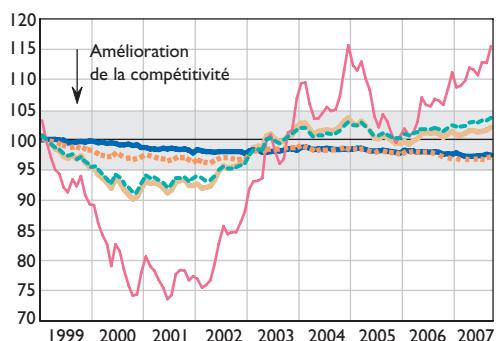
Zone euro

- **Déficit public** de 1,5 % du PIB en 2006, contre 2,5 % en 2005. Ratio de dette publique de 68,6 % du PIB en 2006, après 70,3 % l'année précédente
- **Croissance** du **PIB** confirmée à + 0,3 % au deuxième trimestre 2007 et révision de + 0,1 point pour le premier trimestre (à + 0,8 %), soit + 2,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre, après + 3,2 % au premier trimestre
- **Production industrielle** en hausse de 1,2 % en août, après + 0,7 % en juillet (revue de + 0,1 point), soit un glissement annuel de + 4,3 %, contre + 3,9 % en juillet (revu de + 0,2 point)
- **Augmentation** des **prix à la production industrielle** de 0,4 % en septembre, après + 0,1 % en août, soit + 2,7 % en glissement annuel (contre + 1,8 % en août)
- **Progression** du volume des **ventes du commerce de détail** de 0,3 % en septembre, après une stabilité en août ; le glissement annuel s'établit à + 1,6 % en septembre, après + 0,8 % en août
- **Taux de chômage** à 7,3 % en septembre, en baisse de - 0,8 point sur un an
- **Quatrième baisse** consécutive de l'**indice PMI dans le secteur manufacturier** au mois d'octobre, à 51,5 (contre 53,2 en septembre) et remontée de l'**indice PMI dans le secteur des services** à 55,8 en octobre, après 54,2 en septembre
- **Glissement annuel** de l'**indice des prix à la consommation harmonisé** (IPCH) estimé à + 2,6 % en octobre, contre + 2,1 % en septembre
- **En** août, **solde excédentaire** du **commerce extérieur** de 1,3 milliard d'euros (en données brutes en valeur) après - 5,2 milliards en août 2006. Sur la période janvier-août 2007, l'excédent atteint 19,1 milliards d'euros, contre un déficit de 23,5 milliards sur la même période de 2006.

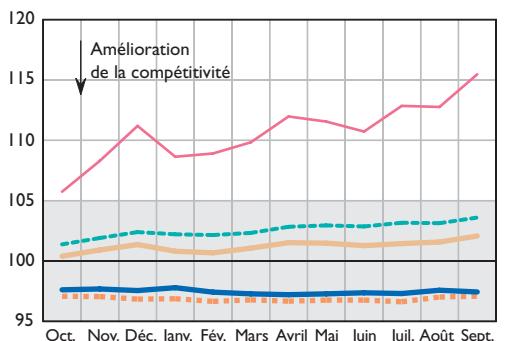
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française**Mesurée par les prix à la consommation**(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)

... depuis 1999



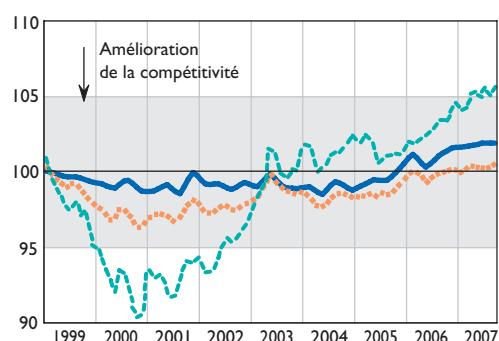
... sur un an



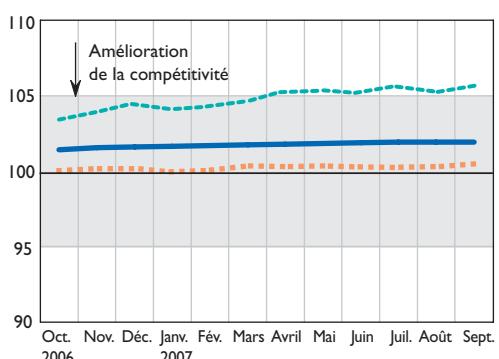
- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- - Vis-à-vis des pays industrialisés
- - - Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou - 5 % par rapport au premier trimestre 1999

Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie(indices base 100 = 1^{er} trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an



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

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

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

Calculs : Banque de France

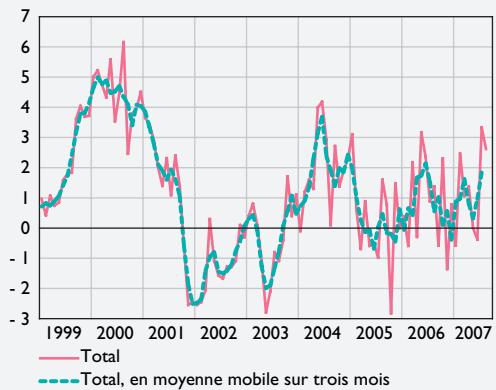
ACTUALITÉ

La situation économique de la France

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

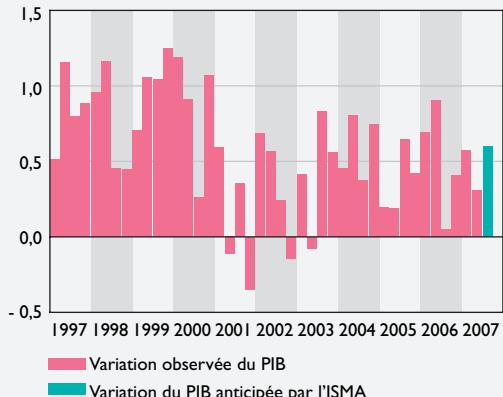
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



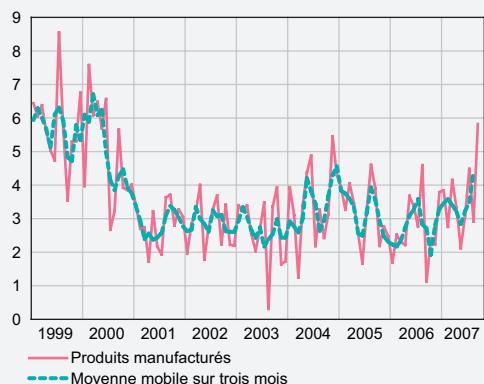
ISMA et PIB

(variation trimestrielle cvs-cjo, en %)



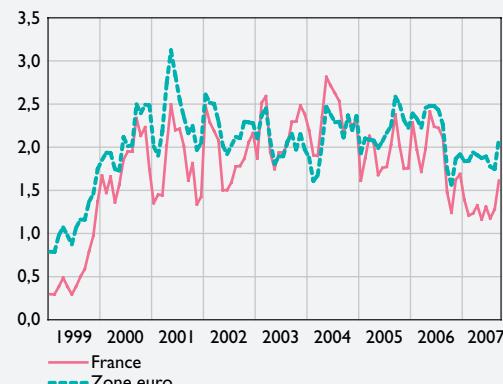
Consommation des ménages en produits manufacturés

(glissement annuel, en %)



Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



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			
Produit intérieur brut	0,2	0,2	0,6	0,4	0,7	0,9	0,1	0,4	0,6	0,3	1,7	2,2	1,4	
Importations	0,5	0,7	2,6	3,2	1,0	2,9	-0,5	0,9	0,6	1,9	5,4	7,1	3,3	
Dépenses de consommation des ménages	0,6	0,0	0,6	0,7	0,8	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	2,2	2,3	1,5	
Dépenses de consommation des APU	0,1	0,2	0,5	0,1	0,6	0,5	0,3	0,4	0,3	0,5	0,9	1,6	1,2	
FBCF totale	0,7	0,9	1,7	0,6	0,5	1,9	0,6	1,3	1,2	0,4	4,1	4,1	3,2	
donc Entreprises non financières	0,0	0,0	2,3	0,6	0,2	2,6	0,8	1,9	1,4	0,4	2,7	4,6	4,2	
Ménages	1,2	2,4	0,7	1,3	1,4	1,0	0,9	-0,4	0,3	0,3	6,2	4,5	1,0	
Exportations	-0,6	0,5	3,0	1,2	3,2	1,1	-1,2	1,0	1,4	0,9	3,2	6,3	2,4	
Contributions à la croissance														
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	
Variations de stocks	0,0	0,0	-0,2	0,4	-0,6	0,7	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	
Commerce extérieur	-0,3	-0,1	0,1	-0,5	0,6	-0,5	-0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,3	

Source : INSEE - Comptes trimestriels du 28 septembre 2007 (résultats détaillés du deuxième trimestre 2007)

I | 2 La balance des paiements

Les résultats en aout 2007

Le solde des *transactions courantes* passe de - 2,1 milliards d'euros à - 1,7 entre juillet et août, soit une amélioration de 0,4 milliard. Le déficit des biens s'établit à - 2,9 milliards, en hausse de 0,3 milliard sur un mois. L'amélioration du solde des revenus compense la détérioration enregistrée sur les services.

Au sein du *compte financier*, les *investissements directs* se soldent par des sorties nettes de 3,1 milliards (après 12,3 milliards en juillet). Après avoir enregistré des sorties nettes importantes au cours des deux mois précédents (de l'ordre d'une vingtaine de milliards par mois), les investissements directs français à l'étranger reviennent à 7,9 milliards en août, pour l'essentiel sous forme d'opérations en capital social (5,3 milliards). Les investissements directs étrangers en France fléchissent également à 4,8 milliards (après 7,2 milliards en juillet) et sont constitués majoritairement d'opérations de prêts et de flux de trésorerie intra-groupe. À la fin août, en données cumulées sur 12 mois, les investissements directs sortants et entrants croissent néanmoins respectivement de 50 % et de 34 % par rapport à fin 2006.

Les *investissements de portefeuille* affichent des sorties nettes de 21,6 milliards, faisant suite à

des entrées nettes de 6,6 milliards en juillet. En données cumulées sur les 12 derniers mois, le solde des investissements de portefeuille s'établit à 28,5 milliards en août, contre - 59,5 milliards pour l'année 2006. Sur le marché obligataire, les achats de titres étrangers par les résidents sont très faibles ce mois-ci (1 milliard). Habituellement acheteurs, les non-résidents procèdent à des cessions nettes d'obligations françaises pour le second mois consécutif (1 milliard, après 1,3 milliard). S'agissant des titres du marché monétaire, des cessions nettes des non-résidents sont à nouveau enregistrées (3,5 milliards). Après cinq mois consécutifs de ventes, les résidents se portent massivement acquéreurs d'actions étrangères (16 milliards) alors que les non-résidents, acheteurs sur les deux derniers mois, sont vendeurs nets en août (0,8 milliard). Enfin, de manière exceptionnelle, et en liaison avec les turbulences observées sur les marchés, les titres d'OPCVM font l'objet de cessions nettes concomitantes de la part des résidents et des non-résidents. Les désengagements des résidents sur OPCVM étrangers et des non-résidents sur OPCVM français s'élèvent respectivement à 4,2 milliards et à 3,1 milliards.

Les « *autres investissements* » se soldent par des entrées nettes de 27 milliards (après 20,4 milliards en juillet). Les opérations des entreprises d'investissement et de la Banque de France expliquent l'essentiel de ce mouvement.

ACTUALITÉ

La situation économique de la France

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)	Août 2007 (c)	Août 2006 (b)	Août 2007 (c)	Juin 2007 (b)	Juillet 2007 (c)	Août 2007 (c)	
	Compte de transactions courantes	- 15,7	- 22,5	- 17,5	- 6,5	- 5,6	- 1,8	- 2,1	- 1,7
Biens	- 23,0	- 30,0	- 29,9	- 9,0	- 9,4	- 3,3	- 3,2	- 2,9	
Services	10,6	8,3	6,8	2,8	2,1	1,1	0,7	0,2	
Revenus	18,7	21,0	27,3	5,1	7,2	2,2	2,1	2,8	
Transferts courants	- 22,1	- 21,7	- 21,7	- 5,4	- 5,4	- 1,8	- 1,8	- 1,8	
Compte de capital	0,5	- 0,2	1,7	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	
Compte financier	- 10,5	63,9	59,1	- 8,8	16,1	1,6	11,5	3,1	
Investissements directs	- 32,1	- 27,1	- 51,3	- 8,3	- 28,4	- 13,0	- 12,3	- 3,1	
- Français à l'étranger	- 97,3	- 91,7	- 137,8	- 19,4	- 49,2	- 21,8	- 19,5	- 7,9	
- Étrangers en France	65,2	64,6	86,5	11,1	20,7	8,8	7,2	4,8	
Investissements de portefeuille	- 13,7	- 59,5	28,5	- 30,5	- 10,2	4,8	6,6	- 21,6	
- Avoirs	- 194,5	- 270,5	- 175,4	- 91,1	- 37,0	- 22,8	- 1,0	- 13,3	
dont actions et titres d'OPCVM	- 42,9	- 48,3	3,5	- 32,6	- 3,4	- 2,9	11,3	- 11,8	
- Engagements	180,8	211,0	203,9	60,6	26,8	27,6	7,6	- 8,4	
dont actions et titres d'OPCVM	52,6	58,8	50,4	45,3	24,1	17,6	10,4	- 3,9	
Produits financiers dérivés	5,2	3,3	- 2,3	1,6	- 0,9	- 1,8	- 1,2	2,1	
Autres investissements	23,0	155,9	92,1	28,9	59,1	11,6	20,4	27,0	
dont IFM	- 2,3	135,6	68,4	45,9	22,5	- 4,3	22,0	4,8	
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 7,8	- 0,5	- 3,5	- 0,2	- 2,0	- 1,3	
Erreurs et omissions (d)	25,7	- 41,3	- 43,4	13,5	- 12,9	- 1,6	- 10,3	- 1,0	

(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

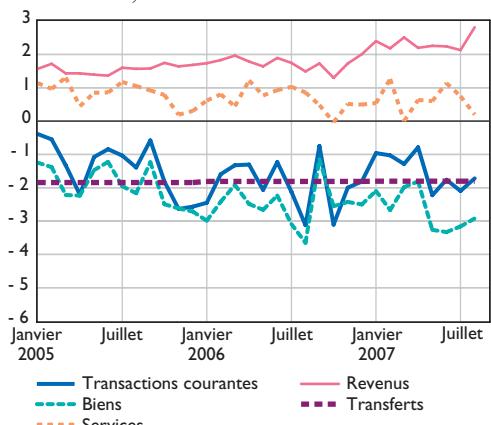
(c) Chiffres provisoires

(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

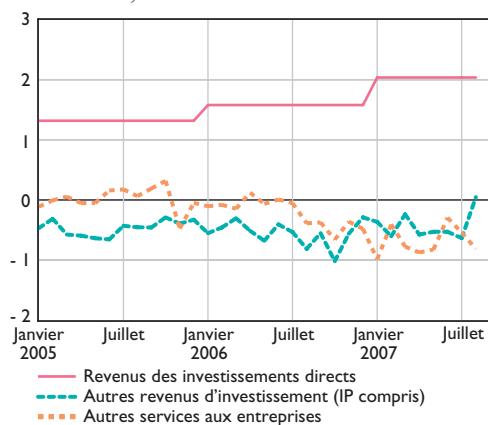
Soldes – I (a)

(en milliards d'euros)

**Transactions courantes**

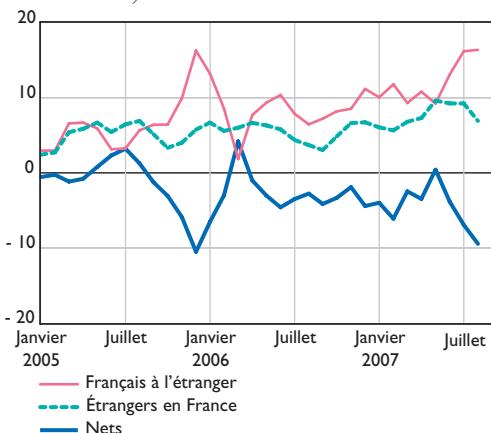
Soldes – 2 (a)

(en milliards d'euros)

**Investissements directs (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)

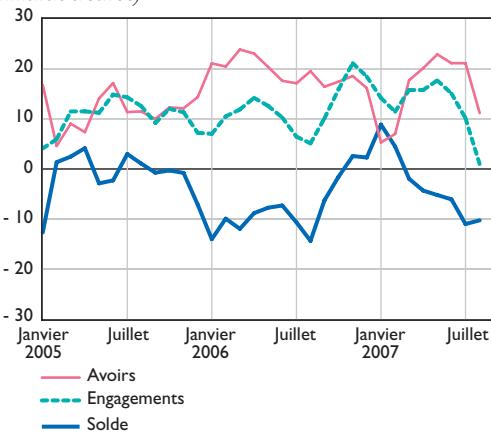
**Investissements de portefeuille – Actions (b)**

(moyenne mobile sur 3 mois)

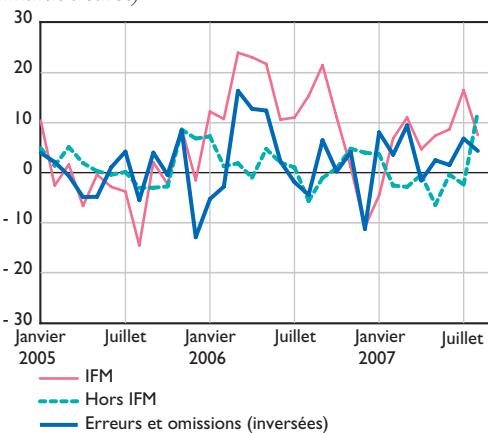
(en milliards d'euros)

**Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)**
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)

**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.

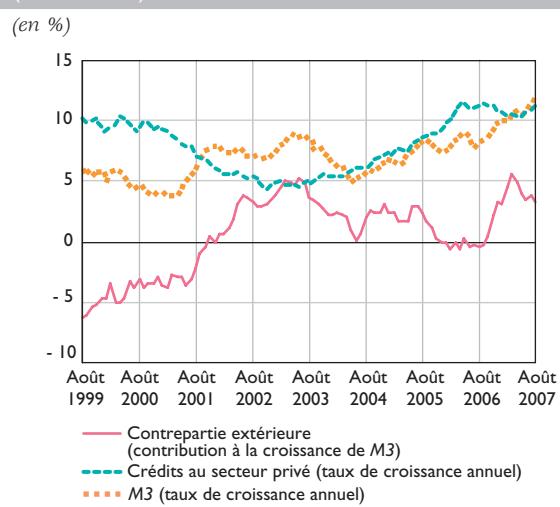
2| La monnaie, les placements et les financements

2| I 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 très légèrement diminué en août (11,6 %, après 11,7 % en juillet) tandis que sa moyenne mobile sur trois mois augmentait à nouveau (11,4 % pour la période juin-août, après 11,1 % pour mai-juillet). Cet infléchissement a principalement résulté du ralentissement des instruments négociables inclus dans M3 – M2 (17,8 %, après 19,5 %), alors que le taux de croissance des autres dépôts monétaires inclus dans M2 – M1 a augmenté (15,3 %, après 15,0 %) et que celui de M1 est resté inchangé (6,8 %).

Au sein des contreparties de M3, la progression des concours au secteur privé s'est quelque peu renforcée (11,8 %, après 11,6 %), sous l'effet de l'accélération des crédits au secteur privé (11,2 %, après 11,0 %)

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



Source : BCE

et des portefeuilles de titres (15,6 %, après 15,4 %). La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de M3 a en revanche diminué (3,3 points de taux de croissance de M3, après 3,8 en juillet).

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

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

	Encours à fin août 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Août 2007		
		Juillet 2007	Août 2007			
Zone euro (b)						
Agrégats monétaires (en données cvs)						
Billets et pièces en circulation	608,2	9,2	8,7			
+ Dépôts à vue	3 219,5	6,4	6,4			
= M1	3 827,7	6,8	6,8			
+ Autres dépôts monétaires	3 273,2	15,0	15,3			
= M2	7 100,9	10,4	10,6			
+ Instruments négociables	1 243,2	19,5	17,8			
= M3	8 344,1	11,7	11,6			
Crédits au secteur privé (en données cvs)	9 888,0	11,0	11,2			
Créances sur le secteur privé (en données cvs)	11 552,1	11,6	11,8			
France						
Principaux actifs monétaires (c)						
Dépôts à vue	466,8	5,8	7,8	14,5		
Comptes sur livret	430,4	5,6	5,5	28,5		
Dépôts à terme \leq 2 ans	99,6	59,2	62,3	5,6		
Titres d'OPCVM monétaires	369,0	11,6	9,1	52,3		
Titres de créance \leq 2 ans	96,5	3,7	8,7	37,1		
Crédits au secteur privé (c)	1 676,6	12,5	12,8	17,0		

(a) Évolutions corrigées de l'incidence des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français y compris les crédits des FCC

Sources : BCE et Banque de France

En France, le taux de croissance annuel des dépôts à vue des résidents a augmenté (7,8 %, après 5,8 % en juillet). Celui des comptes sur livret a de nouveau légèrement fléchi (5,5 %, après 5,6 %) alors que celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans, déjà très élevé, a encore sensiblement augmenté (62,3 %, après 59,2 %). La croissance des titres d'OPCVM monétaires s'est nettement modérée (9,1 %, après 11,6 %).

2 | 2 L'endettement intérieur total – France

La croissance annuelle de l'endettement intérieur total a continué à se renforcer en août (9,5 %, après 9,1 % en juillet) sous l'effet de l'accélération de l'endettement de tous les agents économiques : sociétés non financières, administrations publiques et, dans une moindre mesure, ménages.

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2006	Juillet 2007	Août 2007
Endettement intérieur total	7,2	9,1	9,5
Sociétés non financières	7,9	11,8	12,1
Ménages	11,8	10,8	10,9
Administrations publiques	3,4	5,1	5,6

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 (11,8 %, après 10,6 %) et aux ménages (10,9 %, après 10,8 %) alors que la croissance des crédits aux administrations publiques s'est quelque peu modérée (8,9 %, après 9,3 %).

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2006	Juillet 2007	Août 2007
Endettement intérieur total	7,2	9,1	9,5
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	10,8	10,6	11,1
Crédits obtenus auprès des non-résidents (a)	15,1	17,7	18,1
Financements de marché	1,1	5,0	5,1

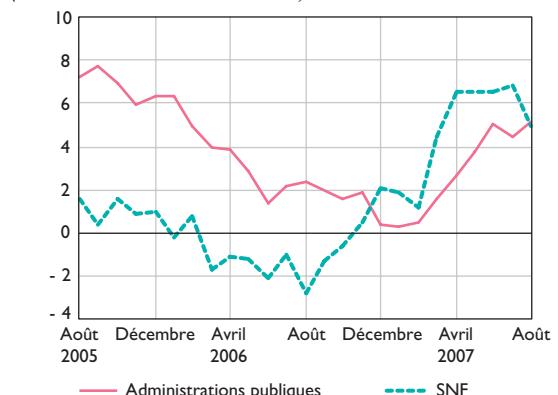
(a) Données estimées

2 | 3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché a très légèrement augmenté. Le ralentissement de la progression de l'encours émis par les sociétés non financières (5,0 %, après 6,8 %), particulièrement sensible s'agissant des émissions à court terme (3,4 %, après 21,3 %), a été plus que compensé par le redressement des émissions des administrations publiques (5,1 %, après 4,5 %).

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, pour le sixième mois consécutif, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a augmenté en août (12,9 %, après 12,6 % en juillet) : cette accélération a concerné les crédits au secteur privé (13,3 %, après 12,9 %) alors que les crédits aux administrations publiques ont quelque peu ralenti (9,3 %, après 9,7 %).

Le taux de croissance annuel des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages – ISBLM) n'a pas varié, à 10,7 %, le rythme de progression des crédits à l'habitat restant inchangé (13,3 %) tout comme celui des crédits de trésorerie (3,7 %). En revanche, celui des crédits aux sociétés non financières a fortement augmenté (12,4 %, après 11,1 %) sous l'effet de l'accélération des crédits

ACTUALITÉ

La monnaie, les placements et les financements

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Août 2006	Juillet 2007	Août 2007
Crédits des IFM (a)	11,9	12,6	12,9
aux APU	11,9	9,7	9,3
au secteur privé	11,9	12,9	13,3
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,3	10,7	10,7
dont : Trésorerie	7,7	3,7	3,7
Habitat	15,3	13,3	13,3
Crédits des EC aux SNF	10,1	11,1	12,4
dont : Trésorerie	11,9	12,4	15,3
Investissement	9,5	9,2	9,7
Crédits des EC			
au secteur financier	26,5	33,4	30,2
dont : Clientèle financière	19,3	39,6	31,2
Assurances	47,8	20,2	27,5

(a) Hors crédits FCC

(b) Hors crédits de trésorerie distribués aux ISBLM

de trésorerie (15,3 %, après 12,4 %) et, dans une moindre mesure, des crédits à l'investissement (9,7 %, après 9,2 %). La croissance des crédits au secteur financier s'est quelque peu atténuée (30,2 %, après 33,4 %).

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

Les taux d'intérêt moyens des crédits nouveaux ont continué à augmenter en août, de manière un peu plus marquée pour les ménages (5,53 %, après 5,42 % en juillet) que pour les sociétés non financières (4,95 %, après 4,89 %).

• Du côté des ménages, la hausse des taux a été plus sensible pour les crédits à la consommation

(6,90 %, après 6,62 %) que pour les crédits à l'habitat ayant une période de fixation initiale du taux (PFIT) supérieure à un an (4,33 %, après 4,21 %) et ceux de PFIT inférieure (4,53 %, après 4,46 %).

- Concernant les crédits aux sociétés non financières, le taux moyen des découverts est retombé (5,41 %, après 5,50 %) après sa poussée du mois précédent, alors que celui des crédits de PFIT inférieure à un an s'est nettement redressé (4,95 %, après 4,56 %) et que celui des crédits de PFIT supérieure a continué d'augmenter modérément (4,78 %, après 4,74 %).

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 » ont fortement diminué en raison d'une vague de rachats particulièrement importants au cours du mois d'août. Dans le même temps, la décollecte nette subie par les OPCVM « obligations » s'est quelque peu accentuée. En revanche, les flux de souscriptions nettes de titres d'OPCVM « actions » ont légèrement augmenté.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Décembre 2005	Décembre 2006	Juillet 2007	Août 2007
OPCVM monétaires	9,0	7,4	7,9	0,4
OPCVM obligations	4,1	- 1,0	- 4,9	- 6,4
OPCVM actions	5,7	6,5	1,2	1,4
OPCVM diversifiés	10,2	26,9	19,6	9,4

Source : Euromonnaie-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 3

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

Obligations émises à Paris								
(en milliards d'euros)								
	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin sept. 2007
	Année 2006	Sept. 2006 à août 2007	Oct. 2006 à sept. 2007	Sept. 2007	Sept. 2006 à août 2007	Oct. 2006 à sept. 2007	Sept. 2007	
Sociétés non financières	- 14,6	- 11,7	- 11,6	- 0,1	2,3	2,3	0,0	55,3
État	14,8	19,5	20,6	6,9	62,1	63,2	6,9	637,5
Autres administrations publiques	- 4,0	- 1,5	- 1,5	0,0	0,2	0,1	0,0	35,6
Institutions financières monétaires	- 2,1	- 0,6	- 2,1	- 1,0	11,2	10,8	1,2	115,9
Institutions financières non monétaires	- 1,9	- 0,6	- 0,7	0,0	1,2	1,0	0,0	22,6
Total	- 7,9	5,1	4,7	6,7	77,0	77,5	8,1	866,9

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la Place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de septembre 2007 s'est élevé à 8,1 milliards d'euros, après 0,02 milliard d'euros le mois précédent.

L'Agence France Trésor a émis en septembre quatre nouvelles tranches, dont une provenant d'un nouvel emprunt, pour un montant total de 6,9 milliards d'euros représentant la totalité des émissions sur la place de Paris. Sur les neuf premiers mois de 2007, le montant des émissions nouvelles d'OAT par l'AFT est supérieur de 0,5 milliard au montant émis en 2006 au cours de la même période.

3 | Les marchés de capitaux

En septembre, les turbulences financières provoquées par la crise des marchés hypothécaires risqués aux États-Unis ont continué à perturber les marchés monétaires. On a par ailleurs observé une diminution de l'aversion pour le risque d'une partie des investisseurs, en dépit de la confirmation de perspectives de croissance incertaines aux États-Unis. Dans ce contexte :

- la volatilité des principaux couples de devises a baissé dans un mouvement de dépréciation du dollar, contre les principales devises ; les devises liées aux matières premières se sont appréciées ;
- les anticipations d'absence de hausse des taux directeurs ont été confortées par les décisions des banques centrales ;
- les courbes des rendements obligataires se sont pentifiées ;
- les marchés boursiers ont rebondi et les écarts de rendement entre les obligations privées et les obligations d'État se sont resserrés.

3 | I Les marchés de change et de matières premières

Les craintes d'une contagion à l'économie réelle des turbulences nées du marché hypothécaire américain, la baisse de 50 points de base du taux des fonds

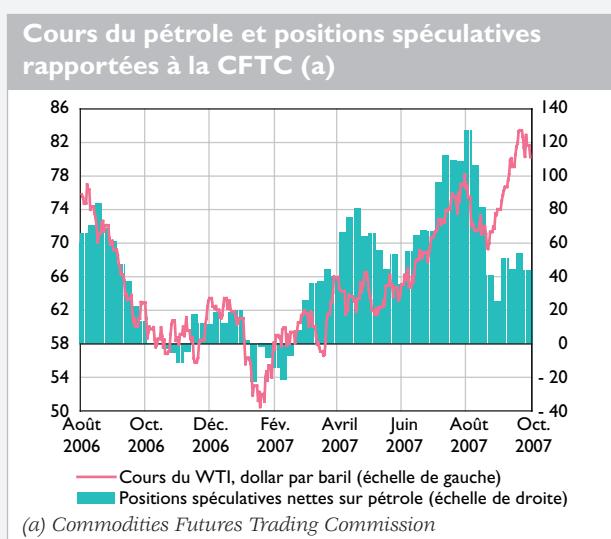
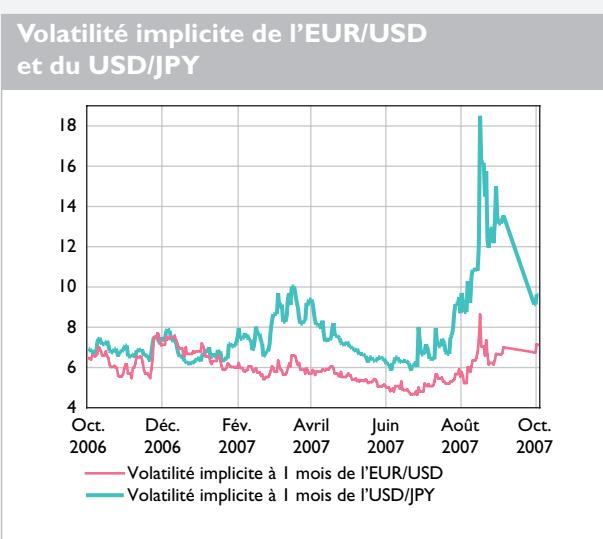
fédéraux décidée par le FOMC le 18 septembre ont pesé sur le dollar américain. L'EUR/USD a atteint un plus haut historique le 28 septembre se situant à 1,4282, contre 1,3634 en début de mois, soit une progression de 4,7 %.

La dépréciation du dollar a été moindre contre livre sterling (- 1,3 %) et contre yen (- 0,84 %). Ces deux devises se sont notamment dépréciées contre euro, l'EUR/JPY ayant progressé de 3,8 % à 163,80 et l'EUR/GBP de 3,2 % à 0,697 sur le mois.

La devise britannique a été affaiblie par les incertitudes sur l'amplitude de l'impact de la crise des « *subprimes* » sur le système bancaire britannique. Les chiffres d'activité et d'évolution des prix toujours atones au Japon ont favorisé la reconstitution de stratégies de *carry trades*, qui s'est notamment traduite par l'appréciation de l'AUD/JPY et du NZD/JPY respectivement de 7,6 % et 7,1 % au cours du mois de septembre.

La dépréciation du dollar a été également importante contre les devises liées aux matières premières : l'USD a cédé 7,8 %, contre le dollar australien, 7,5 % contre le dollar néo-zélandais et 6,1 % contre le dollar canadien, ce dernier revenant ainsi à la parité contre le dollar américain, pour la première fois depuis 1981.

La reconstruction des stratégies de *carry trades* a également reposé sur un reflux de la volatilité implicite notamment du USD/JPY qui s'établissait à 9,6 % fin septembre, après avoir atteint un plus haut de 8 ans le 10 septembre à 14,5 %.



Le cours de l'or s'est inscrit en forte hausse (+ 10,6 % à 743,8 dollars l'once), entraîné par la dépréciation du dollar et par la hausse marquée du prix du pétrole, soutenue en particulier par les craintes relatives aux conditions cycloniques dans le Golfe du Mexique. Le prix du baril a gagné 11,6 % sur la période pour atteindre 82 dollars le baril pour la référence *Brent*.

3 | 2 Les marchés de taux

En septembre, les anticipations de détente des taux directeurs se sont renforcées aux États-Unis du fait du maintien des incertitudes quant aux incidences de la crise financière sur l'économie réelle tandis que les anticipations de *statu quo* prévalaient ailleurs. La situation atypique des marchés monétaires interbancaires a perduré principalement sur les échéances à 3 mois.

Aux États-Unis

Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) a décidé le 18 septembre d'abaisser de 50 points de base le taux des fonds fédéraux, à 4,75 %. Les taux implicites des contrats Eurodollar 3 mois sur les maturités décembre 2007 et mars 2008 ont cédé respectivement 9 points de base, à 4,84 %, et 12 points de base, à 4,52 %. Fin septembre, les participants de marché anticipaient très généralement une nouvelle baisse du taux directeur de la Réserve fédérale à 4,50 % à l'horizon novembre 2007, et à 4,25 % au printemps 2008.

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

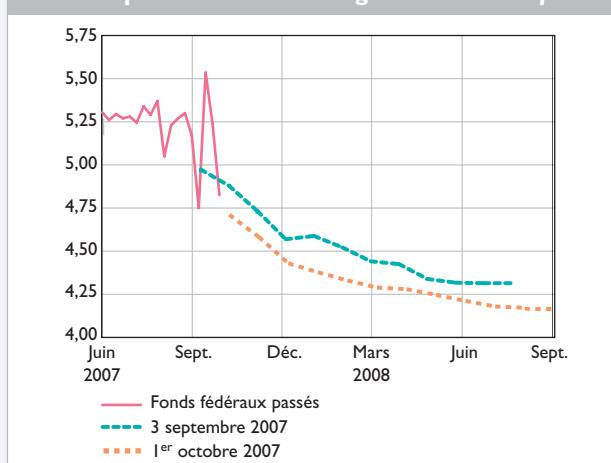


Illustration d'un léger rétablissement de la confiance des acteurs du marché monétaire dollar, l'écart entre le taux Libor au comptant à 3 mois et le taux *swap OIS* 3 mois – tout en restant à un niveau élevé – est passé de 75 à 65 points de base. De même, le *swap spread* américain à 5 ans s'est détendu de 8 points de base à 63 points de base.

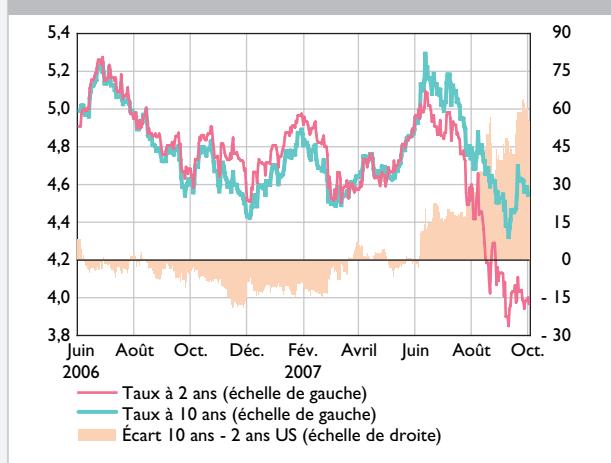
La courbe des taux obligataires a poursuivi sa pentification en septembre, les taux des emprunts américains à 2 ans ayant cédé 16 points de base, atteignant 4,02 % le 1^{er} octobre, alors que le rendement à 10 ans gagnait 6 points de base, à 4,64 %.

Cette tension des rendements nominaux de long terme s'explique essentiellement par la progression des anticipations d'inflation après la baisse des taux directeurs de la Réserve Fédérale et par la progression des cours du pétrole. Le point mort d'inflation sur une échéance 2015 s'est ainsi tendu de 13 points de base, à 2,15 %.

En zone euro

Les taux monétaires anticipés et les taux monétaires pratiqués ont continué à diverger. Les marchés monétaires au comptant sont restés tendus, reflétant la quasi-paralysie des transactions à plusieurs mois et ce en dépit des injections de liquidités supplémentaires, auxquelles la BCE a procédé, notamment à 3 mois (LTRO), pour 75 milliards d'euros le 12 septembre. L'écart entre l'Euribor à 3 mois et le taux *swap OIS* 3 mois est resté important.

Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



Les anticipations portant sur l'évolution de la politique monétaire de la BCE ont continué à privilégier un scénario de *statu quo* sur le taux directeur, à 4 % pour les mois à venir. La décision du Conseil des gouverneurs de septembre de laisser ce taux inchangé a naturellement conforté ces prévisions. Les taux implicites des contrats à terme Euribor à 3 mois sur les maturités de mars et juin 2008 ont cédé 3 points de base respectivement à 4,35 % et 4,27 % le 28 septembre.

Comme aux États-Unis, la courbe des rendements obligataires en zone euro s'est légèrement pentifiée en septembre, les taux français à 2 ans étant restés stables à 4,08 %, alors que les taux à 10 ans français se sont tendus de 11 points de base, à 4,44 %.

L'assouplissement anticipé des conditions monétaires comme la hausse du cours du pétrole ont en effet encouragé une augmentation des anticipations d'inflation. Le point mort d'inflation sur une échéance 2015 s'est élevé de 10 points de base, à 2,20 %.

En Angleterre

Les taux monétaires anticipés se sont fortement détendus en Grande-Bretagne, le taux implicite du contrat *short sterling* 3 mois baissant de 31 points de base à 5,81 %, du fait d'un consensus de marché sur un *statu quo* prolongé du taux directeur à 5,75 %. Face aux perturbations du marché monétaire, la Banque d'Angleterre a, en outre, fortement relâché

les bandes de fluctuation des réserves obligatoires cibles (de 1 % à 60 %), et a accru l'allocation de liquidités aux opérations hebdomadaires au-delà de la taille nécessaire à la constitution des réserves annoncées. Dans le même mouvement que les taux monétaires, le rendement à 2 ans a cédé 30 points de base à 5,12 %, alors que le taux à 10 ans restait inchangé à 5,09 %.

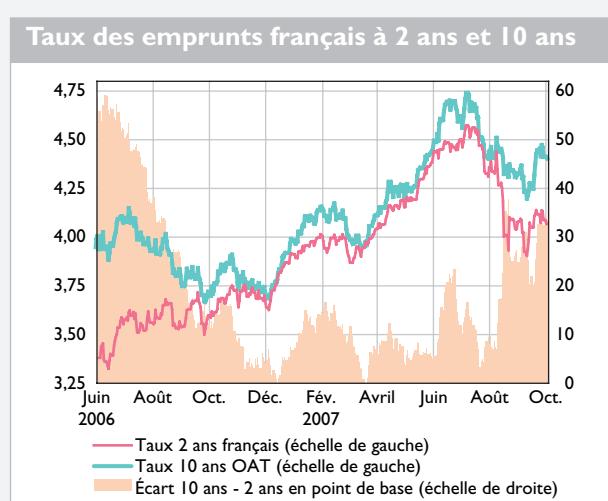
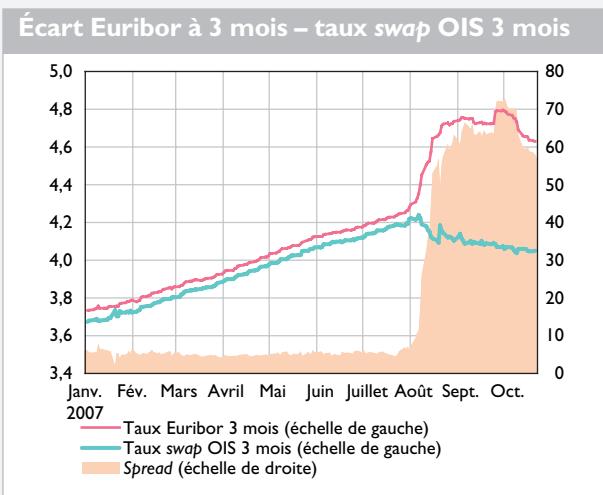
Au Japon

Le 19 septembre, la Banque du Japon a maintenu son principal taux directeur inchangé à 0,5 %. Les taux obligataires nippons à 2 et 10 ans, ainsi que les anticipations d'inflation et les taux réels sont restés quasiment inchangés.

3 | 3 Les marchés boursiers

Les principaux marchés boursiers ont rebondi en septembre, aidés par une diminution de l'aversion pour le risque d'une partie des investisseurs, par la baisse de taux directeur décidée par la Réserve fédérale et par la publication de résultats trimestriels rassurants par plusieurs grandes banques d'investissement.

Les indices américains ont enregistré les plus fortes progressions (Nasdaq + 5,6 % sur le mois, contre + 5,5 % pour le Dow Jones), l'eurostoxx progressant de 2,6 % en moyenne et le nikkei de 1,9 %.



Les valeurs technologiques et celles liées à l'automobile ont connu les hausses les plus fortes, tandis que les sociétés pétrolières et minières ont bénéficié du renchérissement du pétrole et des matières premières. Les valeurs bancaires et financières, malmenées en août, se sont fortement réappréciées à la fin du mois.

Le reflux de l'aversion pour le risque s'est traduit par une baisse marquée de la volatilité sur les principaux marchés boursiers : la volatilité implicite à un mois de l'indice S&P 500 est passée de 23 % à 18 % au cours de la période sous revue, après avoir atteint un plus-haut de 27 % le 10 septembre ; la volatilité implicite du DAX a reflué de 28 % à 17 %.

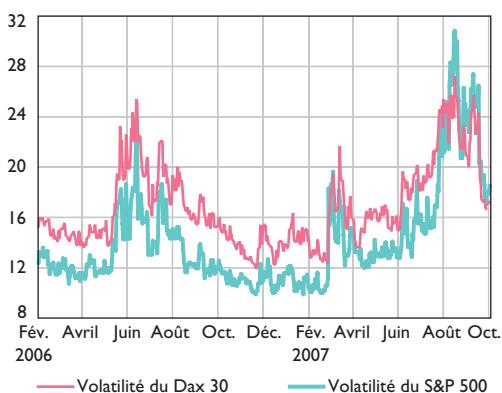
Indices boursiers

(variations en %)

	Niveau au 1 ^{er} octobre 2007	Variation/ 3 septembre 2007	Variation/ 3 janvier 2007
CAC 40	5 773,3	2,2	2,9
DAX	7 922,4	3,6	18,4
DJ EuroStoxx 50	4 409,6	2,6	5,3
FTSE	6 506,2	3,0	3,0
Nasdaq	2 741,0	5,6	13,1
Dow Jones	14 087,6	5,5	12,9
Nikkeï	16 846,0	1,9	- 2,2

Volatilité implicite à un mois des indices Dax et S&P500 depuis février 2006

(en %)



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

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



ACTUALITÉ

Les marchés de capitaux

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 %)

	Septembre 2007		Moyenne 2007	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	369,3	70,5	374,4	69,3
Pensions à taux fixe	130,2	24,9	159,8	29,6
Pensions à taux variable	239,1	45,7	214,6	39,7
BTAN	110,3	21,1	118,1	21,9
Pensions à taux fixe	37,0	7,1	41,1	7,6
Pensions à taux variables	73,3	14,0	77,0	14,3
BTF	43,9	8,4	47,8	8,8
Pension à taux fixe	4,8	0,9	11,6	2,1
Pensions à taux variable	39,1	7,5	36,2	6,7
TOTAL	523,5	100,0	540,3	100,0
Pensions à taux fixe	172,0	32,9	212,4	39,3
Pensions à taux variable	351,5	67,1	327,9	60,7

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	28 sept. 2007	3 sept. 2007	Variation
1 mois	3,85	4,05	- 20
3 mois	3,89	3,95	- 6
6 mois	3,96	4,02	- 6
12 mois	4,09	4,15	- 6
2 ans	4,08	4,11	- 3
5 ans	4,22	4,20	+ 2

Innovation, productivité et croissance Compte rendu de la conférence organisée conjointement par la Banque de France et le CEPR en juillet 2007	21
Christophe CAHN <i>Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision</i> Service d'Études et de Prévision	
Jérémi MONTORNES <i>Direction de la Recherche</i> Service de Recherche en économie et en finance	
 Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents	 29
Laurent DANIEL <i>Direction des Relations internationales et européennes</i> Service des relations monétaires internationales	
 Le coût du crédit aux entreprises	 41
Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS <i>Direction des Études et Statistiques monétaires</i> Service des Analyses et Statistiques monétaires	

Innovation, productivité et croissance

Compte rendu de la conférence organisée conjointement par la Banque de France et le CEPR en juillet 2007

Christophe CAHN

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

Jérémi MONTORNES

*Direction de la Recherche
Service de Recherche en économie et en finance*

La conférence coorganisée par la Banque de France et le CEPR¹, qui s'est tenue à Enghien les 5 et 6 juillet 2007, visait à présenter des analyses théoriques et empiriques récentes portant sur les différentes dimensions de l'innovation. Les thèmes abordés ont été les liens entre l'innovation, la productivité, la concurrence, la persistance de l'innovation et, à l'occasion d'une table ronde, les interactions avec la politique économique. Quelque trente économistes, universitaires, membres de banques centrales ou d'autres institutions y ont participé. Ce bref compte rendu présente les principales conclusions auxquelles ont abouti ces travaux.

L'innovation et ses différentes composantes intéressent de près les banques centrales pour plusieurs raisons. Elle induit des gains de productivité et il peut en résulter à la fois une amélioration de la productivité globale des facteurs, un des déterminants de la croissance potentielle qui réduit les tensions inflationnistes, et une réduction du coût marginal de production des entreprises, facteur clé de l'évolution des prix. Par ailleurs, la connaissance des différentes dimensions de l'innovation, en tant que moteur de la croissance contemporaine, permet d'asseoir et de rendre plus efficace la prise de décisions de politique économique.

Mots-clés : Innovation, concurrence, productivité, institutions, réformes

Codes JEL : C33, E22, E32, 03 et 04

¹ Les textes complets des études sont disponibles à l'adresse suivante : <http://www.cepr.org/meets/wkcn/6/6658/>.

La conférence avait pour objet de discuter de travaux récents tant théoriques qu'empiriques sur l'innovation et ses multiples dimensions. Trois thèmes ont été abordés chacun par une session spécifique :

- innovation et productivité ;
- innovation et persistance ;
- innovation et concurrence.

Six études ont été présentées durant ces trois sessions et des rapporteurs ont commenté chacune d'entre elles, une dernière session prenant la forme d'une table ronde a eu pour thème : les réformes structurelles, les politiques économiques et la croissance de la productivité. Cette table ronde a consisté en cinq présentations commentées par deux rapporteurs. À la fin de la première journée, Philippe Aghion (Harvard et PSE) a donné une lecture sur les liens entre l'enseignement supérieur et la croissance. En clôture de la conférence, Reinhilde Veugelers (CEPR) en a présenté une synthèse.

I | Session n° 1 : innovation et productivité

Jacques Mairesse (INSEE, CREST) et Pierre Mohnen (Universiteit Maastricht) ont tout d'abord dressé un panorama des enquêtes sur l'innovation (CIS). En Europe, les enquêtes relatives à l'innovation sont harmonisées par Eurostat suivant les principes développés dans le « *Manuel d'Olso* » coordonné par l'OCDE. Selon ce « Manuel », les entreprises innovatrices sont définies comme celles ayant introduit un nouveau procédé ou un nouveau produit durant les trois années précédentes. Menées dans de nombreux pays, ces enquêtes ont contribué à améliorer la compréhension des mécanismes de l'innovation. Plusieurs faits stylisés se dégagent : la taille, la concentration des marchés ainsi que les dépenses de R&D (recherche et développement) sont les déterminants principaux de l'innovation. De plus, les aides publiques à la R&D ont un effet d'entraînement sur l'investissement privé en R&D et n'exercent donc pas d'effet d'évitement. Toutefois, les données d'enquêtes ont une profondeur temporelle limitée et peuvent être enrichies par un appariement avec d'autres sources.

Jordi Jaumandreu (University Carlos III, Madrid) et Jacques Mairesse ont estimé sur des données

individuelles d'entreprises manufacturières espagnoles un système d'équations où l'innovation est spécifiée comme un facteur de réduction des coûts ou d'accroissement de la demande. Ils ont notamment tiré parti d'informations sur les prix des biens produits par les entreprises pour traiter l'endogénéité des facteurs dans la fonction de production. Selon leurs premières estimations, les gains moyens en termes de bien-être lié à une innovation de procédé et de produit sont respectivement de l'ordre de 1 à 2 % et de 4 à 5 % du chiffre d'affaires des entreprises.

Dans son commentaire, Claire Lelarge (SESSI) a mis en avant les problèmes liés aux taux de non-réponses élevés et aux difficultés de comparaison des enquêtes CIS entre pays. Elle a précisé que ces enquêtes sont traditionnellement utilisées au niveau agrégé à des fins descriptives et peu au niveau individuel pour l'évaluation des politiques publiques. David Coe (FMI) et Claire Lelarge ont souligné la qualité des estimations des effets de l'innovation et rappelé qu'un modèle en équilibre partiel ne permettait pas de prendre en compte les externalités dans l'estimation du surplus social.

2 | Session n° 2 : innovation et persistance

Les résultats des études consacrées à la persistance de l'innovation diffèrent selon la nature des données et la technique d'estimation utilisée. L'étude de Vladimir Raymond (Universiteit Maastricht) *et al.*, menée à partir de l'enquête CIS des Pays-Bas entre 1994 et 2000, conclut à la non-persistance d'un produit innovant mais à la persistance d'un *input* innovant. Ainsi, un effort continu d'investissement en R&D ne serait pas une condition suffisante pour maintenir un niveau élevé d'innovation.

Par ailleurs, les entreprises innovantes sont soumises à des contraintes de crédit spécifiques. Nicolas Berman (PSE, Université de Paris I, Banque de France) *et al.* montrent ainsi que la part de la R&D dans l'investissement total est contracyclique lorsque le recours au crédit n'est pas contraint, alors qu'elle devient procyclique en présence de contraintes de crédit. Toutefois, l'effet des contraintes de crédit est seulement observé durant les phases basses du cycle : la part de la R&D dans l'investissement baisse en récession sans augmenter proportionnellement durant

les phases d'expansion. Les résultats de cette étude suggèrent qu'en empêchant la part de la R&D d'être contracyclique, l'existence de contraintes de crédit contribue à diminuer la croissance moyenne de la productivité et à augmenter la volatilité.

Les discussions de Nathalie Greenan (CEE) et Gérard Belet (DGTP) ont porté sur la définition de l'innovation et le choix des variables *proxy* dans les estimations. Selon eux, les études relatives à la persistance pourraient utilement faire la distinction entre une innovation radicale, potentiellement persistante et une innovation incrémentale qui n'aurait pas d'effets dans la durée. De plus, les indicateurs utilisés pour l'innovation et les contraintes de crédit souffrent de biais. L'investissement en R&D n'aboutit pas systématiquement à une innovation et les incidents de paiement interviennent alors que les entreprises sont déjà contraintes sur leur recours au crédit.

3| Session n° 3 : innovation et concurrence

Le degré de concurrence sur le marché des biens joue un rôle majeur dans la manière dont les entreprises mettent en œuvre leur activité de Recherche et Développement et dans l'intensité de leurs efforts d'innovation. L'activité de R&D est à l'origine d'externalités ce qui réduit l'incitation à innover. Ainsi, la collaboration entre les entreprises dans leurs activités de R&D (sous forme de *joint-venture* par exemple) leur permet d'internaliser ces externalités. Les entreprises sont incitées à collaborer dans leurs efforts de R&D, d'autant plus que ces externalités sont fortes et que la concurrence est faible.

Le lien entre concurrence et innovation, au niveau individuel, a également fait l'objet de nombreux travaux qui ont mis en évidence une relation en forme de U inversé. Cette relation, validée par de nombreuses études économétriques, trouve une explication théorique dans la combinaison de deux effets :

- un effet de fuite de la concurrence (*escape from competition effect*), pour lequel une augmentation de la concurrence induit un accroissement de l'innovation afin de s'approprier la rente qui en découle ;

- un effet désincitatif par lequel une augmentation de la concurrence réduit *ex post* les rentes attachées à l'innovation, et donc réduit celle-ci.

Rachel Griffith (*Institute for Fiscal Studies – IFS*, University College London) et Suzanne Prantl (WZB, Humboldt University et IFS) ont analysé l'impact de la concurrence sur la propension des entreprises à mutualiser leurs efforts de R&D, à partir de données européennes. Les auteurs montrent que lorsque l'on compare le niveau de coopération dans des projets innovants avant et après une modification importante des conditions de concurrence, la coopération a augmenté dans les secteurs où l'accroissement de la concurrence a été plus important. Ce résultat descriptif va à l'encontre de certains travaux théoriques qui ne supposent pas de lien direct entre coopération en matière de R&D et collusion sur le marché des biens.

Philippe Askenazy (PSE, CEPREMAP et Banque de France), Christophe Cahn (Banque de France) et Delphine Irac (Banque de France) se sont intéressés quant à eux à la forme en U inversé qui relie la concurrence et l'innovation, en tenant compte des impacts que pouvaient avoir sur cette forme la taille et/ou le coût relatifs de ces innovations. Sur la base d'un modèle théorique qui rend compte de ces spécifications, ils montrent que quel que soit l'effet qui prédomine (fuite de la concurrence ou effet désincitatif), lorsque la taille de l'innovation incrémentale d'un secteur augmente, ou que la taille de l'entreprise relative au coût de l'innovation diminue, la pente de la courbe en U inversé tend à diminuer en valeur absolue, ce qui signifie que la courbe s'aplatit. Ces prédictions théoriques sont corroborées par des estimations effectuées à partir d'un panel d'entreprises françaises extrait de la base Fiben et de la Centrale de Bilans de la Banque de France. Les auteurs en concluent que l'impact sur l'innovation des mesures en faveur de la concurrence pourrait avoir un effet limité dans les secteurs où les dépenses de R&D sont relativement élevées et dans les secteurs où les entreprises sont relativement petites, ces dernières représentant plus de 80 % de l'échantillon.

Dans leurs commentaires, Thomas Heckel (Banque de France) et Martine Carré (CEPII) soulignent que, en dehors de toute imperfection des modèles

théoriques sous-jacents, si les résultats de l'analyse révèlent une relation forte entre concurrence et activité innovante des entreprises, ils doivent être considérés avec prudence. D'une part, la signification comptable des variables utilisées peut parfois diverger de la réalité économique comme cela peut être le cas pour le stock de R&D qui est considéré comme une dépense, et donc un effort d'innovation. D'autre part, la manière dont les entreprises sont incitées à collaborer en termes de R&D dépend largement du type de collaboration, verticale *versus* horizontale ; et le lien entre concurrence et collaboration semble plus complexe.

4| Session n° 4 : réformes, politiques économiques et croissance de la productivité

La dernière session de la conférence a pris la forme d'une table ronde dans laquelle cinq économistes ont présenté leurs réflexions sur la productivité et sur les réformes structurelles à entreprendre en Europe. Deux rapporteurs ont également commenté ces présentations.

La session a été introduite par Fabienne Ilzkovitz (Commission européenne, DG Ecfin), dont la présentation a porté sur la question de savoir si le rebond récent de productivité est de nature conjoncturelle ou structurelle et sur les politiques permettant d'améliorer la productivité en Europe. En ce qui concerne le premier point, Fabienne Ilzkovitz a exposé des arguments pour et contre un rebond structurel de productivité et est arrivée à la conclusion qu'il était trop tôt pour se prononcer. En ce qui concerne le second point, Fabienne Ilzkovitz a suggéré d'accroître l'efficacité du marché intérieur. En effet, selon Fabienne Ilzkovitz, les effets positifs attendus du marché unique n'ont pas été totalement exploités, ce qui plaide pour une nouvelle organisation de la gouvernance du marché unique. Cette gouvernance reposera sur une meilleure connaissance du fonctionnement des marchés, ce qui permettrait d'avoir des politiques mieux ciblées et plus efficaces.

La surveillance des marchés est envisagée en suivant une approche en deux étapes :

- identification des secteurs clefs pour la croissance et la capacité d'ajustement de l'économie européenne présentant des dysfonctionnements ;
- analyse en profondeur des marchés dans ces secteurs clefs. Cette « surveillance » des marchés pourrait faire des politiques du marché intérieur un instrument puissant pour améliorer la productivité structurelle en Europe.

Giuseppe Nicoletti (OCDE) s'est montré sceptique sur la poursuite du rebond récent de la productivité européenne. En effet, il considère que le stock de capital est comparativement pauvre en technologie de l'information et de la télécommunication (TIC) et que le rythme des réformes structurelles n'a pas été suffisamment intense, en particulier dans le secteur des services. En revanche, dans les secteurs où ces réformes ont été entreprises, la productivité a accéléré. Par ailleurs, il attribue le ralentissement de la productivité observé dans l'industrie manufacturière à la stagnation de l'innovation, à la baisse des investissements en R&D et à de mauvaises spécialisations sectorielles. Ainsi, il a plaidé pour une accélération des réformes structurelles et une diffusion plus rapide des TIC en Europe.

Bart van Ark (The Conference Board, University of Groningen) a présenté de nouvelles mesures de la productivité fondées sur l'utilisation de la base EU KLEMS². À partir de ces données désagrégées et détaillées par secteurs, ses analyses remettent en cause le rôle de frontière technologique attribué aux États-Unis. Ainsi, depuis la moitié des années quatre-vingt-dix, l'Europe aurait été plus innovante que les États-Unis, notamment dans les services. Ces résultats sont contradictoires avec ceux obtenus à partir des comptes nationaux.

Pour André Sapir (Université Libre de Bruxelles – ULB, Bruegel), c'est dans le secteur des services que l'on trouve les rigidités les plus fortes. Selon lui, ces rigidités trouvent leurs origines autant dans les choix des régulateurs cherchant à protéger les consommateurs et leurs propres intérêts, que dans des comportements défensifs d'entreprises en place cherchant à limiter

2 Cette base ainsi que toutes les informations qui y sont relatives sont disponibles sur <http://www.euklems.net/>.

l'entrée de nouveaux rivaux. Il s'est également interrogé sur les effets du processus d'élargissement du marché européen sur la productivité des entreprises européennes dans le secteur manufacturier. Enfin, il attire l'attention sur le fait que le retard en matière de dépenses d'enseignement supérieur de l'Europe par rapport aux États-Unis est deux fois plus important que celui en matière de dépenses de R&D.

C'est sur le thème de l'enseignement supérieur et sur celui des rigidités sur les marchés des biens et du travail que Gilbert Cette (Banque de France) a abordé sa présentation des principaux résultats d'une étude collective³. À partir de données de panel sur 17 pays de l'OCDE couvrant la période 1985-2003, l'évolution de la productivité du travail est expliquée par un certain nombre de variables comme l'enseignement supérieur, les réglementations croisées sur le marché des biens et le marché du travail, ainsi que les variations du taux d'emploi, des heures travaillées et des taux d'utilisation des capacités de production. En faisant explicitement apparaître la distance à la frontière technologique⁴, les résultats montrent que l'impact de l'enseignement supérieur sur la productivité est d'autant plus élevé qu'une économie se trouve près de la frontière technologique. De même, les effets défavorables des réglementations croisées sur les marchés des biens et du travail sont également plus élevés. Ces résultats plaident pour une amélioration de la concurrence et une réduction des rigidités liées à l'emploi menées de concert.

Cette session a été conclue par deux interventions. La première de Francesco Daveri (Università di Parma, IGIER), qui a mis en avant les difficultés d'interprétation de l'évolution récente de la productivité en Europe et du rôle joué par l'élargissement à 27. En effet, le rebond de l'économie italienne en 2006 ne s'est pas accompagné de gains de productivité. Concernant la différence entre les secteurs de l'industrie et des services, il a insisté sur la nécessité d'une fiscalité plus efficace dans les services. La deuxième partie de la discussion a été menée par Philippe Moutot (Banque centrale européenne), pour qui plusieurs points suscitent des interrogations, notamment la complémentarité des réformes engagées en Europe et les effets du rapprochement de la frontière technologique. Selon lui, s'il est souhaitable d'entreprendre de nouvelles réformes structurelles dans le secteur des services (banque, commerce de

détail, etc.), les politiques monétaires orientées vers la stabilité des prix et les politiques fiscales compatibles avec le Pacte de stabilité et de croissance sont les mieux à même de contribuer à de meilleures performances économiques. En effet, elles ne sont pas procycliques et à ce titre évitent de défavoriser l'innovation dans les parties basses du cycle.

5 | Enseignement supérieur et croissance

Le professeur Philippe Aghion (Harvard et PSE) a donné à la fin de la première journée une lecture sur le lien entre croissance et enseignement supérieur, dont les conclusions sont reprises dans ce chapitre.

Les nouvelles théories de la croissance se fondent sur l'idée selon laquelle la croissance de la productivité – du progrès technique, de la connaissance – peut être identifiée par la somme de deux composantes :

- une composante relative aux effets de rattrapage (*catch-up effect*) ou d'imitation, faisant intervenir la notion de « distance à la frontière » définie comme la différence entre le niveau de technologie d'un individu par rapport au niveau maximum atteint par l'ensemble de ces individus ;
- une composante liée à l'innovation, pour laquelle la croissance du niveau technologique est d'autant plus importante que celle-ci est élevée.

Dans cette optique, le niveau de scolarisation des individus joue un rôle majeur dans le sens où, d'une part, il permet d'accélérer le processus d'imitation et, d'autre part, il améliore la capacité d'une économie à innover. Ainsi, le stock de capital humain a un effet positif sur la croissance de la productivité des facteurs. Toutefois, empiriquement, si l'on se restreint aux pays membres de l'OCDE, l'effet du niveau d'éducation sur la croissance est non significatif.

En distinguant l'enseignement supérieur des autres niveaux d'éducation (primaire et secondaire) et en combinant ces variables avec « la distance à la frontière », les résultats sont ceux attendus⁵ : lorsqu'une économie se situe près de la frontière

³ « Éducation supérieure, rigidités de marché et croissance », Philippe Aghion, Philippe Askenazy, Renaud Bourlès, Gilbert Cette et Nicolas Dromel

⁴ On définit ici la distance à la frontière technologique comme l'écart entre la borne supérieure des productivités d'un panel d'économies et la productivité d'une économie donnée.

⁵ Afin de traiter le biais d'endogénéité de la variable relative à l'enseignement supérieur, et pour accroître le volume de données, cette étude se fonde sur les différents états américains.

technologique, l'enseignement supérieur a un effet positif sur la croissance de la productivité globale. Cet effet diminue lorsque l'on s'éloigne de la frontière.

Philippe Aghion souligne qu'il est crucial de déterminer les conditions par lesquelles l'impact de l'enseignement supérieur sur la productivité globale est maximal.

L'analyse des indicateurs des performances des universités permet de mettre en avant les meilleures pratiques. Ainsi, l'indice de Shanghai⁶ montre que les qualités communes partagées par les universités les plus performantes sont : un budget par étudiant élevé, des salaires différenciés selon les professeurs

et déterminés de façon autonome par les universités ainsi qu'un recrutement du corps professoral ouvert et transparent.

La conférence s'est conclue par une synthèse présentée par Reinhilde Veugelers. Les différentes contributions semblent converger sur les déterminants de l'innovation : les aides publiques mais également le cadre institutionnel (structure de la concurrence, contrainte de crédit et enseignement supérieur). Les contributions ont également montré les effets positifs de l'innovation sur les performances économiques d'un pays, mais divergent sur la persistance de ses effets. Les participants à la table ronde ont ainsi mis en avant la nécessité des réformes structurelles sur les marchés des biens et du travail en Europe.

⁶ <http://ed.sjtu.edu.cn/en/>

Bibliographie

Askénazy (P.), Cahn (C.) et Irac (D.) (2007)

"Competition, R&D and the costs of innovation", mimeo,
Banque de France

Berman (N.), Eymard (L.), Aghion (P.), Askenazy (P.) et Cette (G.) (2007)

"Credit constraints and the cyclicity of R&D investment",
mimeo, Banque de France

Griffith (R.), Aghion (P.), Blundell (R.), Howitt (P.) et Prantl (S.) (2007)

*"The effects of entry on incumbent innovation and
productivity"*, mimeo

Jaumandreu (J.) et Mairesse (J.) (2007)

*"Using price and demand information to identify
production functions"*, mimeo

Mairesse (J.) et Mohnen (P.) (2007)

"What do we learn from innovation survey?", mimeo

Mohnen (P.), Palm (F.), Raymond (W.) et Schim van der Loeff (S.) (2007)

*"Persistence of innovation in Dutch manufacturing: is it
spurious?"*, mimeo

Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents

Laurent DANIEL

Direction des Relations internationales et européennes

Service des Relations monétaires internationales

Le développement des marchés obligataires locaux des pays émergents au cours des cinq dernières années, sous la forme de titres essentiellement libellés en monnaie locale, témoigne de la possibilité retrouvée pour les pays émergents d'émettre de la dette dans leur monnaie. Ainsi, le développement de ces marchés a permis de réduire une source de risque pour les agents économiques de ces pays, à savoir le déséquilibre entre des créances en monnaie locale et des engagements en devises, très dommageable en cas de dépréciation du taux de change de la monnaie locale.

Le développement des marchés obligataires locaux est ainsi un facteur du changement structurel des pays émergents mais également une des conséquences de l'amélioration de leurs données fondamentales ; c'est, en effet, aussi parce qu'ils ont réussi à juguler l'inflation, à mettre en place des politiques budgétaires plus saines et qu'ils ont bénéficié de recettes en devises importantes, du fait des prix élevés des matières premières, que ces pays ont pu émettre dans leur monnaie des titres obligataires, publics comme privés.

Le développement de ces marchés apparaît favorable aux pays émergents ; en effet, ils sont utiles à la conduite de la politique monétaire et au bon fonctionnement des systèmes financiers. Néanmoins, les pays excessivement dépendants des investisseurs étrangers restent vulnérables en cas d'augmentation de l'aversion pour le risque. Ainsi, la crise de l'été 2007 sur les prêts hypothécaires subprime aux États-Unis a entraîné des dépréciations de certaines monnaies de pays émergents sans lien direct avec les fondamentaux macroéconomiques de ces pays.

Malgré un manque de données sur la participation des investisseurs étrangers dans les marchés de dette locale des pays émergents, on peut néanmoins dégager les facteurs de développement de ces marchés : du côté de l'offre, des politiques d'émission des pays émergents favorisant l'endettement en monnaie locale ; du côté de la demande, un intérêt des investisseurs internationaux, à la recherche de diversification des risques et de rendements attrayants.

La Banque de France a mené une enquête qualitative, auprès de banquiers et de gestionnaires d'actifs français, et une estimation chiffrée à partir des données de la Balance des paiements afin de mieux comprendre l'implication des investisseurs français sur ces marchés. Les statistiques montrent que la répartition des stocks d'obligations en monnaie locale est en augmentation relative par rapport aux obligations en devises.

Malgré leur développement rapide, l'expansion des marchés de dette locale reste freinée par le manque de liquidité et certaines réglementations et règles fiscales. Pour surmonter ces handicaps, les pays développés du G8 ont proposé, en mai 2007, un plan d'action afin de favoriser le développement des marchés obligataires en monnaie locale des pays émergents.

Mots-clés : Marchés obligataires, pays émergents

Codes JEL : E44, G18, H63, O16

Les obligations des pays émergents ont connu une rapide augmentation au cours des dix dernières années : stock de dettes de 4 152 milliards de dollars fin 2006, contre environ 1 000 milliards de dollars fin 1995 (cf. Comité sur le système financier global, en anglais CGFS, 2007).

À la lumières des crises financières passées dans les pays émergents, la communauté internationale cherche à mesurer l'impact de cette expansion pour la stabilité financière. Les obligations domestiques dans les pays émergents constituent ainsi un des thèmes choisis par l'Allemagne pour sa présidence du G7/8 en 2007. Le CGFS, composé des principales banques centrales, a récemment publié un rapport sur ce thème disponible sur le site de la BRI (cf. CGFS, 2007).

Dans une première partie, cet article présentera les aspects principaux du développement de ces marchés, c'est-à-dire les facteurs d'offre qui sous-tendent leur expansion, l'intérêt pour les pays émergents de leur développement ainsi que les obstacles à leur fonctionnement optimal.

Dans une seconde partie, la problématique de la participation étrangère, en particulier celle des investisseurs français sur ces marchés, sera évoquée. L'étude s'appuiera notamment sur des données de stock et de flux des investissements français sur une sélection de pays émergents ainsi que sur les entretiens avec des investisseurs français intéressés par ces marchés.

I | Le développement récent des marchés de dette locale

II | Une gestion de la dette souveraine qui a favorisé l'endettement en monnaie locale

Le développement des obligations locales marque une nouvelle étape de l'évolution des modalités de financement des pays émergents après l'utilisation du crédit bancaire dans les années quatre-vingt et des obligations internationales dans les années quatre-vingt-dix. Il témoigne de la recherche d'alternatives au financement de la dette publique par des investisseurs étrangers, principalement en dollar. En effet, une dépréciation de la monnaie d'un pays

émergent pouvait dans ce cas créer un renchérissement des intérêts et du principal de la dette qui pouvait conduire au défaut du pays. De plus, le défaut apparaissait comme une solution insatisfaisante à moyen terme du fait de la perte de crédibilité de l'emprunteur, comme le montre par exemple le défaut argentin de 2001 (cf. Weber, 2005). Les prêts des institutions internationales, en particulier de la part du FMI en cas de programme, et la conditionnalité qui s'y attachait, apparaissaient pour certains pays comme une mise sous tutelle étrangère.

Les pays émergents ont ainsi cherché en priorité à rembourser leurs emprunts internationaux en devises. L'augmentation récente des excédents courants a conduit à une augmentation de leurs réserves de change. En outre, des flux de capitaux abondant vers les pays émergents ont favorisé l'appréciation de leur monnaie contre dollar. Cette évolution a permis aux pays émergents de réduire l'inflation et a créé un cercle vertueux caractérisé par des conditions monétaires et financières favorables.

Profitant de ces conditions, les pays émergents ont mis en œuvre des politiques actives de gestion de la dette ; ainsi, le Brésil a substitué des financements en monnaie locale à de la dette externe. Les pays émergents ont également procédé à des rachats de dette externe, notamment au Club de Paris (cf. Manas et Daniel, 2006). Le Brésil a ainsi remboursé, en 2005, la totalité des 15,5 milliards de dollars qu'il devait au FMI puis, en 2006, les 2 milliards de dollars dus au Club de Paris et a annoncé le remboursement de 20 milliards de dollars d'obligations internationales d'ici 2010. En février 2006, les autorités brésiliennes ont annoncé la suppression de la taxe de 15 % payée

Remboursements de dettes auprès d'institutions internationales en 2006

(en milliards de dollars)

Pays	Montant remboursé	Institutions
Russie	22	Club de Paris
Argentine	9,6	FMI
Mexique	9	BID (a)/Banque mondiale
Algérie	8	Club de Paris
Indonésie	8	FMI
Turquie	7,5	FMI
Nigeria	7,5	Clubs de Paris et Londres
Uruguay	2,5	FMI
Brésil	2	Club de Paris

(a) Banque interaméricaine de développement

Source : Banque mondiale, Rapport Global development finance 2007

ENCADRÉ I**Les différentes catégories d'obligations**

Théoriquement, on peut distinguer quatre types d'obligations de pays émergents selon la monnaie de dénomination et le lieu d'émission ; les obligations nationales en monnaie locale et les obligations internationales en devises étant les deux catégories les plus significatives.

Les obligations internationales en monnaie locale se développent rapidement depuis quelques années même si elles représentent une part toujours faible par rapport aux deux catégories principales de dette.

Le Brésil a ainsi émis, en septembre 2006, une obligation internationale en Real remarquée par son montant (équivalent de 745 millions de dollars), sa maturité (15 ans) qui étend significativement la longueur de la courbe des taux, et son prix (taux à 12,75 %).

Toutefois, la dénomination en monnaie locale n'exempt pas du paiement du principal et des intérêts en dollar, calculés au taux de marché du jour du paiement (l'investisseur supporte le risque de change).

Les litiges sont tranchés par les juridictions de New York dans le même cadre que les autres titres externes brésiliens.

Obligations		
(encours en 2006 en milliards de dollars)		
	En monnaie locale	En devises
Domestiques	3 476,7	≈ 0
Internationales	≈ 17,7	658,2

Source : Rapport CGFS 2007

en cas de revente d'un actif domestique par un non-résident, ce qui a favorisé la participation étrangère sur les marchés de dette locale.

La diminution du risque politique a également contribué à l'amélioration de la notation de la dette des pays émergents et favorisé la participation étrangère sur les marchés obligataires. Parallèlement, on observe une augmentation des prêts des banques internationales dans les pays émergents dans les années qui suivent leur transition démocratique (cf. Rodriguez et Santiso, 2007).

I | 2 L'intérêt pour les pays émergents du développement des marchés obligataires locaux

Au-delà de la substitution d'une dette locale à une dette en monnaie étrangère, le développement des marchés obligataires émergents correspond le plus souvent aux besoins de financement de l'État, à la recapitalisation du système bancaire, à la stérilisation des entrées de capitaux et, dans certains pays, à l'insuffisance du financement bancaire. Il a été clairement favorisé par la plus grande expertise des autorités et des participants de marchés.

Des effets macroéconomiques positifs

Abbas et Christensen (2007) montrent qu'un niveau de dette domestique inférieur à 35 % des dépôts bancaires joue un rôle positif sur la croissance économique. En effet, la dette domestique favorise la conduite de la politique monétaire, le développement des marchés financiers, renforce les institutions, l'épargne privée ainsi que l'intermédiation financière. Au-dessus de ce niveau, la dette domestique peut freiner la croissance par effet d'évitement de l'endettement public sur l'investissement privé et en diminuant l'efficacité du système bancaire.

Des systèmes financiers plus efficents

L'essor des marchés obligataires est significatif pour le développement de systèmes financiers efficents, car ces marchés permettent de générer une courbe des taux qui reflète le coût d'opportunité d'un emprunt pour un vaste éventail de maturités. A contrario, l'absence de marchés obligataires peut conduire à de mauvaises décisions de financement, en particulier, des choix d'investissement favorisant de manière excessive le court terme. En outre, le développement de marchés obligataires permet d'offrir une alternative au dépôt bancaire pour les épargnantes, d'améliorer la transparence des entreprises et réduit les risques

de change. Burger et Warnock (2006a) ont ainsi montré qu'il existait une corrélation entre émission de dette locale et amélioration de la qualité des systèmes financiers. Le développement de marchés obligataires locaux permet d'améliorer la transmission de la politique monétaire en absorbant une partie de l'épargne liquide.

I | 3 Les obstacles à un développement optimal des marchés obligataires locaux

La dépendance aux flux financiers étrangers

L'importance des capitaux internationaux investis dans les pays émergents montre que ceux-ci restent pour partie dépendants des financements étrangers. Ainsi, selon l'*Institute of International Finance* (IIF) et la Banque mondiale, les flux de capitaux vers les pays émergents ont atteint un niveau record en 2006 : 448,5 milliards de dollars selon l'IIF, qui fonde ses estimations sur un panel des 30 principaux pays émergents, et 571 milliards de dollars selon la Banque mondiale pour 136 pays (cf. Faure, 2007). En dépit de l'amélioration de leurs économies, les pays émergents ne sont pas à l'abri d'un risque de reflux rapide en cas de perte de confiance, comme cela a pu se produire dans le passé, notamment pendant la crise asiatique.

Une résilience des marchés de dette locale encore incertaine

La résorption des liquidités et la remontée de l'aversion aux risques dans le système financier mondial peuvent contribuer à ce risque. Les primes de risque qui se situaient à un niveau particulièrement faible depuis 2006 et jusqu'à la mi-2007 n'ont pas marqué de décrochage par rapport à l'évolution enregistrée sur les marchés développés. Néanmoins, la communauté financière internationale manque encore de données pour analyser les niveaux d'exposition des différents investisseurs et la concentration des risques sur ces marchés (cf. CGFS, 2007). Il est donc encore difficile de s'assurer de la résilience des marchés de dette locale.

Le manque de liquidité de ces marchés

Les investisseurs étrangers craignent particulièrement le manque de liquidité des marchés de dette locale du fait de la taille encore faible des émissions, de critères réglementaires et fiscaux contraignants et de la stratégie de détention jusqu'à l'échéance de certains investisseurs locaux.

Certains pays émergents, comme le Brésil, ont produit récemment des efforts importants afin d'améliorer la liquidité (cf. Amante, Araujo et Jeanneau, 2007) : taille d'émission importante, formation d'un groupe d'animateurs du marché secondaire, effort pour lisser la courbe des taux, annonce de la réalisation d'enchères spéciales en cas de période de baisse de la liquidité et possibilité dans certains cas de ventes à découvert de titres. Néanmoins, les transactions sur le marché secondaire apparaissent encore insuffisantes et appellent de nouvelles réformes, notamment des émissions plus concentrées afin d'accroître la liquidité du marché.

Un faible développement des obligations privées

Le développement des obligations privées est encore limité : souvent ces titres sont délaissés par les investisseurs étrangers du fait de la faiblesse de la taille des émissions et du manque de liquidité. Les non-résidents investissent plutôt dans les titres de grandes entreprises dont une partie substantielle des revenus est libellée en monnaies étrangères (dollar, euro).

Des investisseurs locaux insuffisamment développés

La participation d'acteurs locaux ayant un horizon d'investissement long (fonds de pension, assurances) a un impact positif dans le développement des marchés obligataires domestiques. Les actifs des fonds de pension domestiques excèdent rarement 20 % du PIB dans les pays émergents contre en moyenne 67 % du PIB dans les pays industrialisés : Chili (64,6 %), Malaisie (53,6 %) et Corée du Sud (25,1 %) représentent des exceptions (cf. CGFS, 2007). Les pays émergents où ce type d'acteurs est encore peu présent pourraient opportunément favoriser leur développement à l'occasion d'une réforme des systèmes de retraite.

Le développement d'investisseurs locaux demande non seulement une réforme des retraites mais également

un cadre macroéconomique et financier approprié (finances publiques saines, inflation maîtrisée et rôle dévolu à l'État de garant et d'arbitre pour le bon fonctionnement des fonds de pension) et des réformes structurelles afin de donner confiance aux épargnants dans le système financier local (règles fiscales stables, tutelle et supervision des établissements financiers, diminution du poids de l'économie informelle).

2| Une participation étrangère en progression

2|1 L'intérêt et les risques pour les pays émergents de la présence d'investisseurs étrangers

L'ouverture du compte de capital appropriée pour assurer un développement de marchés obligataires locaux ne sera pas étudiée dans cet article. On peut néanmoins relever que des pays émergents, comme le Brésil, ont fait le choix d'ouvrir le compte de capital et ainsi de favoriser la participation étrangère sur le marché obligataire domestique.

Les investisseurs étrangers agissent comme des catalyseurs du développement des marchés financiers domestiques. Cet objectif de moyen-long terme peut justifier dans certains cas une détérioration à court terme de leur structure de dette (augmentation des taux d'intérêts, réduction de la maturité). Blommestein et Santiso (2007) montrent ainsi que la gestion active de la dette publique s'est appuyée sur les liquidités affluent vers les pays émergents. Néanmoins, l'expérience montre aussi que les pays émergents peuvent souffrir gravement du tarissement soudain des flux financiers étrangers résultant de l'augmentation de l'aversion pour le risque parfois indépendante des fondamentaux du pays (cf. Calvo et Talvi, 2005).

2|2 Des estimations encore incomplètes de la participation étrangère

Les données sur la participation étrangère dans les marchés obligataires locaux des pays émergents sont malheureusement insuffisantes pour apprécier précisément la part détenue par les investisseurs internationaux.

Plusieurs bases de données sur les marchés obligataires domestiques ont été cependant constituées récemment. Mehl et Reynaud (2005) ont collecté des données sur la structure de la dette de 33 pays émergents provenant de sources nationales sur la période 1994-2004. Christensen (2004) a collecté des données sur les obligations de 27 pays d'Afrique subsaharienne.

Guscina et Jeanne (2006) ont présenté, dans une publication récente du FMI, la construction d'une base complète sur la structure de la dette publique pour 19 pays émergents depuis 1980. La base recense principalement les obligations en termes de juridiction d'émission, de maturité, de monnaie et d'indexation. Abbas et Christensen (2007) ont construit une base pour leur étude sur la relation entre niveau de la dette domestique et croissance pour 93 pays émergents et à bas revenus. Grâce à une nouvelle base de données intégrant les émissions d'obligations de toutes les maturités pour 13 pays émergents durant la période 1999-2005, Ciarlane, Piselli et Trebeschi (2007) modélisent l'offre et la demande de la dette publique domestique pour ces pays.

La nationalité du détenteur n'est pas un des critères des bases de données présentées ci-dessus. En effet, les bases de données publiques existantes sont insuffisantes pour une connaissance exhaustive des détentions et flux des non-résidents sur ces marchés. Pour ce type d'informations, les bases de données les plus complètes sont les International Financial Statistics de la BRI, base titre par titre, et certaines bases de données nationales titre par titre (par exemple, les données traitées par la Balance des paiements en France). Burger et Warnock (2006b) ont utilisé des données non publiées de la Federal Reserve sur les portefeuilles des investisseurs américains en obligations internationales afin d'analyser les déterminants de leur participation aux marchés obligataires domestiques de 40 pays émergents.

En outre, le FMI réalise annuellement une enquête, le *Coordinated Portfolio Investment Survey* (CPIS), présentant les engagements et actifs de l'ensemble des pays participants sur chacun des autres pays. Le problème du CPIS est, outre l'hétérogénéité des données, le nombre insuffisant de pays déclarants. Ainsi les passifs des pays émergents sont avant tout déduits de la somme des actifs de tous les autres pays. Ce type d'extrapolation est malheureusement peu fiable car il omet une partie des détenteurs de titres (par exemple tous les fonds d'investissement basés dans les paradis fiscaux).

Pourcentage de dette domestique détenue par les investisseurs étrangers

	1995	2000	2005
Amérique latine	nd	1	2
Mexique	nd	3	9
Asie (Chine, Inde, Corée)	0	0	0
Chine	nd	nd	0
Inde	0	0	0
Corée du Sud	nd	0	0
Autres pays d'Asie	2	0	3
Malaisie	3	0	5
Philippines	0	0	1
Thaïlande	nd	nd	3
Europe centrale	6	15	20
Hongrie	4	15	27
Pologne	7	15	22
Russie	nd	nd	3
Autres	4	3	5
Israël	1	0	1
Turquie	nd	nd	11
Arabie Saoudite	0	0	0
Afrique du Sud	8	13	6
Total pays émergents	2	1	2

nd : non déterminé

Source : CGFS, 2007

La dernière étude du CGFS sur les obligations en monnaie locale a amélioré sensiblement les connaissances sur la participation étrangère grâce à une collecte *ad hoc* réalisée pour ce groupe de travail : il apparaît ainsi que les investisseurs internationaux ne détiendraient en moyenne que 2 % des encours d'obligations des pays émergents, avec de fortes disparités selon les pays.

Les investisseurs étrangers qu'ils soient banques, institutions financières non bancaires ou autres ne représenteraient ainsi qu'une part faible de la détention totale d'obligations domestiques publiques et privées. Leur part serait néanmoins en croissance au cours des trois dernières années, en particulier du fait de la participation des *hedge funds* à ces marchés. Une analyse de la BRI sur la base de données nationales et du *Trade Association for the Emerging Markets* (EMTA) montre que la détention par des non-résidents de titres obligataires locaux de 9 pays émergents¹ a été multipliée par 7 entre fin 2002 et fin 2006.

Ces chiffres doivent toutefois être mis en perspective avec l'implication bien plus forte des investisseurs

étrangers sur les marchés de dette locale au milieu des années quatre-vingt-dix, par exemple plus de 50 % en 1994 pour le Mexique, qui s'est fortement réduite à la fin des années quatre-vingt-dix dans le contexte des crises financières des pays émergents.

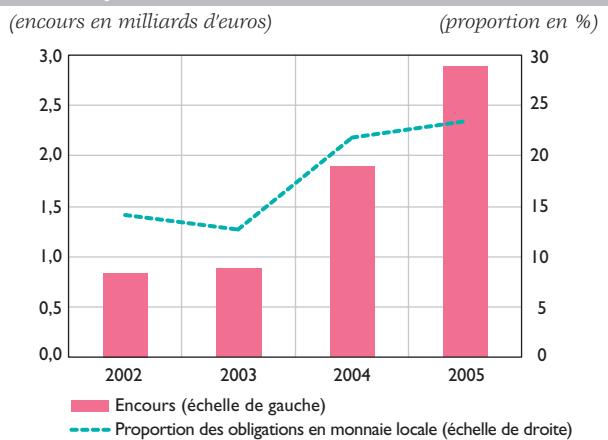
2 | 3 L'implication des investisseurs français sur les marchés de dette de pays émergents

Les statistiques extraites pour 24 pays émergents² des bases de données par titre de la Balance des paiements française montrent que le stock d'obligations en monnaie locale détenue par des investisseurs français s'élevait en 2005 à 2,9 milliards d'euros sur un total de 12,4 milliards d'euros d'obligations émergentes (soit 23 % du total en 2005, contre 14 % en 2002).

En 2005, les achats nets d'obligations pour ces pays émergents s'élevaient à 1 milliard d'euros sur 2,7 milliards d'obligations (37 % du total).

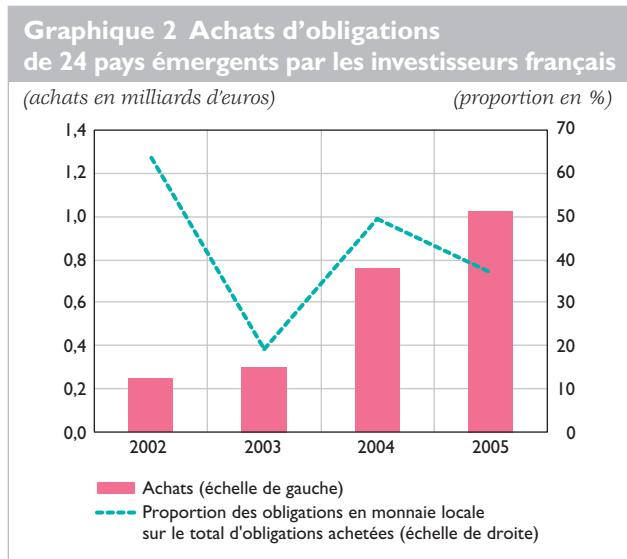
La répartition du stock d'obligations par région montre une large prédominance de l'Europe émergente (avec 70 %, contre 20 % pour l'Amérique latine et 10 % pour l'Asie).

Graphique I Stock d'obligations en monnaie locale de 24 pays émergents détenus par les investisseurs français



1 Brésil, République tchèque, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Russie, Afrique du Sud et Turquie

2 Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, République tchèque, Hong Kong, Hongrie, Inde, Indonésie, Liban, Malaisie, Mexique, Philippines, Pérou, Pologne, Russie, Singapour, Slovaquie, Afrique du Sud, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie



Niveau de la dette externe sur le PIB

(en % du PIB)		
Pays	Fin 2005	Fin 2006
Russie	30,0	25,4
Argentine	60,2	45,6
Mexique	22,1	19,1
Algérie	22,3	21,8
Indonésie	50,6	37,9
Turquie	48,0	56,7
Nigeria	22,5	5,9
Uruguay	90,5	64,5
Brésil	25,6	22,4

Source : Banque mondiale (Rapport Global development finance 2007)

Un renouvellement de la base d'émetteurs d'obligations internationales

La rareté des émissions de dette externe a ouvert l'accès au financement obligataire de nouveaux émetteurs souverains, comme l'Irak et le Vietnam, ainsi que de certains pays africains ; ces derniers ont notamment bénéficié des annulations de dettes souveraines. De plus, les entreprises ont également eu des opportunités supplémentaires d'émettre de la dette externe ; ainsi, les émissions de dette privée ont compté en 2006 pour 70 % des émissions totales de dette externe, contre environ un tiers il y a cinq ans (cf. Gomez, 2007).

2 | 4 Opportunités et risques pour les investisseurs étrangers en obligations locales

L'attraction étrangère accrue par la rareté de la dette externe

L'émission nette de dette externe des pays émergents a été négative en 2006 (cf. Gomez, 2007), de - 8 milliards de dollars, sur un total d'encours d'environ 618 milliards de dollars (cf. CGFS, 2007). Ceci est dû en partie à la constitution de nouvelles réserves de change par les pays émergents et par leur volonté de se tourner vers l'endettement en monnaie locale. De manière générale, les dernières années ont été marquées par un désendettement des pays émergents et par une restructuration de leur dette. Ces tendances ont conduit à une diminution du ratio de dette sur PIB global pour les pays émergents, à l'exception notable de la Turquie.

Récemment les transactions ont été plus importantes sur les obligations domestiques en Amérique latine que sur les obligations internationales (cf. Borensztein, Eichengreen et Panizza, 2006).

Une source de diversification pour les investisseurs internationaux

Le développement de l'investissement dans les titres obligataires émergents témoigne de cette volonté de bénéficier d'un choix plus large d'investissements. Blommestein et Santiso (2007) remarquent ainsi que les 5 500 milliards de dollars de dette émergente échangés sur les marchés en 2005 représentent environ 12 % du PIB mondial, soit un ratio identique à celui de 1905, époque caractérisée par l'importance des flux de capitaux internationaux et des émissions de nouveaux pays émergents (Russie, Argentine, Australie).

Les obligations émergentes sont devenues ainsi une classe d'actifs, source de diversification du fait de leur faible corrélation apparente avec les autres classes d'actifs (obligations et actions de pays développés).

ENCADRÉ 2

La création de fonds dédiés au sein des gestionnaires d'actifs

Les gestionnaires d'actifs français et internationaux ont créé des fonds dédiés aux obligations domestiques des pays émergents ; les acteurs entrevoient, en effet, un fort potentiel de développement de ces marchés. Le marché obligataire des pays émergents représente en effet 57 % du PIB de ces économies contre en moyenne 150 % du PIB pour les pays industrialisés.

L'intérêt des investisseurs a été stimulé par la baisse des rendements des obligations en dollar, elle-même favorisée par l'abondance des liquidités.

Au niveau mondial, le montant des actifs des fonds sur les pays émergents est estimé à 58 milliards de dollars à mars 2006 (source : EmergingPortfolio.com Fund Research), 8 milliards étant dédiés aux obligations en monnaie locale.

Les gestionnaires de fonds obligataires ont, de plus en plus, des mandats sans référence particulière à un indice ce qui autorise plus de flexibilité sur la gestion de leur portefeuille.

Ainsi, Emerging Portfolio Fund Research estime que les fonds spécialisés sur les pays émergents ont attiré plus de 4,5 milliards de dollars de capitaux supplémentaires, avec une part croissante pour les positions sur les marchés locaux.

Un couple rendement-risque attractif

Les obligations émergentes offrent des rendements attractifs (cf. Banerjee, 2007) qui sont la contrepartie des risques de défaut, de change et de taux d'intérêt auxquels sont exposés ces titres. Or, les taux d'intérêt des titres obligataires locaux émergents sont en moyenne de 7 %, contre 6,4 % pour les titres externes (cf. Gomez, 2007) ; de plus beaucoup de pays émergents connaissent une tendance à la

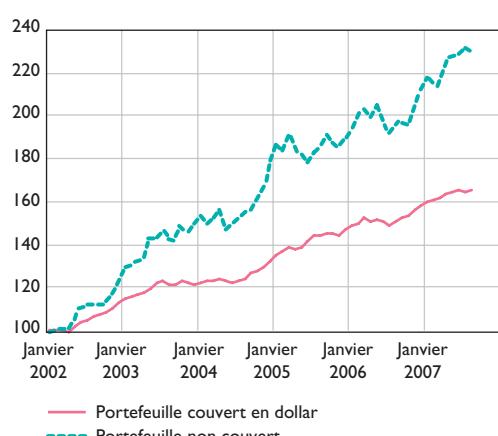
baisse des taux sur toutes les maturités qui contribue également positivement au rendement de la dette locale. Enfin, les monnaies locales se sont souvent appréciées face au dollar. Ainsi, l'indice de JP Morgan GBI-EM (*Government bond index-emerging markets*), composite de titres obligataires locaux, s'est apprécié en moyenne de 17,1 % par an de 2002 à 2006, mais seulement de 6,1 % pour le même indice couvert en dollar (cf. CGFS, 2007).

Juillet 2007 est le premier mois depuis juin 2006 où un portefeuille d'obligations en monnaie locale couvert en dollar (indice GBI-EM) a une performance négative. Le recul est cependant inférieur à la baisse intervenue au moment du décrochage des marchés émergents en mai-juin 2006. La volatilité est beaucoup plus importante sur un portefeuille non couvert en dollar ; ainsi, l'essentiel des variations de rendement provient des mouvements de change.

Artus (2007) montre néanmoins que l'intérêt pour un investisseur d'inclure dans un portefeuille des actifs émergents n'est pas forcément gagnant. Sur une période supérieure à dix ans (l'étude d'Artus analyse notamment la période 1995-2007) la hausse du risque d'un portefeuille typique d'actifs (monétaires, obligataires et boursiers) de pays émergents l'emporte sur celle du rendement sauf sur des sous-périodes particulières où il n'y a pas de crise dans les pays émergents.

Graphique 3 Rendement d'un portefeuille d'obligations en monnaie locale (indice GBI-EM)

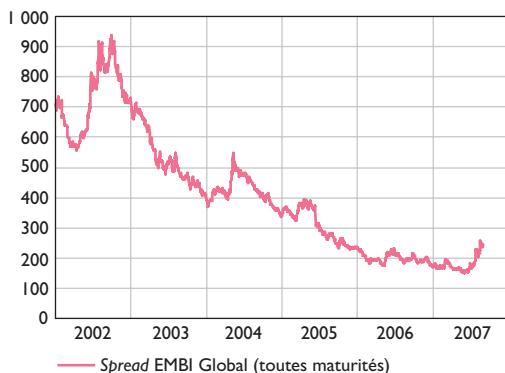
(base 100 = 1^{er} janvier 2002)



Source : JP Morgan

Graphique 4 Spread EMBI Global

(en points de base)



Source : JP Morgan

La baisse des spreads sur la dette externe, comme l'illustre l'indice composite EMBI (*Emerging markets bond index*) des obligations des pays émergents a, de plus, renforcé l'attractivité de la dette locale. La crise

sur les subprimes a néanmoins entraîné une hausse des spreads EMBI de l'ordre de 50 points de base ; cette hausse s'est depuis stabilisée. Cette augmentation est inférieure à celle des spreads corporate américains *high yield* (+ 150 points de base).

Une contagion perçue comme moins importante

Les investisseurs n'évaluent plus nécessairement les actifs émergents comme un bloc homogène dans leurs choix de portefeuille. Leur appréhension de ces marchés et des risques afférents semble évoluer vers une discrimination accrue des pays émergents en fonction de leurs caractéristiques propres, voire tenant compte du type d'instrument financier offert (cf. Odonnat et Rahmouni, 2006).

L'analyse des risques est devenue récemment plus complexe avec le développement de produits dérivés. Néanmoins, les banquiers qui ont répondu au questionnaire de la Banque de France estiment que

ENCADRÉ 3

Le plan d'action du G8

Le plan d'action des ministres des Finances du G8, annoncé au Sommet de Postdam en mai 2007, pour promouvoir le développement des marchés obligataires émergents, prévoit :

- le renforcement des infrastructures de marché et des politiques de gestion de la dette publique (établir des règles communes, assurer la supervision des marchés, certifier et former les professionnels). L'assistance technique de la Banque mondiale et du FMI doit notamment permettre de réduire ces vulnérabilités.
- La diversification de la base des investisseurs : le G8 encourage le développement des investisseurs domestiques dans les pays émergents. Le G8 encourage aussi les pays émergents à limiter les barrières pour les investisseurs étrangers.
- Le développement des marchés dérivés : Le G8 propose de renforcer la liquidité, l'efficience et l'intégration des marchés dérivés.
- L'amélioration de la connaissance statistique de ces marchés : le G8 soutient la création d'indicateurs de développement des marchés obligataires locaux par la Banque mondiale. Les indicateurs visent à mesurer notamment, l'accès au financement, l'accès à l'investissement, la qualité et l'efficacité des marchés de dette. Les institutions financières internationales (FMI, Banque mondiale, OCDE, BRI, Forum de Stabilité financière) doivent coordonner leurs initiatives pour améliorer les statistiques tout en évitant les redondances.
- La promotion des initiatives régionales (à l'image de l'Asian Bond Fund 1&2).
- Le développement des marchés obligataires dans les pays en développement. Ces pays sont encouragés à mener les réformes macroéconomiques et du système bancaire nécessaires.
- Après rationalisation et développement de la coopération entre les gestionnaires de dettes, les régulateurs, les investisseurs, les représentants des organisations de règlement-livraison, l'assistance technique de ces acteurs est encouragée par le G8.

l'analyse des risques par les investisseurs est globalement meilleure que pendant les années quatre-vingt-dix ; les investisseurs français considèrent notamment que ces fonds se sont spécialisés et ont développé une analyse plus poussée des marchés émergents.

Néanmoins, la crise sur les prêts hypothécaires *subprime* aux États-Unis a eu un effet sur les actifs des pays émergents : entre le 24 juillet et le 16 août 2007, le *spread* EMBI s'est élargi de 48 points de base, les marchés actions ont chuté en moyenne de 9 %, une partie des monnaies émergentes se sont dépréciées et les obligations en monnaie locale ont connu une baisse de leurs cours.

Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer que les pays émergents ont été peu touchés par la crise jusqu'à présent : leurs marchés financiers sont moins sophistiqués que ceux des pays industrialisés et utilisent moins les produits de titrisation, et leurs institutions financières sont peu exposées aux titres américains ayant subi des fortes dépréciations. Par ailleurs, on peut avancer l'hypothèse que les décrochages qu'ont connus certains actifs émergents sont dus aux désengagements d'investisseurs internationaux souhaitant se défaire d'actifs demeurés liquides, afin de faire face à leurs obligations sur les marchés du crédit.

Le développement des marchés obligataires locaux dans les pays émergents apparaît clairement comme une source d'opportunités pour les investisseurs français par ses perspectives de rendement et de diversification. Elle signale la capacité des pays émergents à emprunter dans leur monnaie (cf. Burger et Warnock, 2006a).

Néanmoins, la résilience de ces marchés en cas de crise reste incertaine. Une étude utilisant des stress tests, réalisée par la Banque d'Espagne (cf. Acevedo, Alberola et Broto, 2007), montre ainsi que le développement des marchés obligataires en monnaie locale ne renforce pas nécessairement la solidité des systèmes financiers domestiques.

L'analyse du risque sur ces marchés, en particulier en tant que canal de transmission de crise financière, nécessitera une meilleure connaissance statistique de la participation étrangère. Cet effort est aujourd'hui engagé par les banques centrales à la suite du récent rapport du CGFS et du plan d'action du G8.

Bibliographie

Abbas (A.) et Christensen (J.) (2007)

"The role of domestic debt markets in economic growth: an empirical investigation for low-income countries and emerging markets", IMF Working Paper, 07/127

Acevedo (P.), Alberola (E.) et Broto (C.) (2007)

"Local debt expansion, vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries", Banque d'Espagne, à paraître, (<http://www.bis.org/publ/cgfs28cbpapers.htm>)

Amante (A.), Araujo (M.) et Jeanneau (S.) (2007)

"The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market", BIS quarterly review, juin

Artus (P.) (2007)

« Les effets de l'inclusion d'actifs émergents dans un portefeuille d'investisseur », Flash Natixis, 07-101

Banerjee (A.) (2007)

"Why emerging markets are becoming a key ingredient in the recipe for high portfolio returns", Standard and Poor's

Blommestein (H.) et Santiso (J.) (2007)

"New strategies for emerging domestic sovereign bond markets", OECD development centre, Working Paper, n° 260, avril

Borensztein (E.), Eichengreen (B.) et Panizza (U.) (2006)

"Debt instruments and policies in the new millennium: new markets and new opportunities", IADB Research department, Working Paper, n° 558

Burger (J.) et Warnock (F.) (2006a)

"Local currency bond markets", IMF Staff Paper, vol. n° 53

Burger (J.) et Warnock (F.) (2006b)

"Foreign participation in local currency bond markets", National Bureau of Economic Research, Working Paper, n° 12548

Calvo (G.) et Talvi (E.) (2005)

"Sudden stops, financial factors and economic collapses in Latin America: lessons from Argentina and Chile", NBER, Working Paper, n° 11153

Christensen (J.) (2004)

"Domestic debt markets in Sub-Saharan Africa", IMF Working Paper, 04/46

Ciarlone (A.), Piselli (P.) et Trebeschi (G.) (2007)

"Demand and supply of local currency bonds in emerging markets: primary evidence from a new dataset", Banque d'Italie

Committee on the Global Financial System (2007)

"Financial stability and local currency bond markets", CGFS Papers, n° 28

Faure (F.) (2007)

"The recovery in capital flows to emerging countries since 2003: key facts and new risks", BNP Paribas Ecoweek, 07-24

G8 (2007)

"G8 action plan for developing local bond markets in emerging market economies and developing countries", Postdam, mai

Gomez (M.) (2007)

Michael Gomez discusses the evolution of emerging markets and growth of developing local markets, <http://www.pimco.com/LeftNav/Product+Focus/2007/EM-DLM-+Gomez-+06-2007.htm>

Guscina (A.) et Jeanne (O.) (2006)

"Government debt in emerging market countries: a new data set", Fonds monétaire international, Working Paper, 06/98

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

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

Mehl (A.) et Reynaud (J.) (2005)

"The determinants of domestic original sin", Banque centrale européenne, Working Paper, n° 560

Odonnat (I.) et Rahmouni (I.) (2006)

« Les pays émergents forment-ils toujours une classe d'actifs homogène ? », Revue de la Stabilité financière, Banque de France, n° 9, décembre

Rodríguez (J.) et Santiso (J.) (2007)

"Banking on democracy: the political economy of international private bank lending in emerging markets", OECD Development Centre, Working Paper, n° 259

Weber (P. F.) (2005)

« (Re)structuration des dettes souveraines, Où en est-on ? », Bulletin de la Banque de France, novembre

Le coût du crédit aux entreprises

Christophe CABAROUY, Philippe PARMENTIER et Jacky THOMAS

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

La remontée des taux moyens des crédits aux entreprises, engagée depuis la fin 2005, s'est poursuivie au troisième trimestre 2007. Affectant toutes les catégories de concours et tranches de montants, la hausse des conditions débitrices a été plus particulièrement sensible pour les crédits à moyen et long terme et l'escompte, et plus modérée pour les découverts. Les augmentations les plus notables de ce trimestre ont été observées pour les tranches de montants intermédiaires.

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

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

L'augmentation du coût du crédit aux entreprises observée depuis la fin de l'année 2005 s'est poursuivie au troisième trimestre 2007 pour toutes les catégories de concours et tranches de montants.

Toutes tranches de montants confondues, le coût moyen de l'escompte a augmenté de 27 points de base par rapport à l'enquête du deuxième trimestre (effectuée sur les crédits consentis en avril 2007). Les taux des tranches 2 (montants supérieurs à 15 245 € et inférieurs ou égaux à 45 735 €) et 3 (montants supérieurs à 45 735 € et inférieurs ou égaux à 76 225 €) ont enregistré les hausses les plus prononcées (respectivement + 37 et + 43 points de base). Sur un an, le coût moyen de l'escompte a enregistré une hausse de 131 points de base, les plus fortes variations concernant les taux des deux tranches de montants extrêmes : + 127 points de base pour les crédits de tranche 1 (montants inférieurs ou égaux à 15 425 €) et + 165 points de base pour les crédits de tranche 6 (montants supérieurs à 1 524 490 €).

Le taux moyen des découverts a augmenté de 14 points de base par rapport au trimestre précédent. La plus forte hausse est observée pour la tranche 3 (+ 52 points de base) et la plus faible pour la tranche 6 (+ 14 points de base) dont le taux avait, il est vrai, fortement augmenté

au trimestre précédent, à l'inverse des autres tranches. Sur un an, la hausse du taux moyen des découverts a atteint 99 points de base. Sur cette période s'observent également des évolutions contrastées selon les tranches de montants. Les taux des tranches intermédiaires ou élevées ont augmenté, dans des proportions inégales, alors que ceux des tranches de faibles montants ont baissé (- 33 points de base pour la tranche 1) ou n'ont pas varié (tranche 2).

Le taux moyen des autres crédits à court terme a augmenté de 22 points de base par rapport à avril 2007. La hausse a été plus marquée pour les tranches intermédiaires que pour les tranches extrêmes (respectivement + 27 et + 24 points de base pour les tranches 1 et 6). Sur un an, la hausse du taux moyen de cette catégorie de crédits a atteint 128 points de base. Elle a été plus prononcée pour les tranches de montants les plus élevées (tranches 3 à 6) dont les taux se sont nettement rapprochés de ceux des tranches de faibles montants.

Le taux moyen des crédits à moyen et long terme a augmenté de 28 points de base par rapport au deuxième trimestre 2007. Cette hausse a été d'amplitude relativement uniforme quelles que soient les tranches de montants et, contrairement à ce qui est observé pour les autres catégories, les taux des tranches intermédiaires ont augmenté un peu moins que ceux des tranches extrêmes. Sur un an, la hausse du taux moyen des crédits à moyen et long terme a atteint 102 points de base.

Méthodologie de l'enquête

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

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

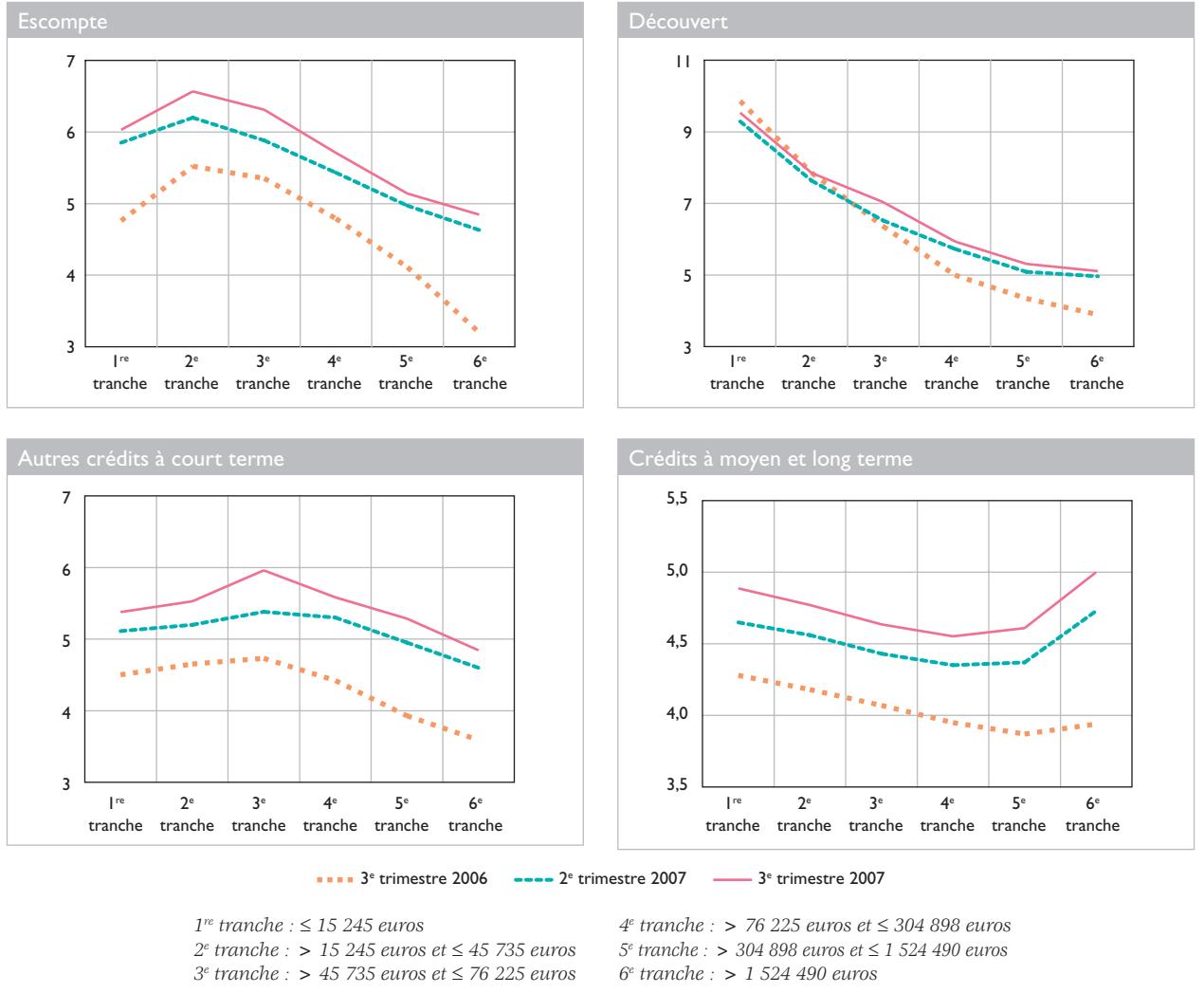
On entend par crédits nouveaux l'ensemble des contrats financiers, termes ou conditions qui spécifient pour la première fois le taux d'intérêt d'un crédit ainsi que toutes les renégociations des crédits existants. Lorsqu'un établissement bancaire ne porte qu'une partie d'un crédit, son concours est reclasé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

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

L'enquête menée au titre du troisième trimestre de 2007 exploite 34795 déclarations relatives aux crédits consentis au mois de juillet.

Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)



ENCADRÉ

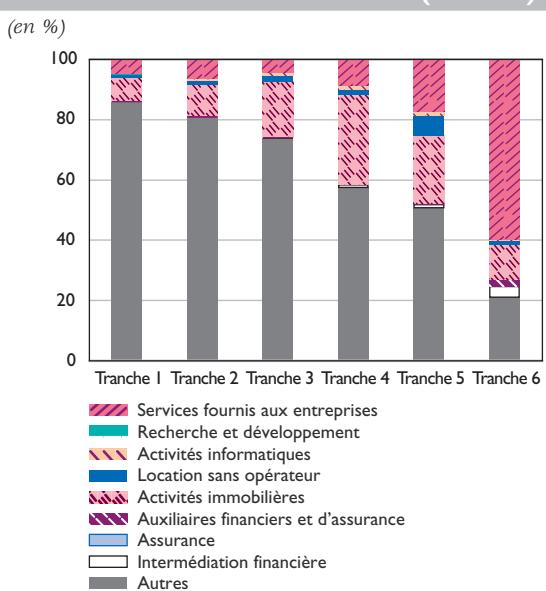
Augmentation plus marquée des taux sur les crédits à moyen et long terme

Sur les trois derniers trimestres, les statistiques de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises montrent que la hausse des conditions débitrices des crédits à moyen et long termes a été la plus forte pour la tranche de montants la plus élevée (tranche 6 : crédits d'un montant supérieur à 1 524 490 €).

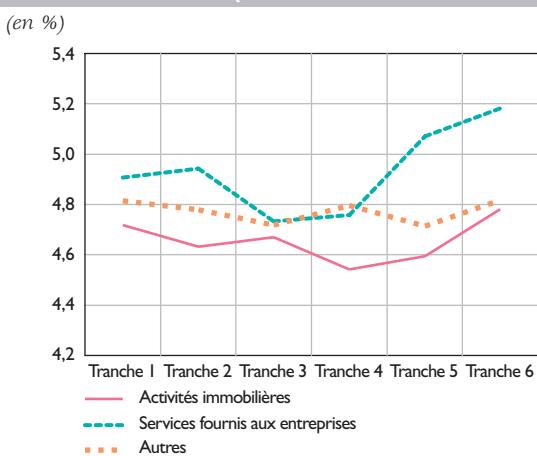
Deux séries de facteurs peuvent contribuer à expliquer ce phénomène :

- Les crédits à moyen et long terme de montants élevés sont consentis au premier chef aux grandes entreprises qui empruntent généralement à des taux indexés sur les taux de marché à court terme, alors que ceux de faibles montants, généralement contractés par des petites entreprises, sont plutôt à taux fixe. Dès lors, la hausse relativement prononcée des taux débiteurs de la tranche 6 reflète pour une bonne part le relèvement des taux courts, accompagné de l'aplatissement de la courbe des taux de marché.
- L'examen de la répartition des crédits nouveaux par secteur d'appartenance des entreprises emprunteuses met en évidence le poids prépondérant des sociétés de services dans la tranche 6 (cf. graphique 1). L'analyse des taux appliqués à ces crédits montre aussi que les conditions débitrices consenties à ces sociétés sont nettement plus élevées que pour les autres secteurs, en particulier pour ce qui concerne les deux tranches de montants les plus élevées (cf. graphique 2 pour la tranche 6). Ainsi, le renchérissement relatif des conditions débitrices des crédits à moyen et long termes de la tranche 6 apparaît également résulter d'un effet de structure, lié à la forte demande de crédit de ce secteur dont l'activité a été particulièrement dynamique au cours des derniers trimestres (cf. graphique 3).

Graphique 1 Répartition par secteur des crédits des diverses tranches (2007 T3)

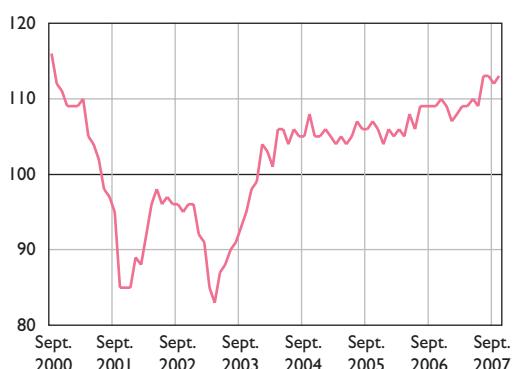


Graphique 2 Taux débiteurs de la tranche 6 selon les secteurs (troisième trimestre 2007)



Graphique 3 Indicateur synthétique du climat des affaires – services marchands

(Niveau 100 = moyenne de longue période)



Taux moyen débiteur en fonction de la nature et de la tranche de montants

(montants en euros, taux en %)

Catégories de crédits	Montant du crédit						
	Tranche 1 ≤ 15 245	Tranche 2 > 15 245 et ≤ 45 735	Tranche 3 > 45 735 et ≤ 76 225	Tranche 4 > 76 225 et ≤ 304 898	Tranche 5 > 304 898 et ≤ 1 524 490	Tranche 6 > 1 524 490	Taux moyen
Escompte							
2006 Troisième trimestre	4,76	5,52	5,35	4,79	4,11	3,20	3,99
Quatrième trimestre	5,07	5,49	5,35	4,94	4,46	3,82	4,34
2007 Premier trimestre	5,39	5,93	5,63	5,20	4,72	(4,18)	4,66
Deuxième trimestre	5,85	6,20	5,88	5,43	4,97	(4,63)	5,03
2007 Troisième trimestre	6,03	6,57	6,31	5,71	5,14	4,85	5,30
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,18	0,37	0,43	0,28	0,17	0,22	0,27
Écart-type	0,79	1,31	1,19	0,85	0,54	0,33	—
1 ^{er} décile	5,15	5,16	5,03	4,86	4,57	4,46	—
9 ^e décile	7,10	8,65	8,10	6,82	5,87	5,21	—
Découvert							
2006 Troisième trimestre	9,86	7,85	6,36	5,00	4,34	3,89	4,30
Quatrième trimestre	10,12	7,81	6,25	5,49	4,71	4,36	4,68
2007 Premier trimestre	10,15	7,98	6,58	5,75	5,15	4,42	4,72
Deuxième trimestre	9,29	7,63	6,52	5,73	5,09	4,96	5,15
2007 Troisième trimestre	9,53	7,85	7,04	5,93	5,31	5,10	5,29
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,24	0,22	0,52	0,20	0,22	0,14	0,14
Écart-type	2,16	1,97	1,75	1,25	0,86	0,87	—
1 ^{er} décile	6,65	5,46	5,16	4,65	4,42	4,20	—
9 ^e décile	13,20	10,60	9,60	7,70	6,67	6,42	—
Autres crédits à court terme							
2006 Troisième trimestre	4,50	4,65	4,73	4,42	3,93	3,59	3,63
Quatrième trimestre	4,86	4,94	5,08	4,80	4,48	4,03	4,07
2007 Premier trimestre	4,97	5,13	5,12	5,07	4,79	4,36	4,42
Deuxième trimestre	5,11	5,20	5,38	5,30	4,95	4,60	4,69
2007 Troisième trimestre	5,38	5,53	5,96	5,58	5,29	4,84	4,91
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,27	0,33	0,58	0,28	0,34	0,24	0,22
Écart-type	0,92	1,00	1,07	0,78	0,72	0,55	—
1 ^{er} décile	4,35	4,45	4,75	4,60	4,47	4,30	—
9 ^e décile	6,75	6,86	7,25	6,72	6,39	5,66	—
Crédits à moyen et long termes							
2006 Troisième trimestre	4,28	4,18	4,07	3,95	3,87	3,94	3,94
Quatrième trimestre	4,43	4,32	4,20	4,14	4,15	4,33	4,32
2007 Premier trimestre	4,47	4,40	4,29	4,23	4,26	4,55	4,52
Deuxième trimestre	4,65	4,56	4,43	4,35	4,37	4,73	4,68
2007 Troisième trimestre	4,89	4,77	4,64	4,55	4,61	5,00	4,96
dont : Trimestre/Trimestre – 1	0,24	0,21	0,21	0,20	0,24	0,27	0,28
Écart-type	0,59	0,58	0,53	0,48	0,57	0,69	—
1 ^{er} décile	4,10	4,00	3,97	3,96	3,95	4,16	—
9 ^e décile	5,70	5,58	5,35	5,22	5,43	5,82	—

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

STATISTIQUES

Situation économique générale

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

Monnaie, placements et financements

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

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

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

Autres statistiques

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

Notice méthodologique	S45
------------------------------	-----

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet	S53
--	-----

Séries chronologiques	S54
------------------------------	-----

Avertissement

Depuis le 1^{er} 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)

	2007						
	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	sept.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	14	8	10	9	11	13	1
Biens intermédiaires	12	3	7	8	10	14	-8
Biens d'équipement	13	14	16	12	17	13	6
Industrie automobile	38	15	0	-2	-3	2	22
Biens de consommation	9	2	13	2	15	19	6
Industries agricoles et alimentaires	8	10	14	9	2	8	2
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	10	7	6	16	8	2	13
Biens intermédiaires	11	7	8	15	6	-6	20
Biens d'équipement	17	13	9	22	13	7	19
Industrie automobile	-4	-11	-11	6	-9	-40	25
Biens de consommation	10	9	8	13	11	0	6
Industries agricoles et alimentaires	13	14	11	15	15	10	16
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	14	13	11	12	12	17	2
Étrangères	13	12	12	11	12	13	5
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	26	28	30	29	27	29	25
Biens intermédiaires	22	23	23	23	25	25	20
Biens d'équipement	62	66	71	68	65	63	65
Biens de consommation	20	22	25	23	21	25	14
Industries agricoles et alimentaires	17	19	22	26	7	13	14
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	1	2	1	2	3	3	4
Biens intermédiaires	-2	-1	-4	-2	-2	-3	1
Biens d'équipement	4	7	5	7	12	9	9
Industrie automobile	4	6	5	1	8	6	2
Biens de consommation	6	5	9	8	9	10	8
Industries agricoles et alimentaires	-3	-4	-5	-3	-5	-1	4
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	86,1	86,1	85,9	85,6	85,8	85,3	85,2
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	1	3	1	1	-2	0	-2
Au cours des prochains mois	-3	-5	-5	-4	-3	-5	0
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	108	111	108	108	108	108	105

(a) Données exprimées en solde des opinions

(b) Données exprimées en pourcentage

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

STATISTIQUES

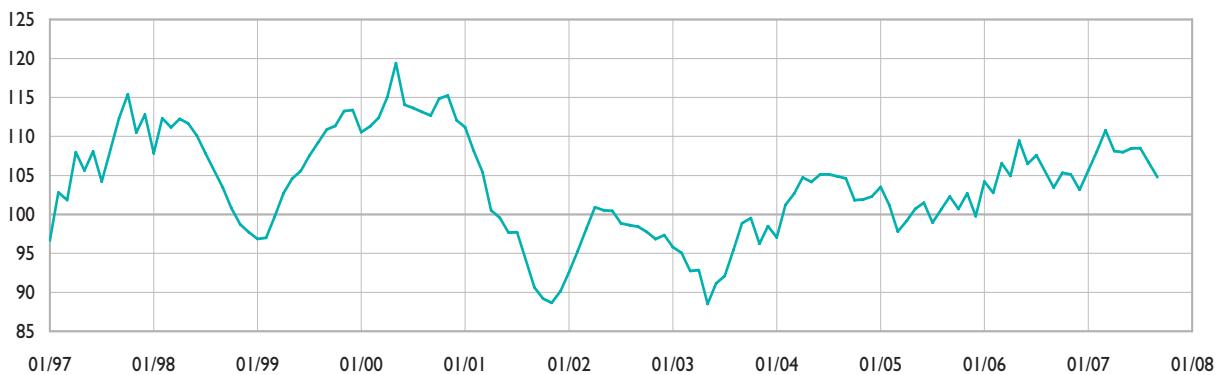
Situation économique générale

Figure 2

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

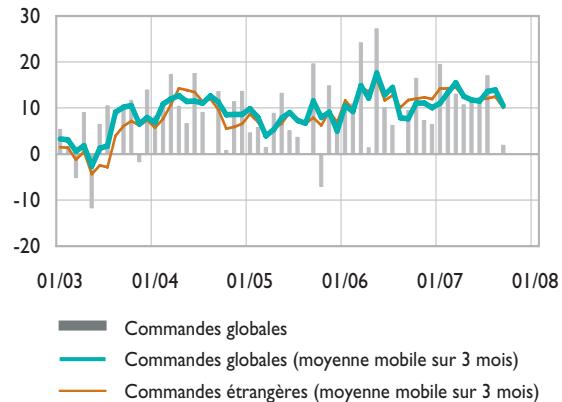
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(niveau 100 = 1981 - 2006)



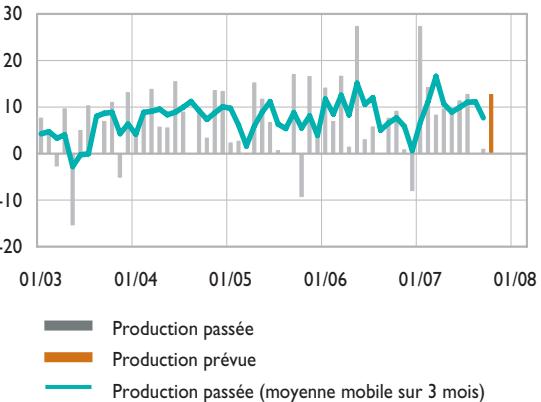
Commandes (solde des opinions)

(variation mensuelle)



Production (solde des opinions)

(variation mensuelle)



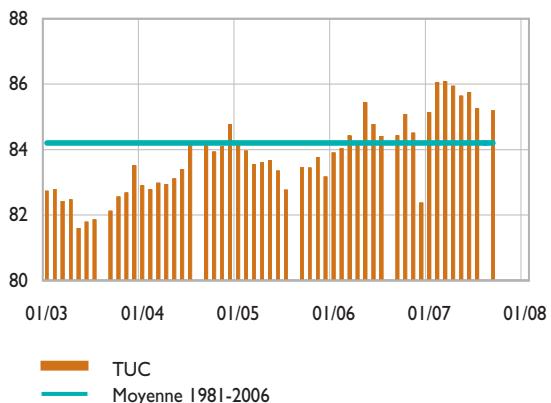
Stocks et carnets de commandes (solde des opinions)

(par rapport à un niveau jugé normal)



TUC dans l'industrie

(en %)



Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

Figure 3
Indices des prix à la consommation

(glissement annuel)

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

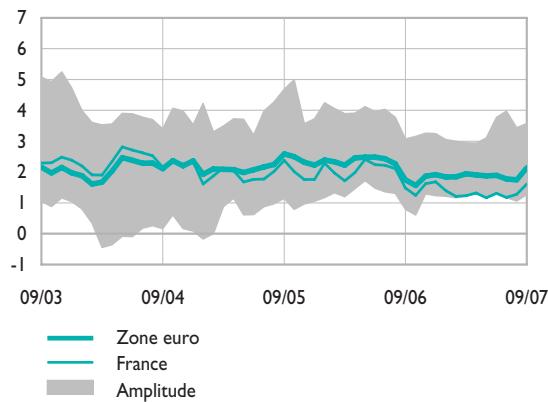
(moyenne annuelle)

(variation mensuelle CVS)

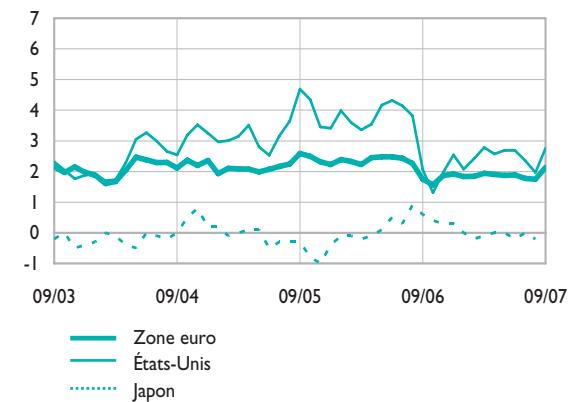
	2004	2005	2006	2007					
				avril	mai	juin	juil.	août	sept.
France	2,3	1,9	1,9	0,3	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,3	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,7
Italie	2,3	2,2	2,2	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,1	0,1	0,3	-0,3	0,1	nd
Union européenne	2,3	2,3	2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,7	3,4	3,2	0,4	0,7	0,2	0,1	-0,1	0,3
Japon	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	nd

France et zone euro

(glissement annuel en %)

**Comparaisons internationales**

(glissement annuel en %)



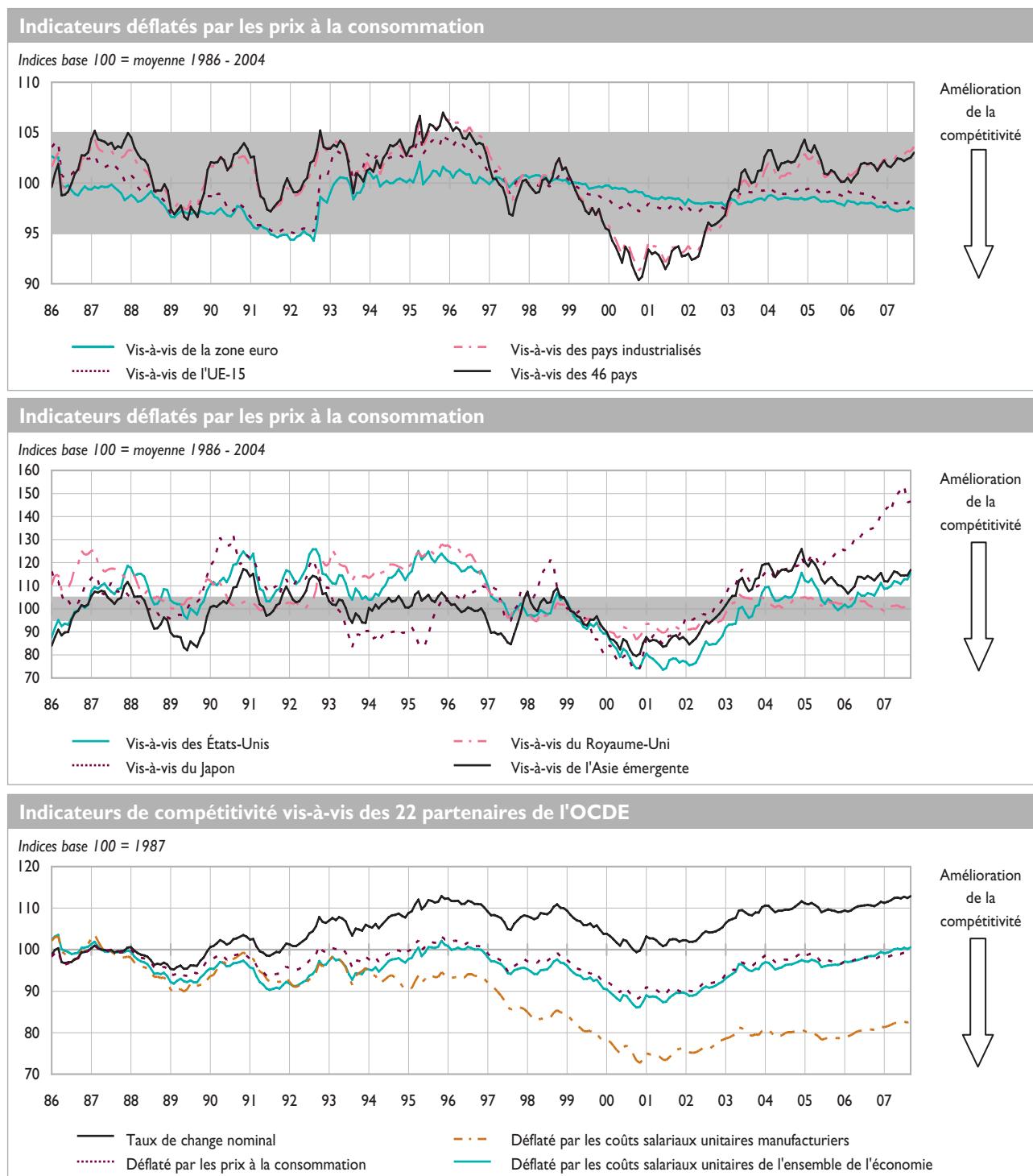
Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon

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

STATISTIQUES

Situation économique générale

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



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

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

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

Calculs : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

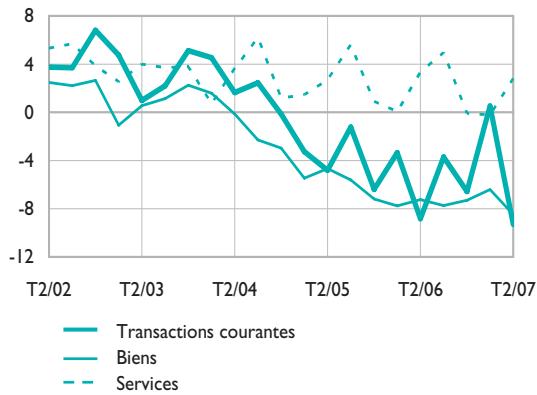
Figure 5**Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

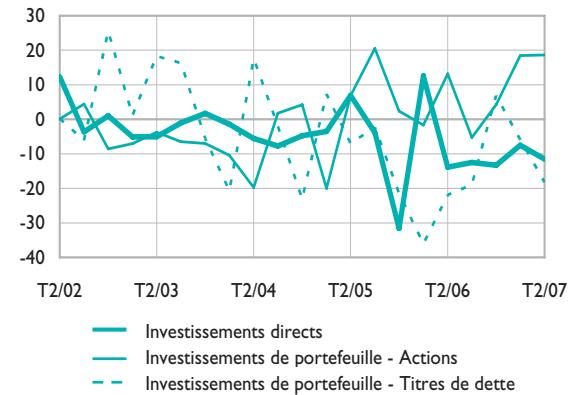
	2005 (a)	2006 (a)	2006			2007	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)
Compte de transactions courantes	-15 702	-22 452	-8 822	-3 714	-6 571	526	-9 306
Biens	-22 950	-30 029	-7 242	-7 734	-7 298	-6 419	-8 468
Services	10 644	8 271	3 330	4 962	-89	-213	2 799
Revenus	18 716	21 040	960	6 064	7 828	8 365	2 956
Transferts courants	-22 112	-21 734	-5 870	-7 006	-7 012	-1 207	-6 593
Compte de capital	511	-188	-245	182	75	330	1 138
Compte financier	-10 503	63 912	15 800	22 879	-27 363	27 389	12 758
Investissements directs	-32 091	-27 071	-13 844	-12 508	-13 300	-7 471	-11 539
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-31 156	-21 617	-33 524	-27 918	-39 269
Étrangers en France	65 184	64 629	17 312	9 109	20 224	20 447	27 730
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-8 713	-24 199	11 100	12 630	444
Avoirs	-194 481	-270 546	-36 676	-75 958	-68 291	-45 849	-48 403
Engagements	180 810	211 024	27 963	51 759	79 391	58 479	48 847
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 303	2 075	-1 749	-1 778	-1 513
Autres investissements	22 997	155 946	37 808	61 156	-20 469	24 408	24 766
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-1 754	-3 643	-2 944	-402	600
Erreurs et omissions nettes	25 693	-41 274	-6 734	-19 348	33 858	-28 244	-4 590

Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)

**Soldes du compte financier**

(données brutes en milliards d'euros)



(a) Chiffres semi-définitifs

STATISTIQUES

Situation économique générale

Figure 6

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

(données brutes en millions d'euros)

	2005 (a)	2006 (a)	2006			2007	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)
Compte de transactions courantes	-15 702	-22 452	-8 822	-3 714	-6 571	526	-9 306
Biens	-22 950	-30 029	-7 242	-7 734	-7 298	-6 419	-8 468
Exportations	353 516	384 873	98 816	89 564	99 741	100 307	101 465
Importations	376 466	414 902	106 058	97 298	107 039	106 726	109 933
Marchandises générales	-21 245	-27 868	-6 777	-7 294	-6 751	-5 835	-7 739
Avitaillement	-980	-1 524	-334	-387	-400	-278	-254
Travail à façon et réparations	-725	-637	-131	-53	-147	-306	-475
Services	10 644	8 271	3 330	4 962	-89	-213	2 799
Exportations	95 609	94 226	25 238	27 502	21 237	20 765	25 118
Importations	84 965	85 955	21 908	22 540	21 326	20 978	22 319
Transports	-3 401	-2 573	-788	-433	-307	-203	-280
Voyages	10 834	12 066	3 911	5 786	1 130	1 724	3 911
Services de communication	1 084	1 301	296	343	367	276	219
Services de construction	1 613	1 904	472	451	598	566	578
Services d'assurances	-903	-1 216	-322	-288	-232	-363	-133
Services financiers	-761	-1 890	-551	-448	-525	-286	-576
Services d'informatique et d'information	-63	-21	68	-82	-69	65	96
Redevances et droits de licence	2 528	2 334	379	783	477	715	1 099
Autres services aux entreprises	347	-2 746	34	-955	-1 184	-2 543	-1 949
Services personnels, culturels et récréatifs	-535	-758	-164	-176	-251	-183	-140
Services des administrations publiques	-99	-130	-5	-19	-93	19	-26
Revenus	18 716	21 040	960	6 064	7 828	8 365	2 956
Rémunérations des salariés	8 507	8 564	2 183	2 132	2 147	2 171	2 212
Revenus des investissements	10 209	12 476	-1 223	3 932	5 681	6 194	744
Directs	15 828	18 969	4 245	4 404	6 477	5 895	6 352
De portefeuille	-2 095	-1 392	-4 210	1 367	372	2 161	-3 150
Autres	-3 524	-5 101	-1 258	-1 839	-1 168	-1 862	-2 458
Transferts courants	-22 112	-21 734	-5 870	-7 006	-7 012	-1 207	-6 593
Transferts courants du secteur des APU	-14 923	-13 663	-3 805	-4 974	-5 009	797	-4 656
Transferts courants des autres secteurs	-7 189	-8 071	-2 065	-2 032	-2 003	-2 004	-1 937
dont envois de fonds des travailleurs	-2 084	-2 063	-546	-561	-467	-527	-442
Compte de capital	511	-188	-245	182	75	330	1 138

(a) Chiffres semi-définitifs

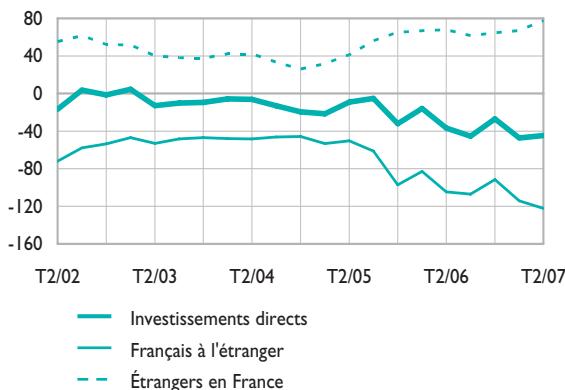
Figure 7**Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France**

(données brutes en millions d'euros)

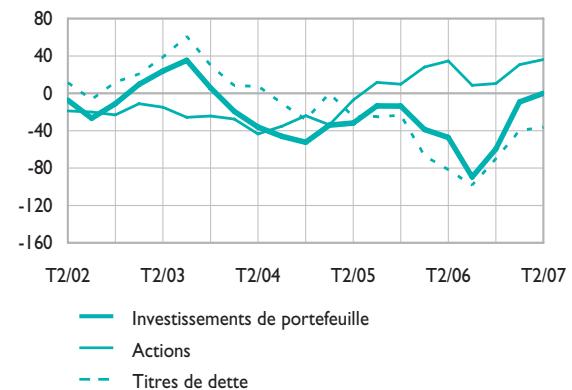
	2005 (a)	2006 (a)	2006			2007	
			T2 (a)	T3 (a)	T4 (a)	T1 (a)	T2 (a)
Compte financier	-10 503	63 912	15 800	22 879	-27 363	27 389	12 758
Investissements directs	-32 091	-27 071	-13 844	-12 508	-13 300	-7 471	-11 539
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-31 156	-21 617	-33 524	-27 918	-39 269
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	-45 534	-61 329	-17 068	-11 838	-22 986	-18 043	-21 238
Étrangers en France	65 184	64 629	17 312	9 109	20 224	20 447	27 730
<i>dont capitaux propres et bénéfices réinvestis</i>	29 863	29 641	7 798	2 941	10 243	5 568	10 557
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-8 713	-24 199	11 100	12 630	444
Avoirs	-194 481	-270 546	-36 676	-75 958	-68 291	-45 849	-48 403
<i>Actions</i>	-42 854	-48 290	16 134	-26 670	-19 811	7 299	15 036
<i>Obligations</i>	-139 881	-225 189	-63 770	-44 205	-49 994	-40 348	-79 544
<i>Instruments du marché monétaire</i>	-11 746	2 933	10 960	-5 083	1 514	-12 800	16 105
Engagements	180 810	211 024	27 963	51 759	79 391	58 479	48 847
<i>Actions</i>	52 608	58 841	-2 936	21 441	24 074	11 173	3 640
<i>Obligations</i>	109 321	165 424	36 878	38 181	62 019	36 173	28 808
<i>Instruments du marché monétaire</i>	18 881	-13 241	-5 979	-7 863	-6 702	11 133	16 399
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 303	2 075	-1 749	-1 778	-1 513
Autres investissements	22 997	155 946	37 808	61 156	-20 469	24 408	24 766
<i>dont IFM hors Banque de France (flux nets)</i>	-2 335	135 629	31 770	64 450	-32 474	33 028	25 913
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-1 754	-3 643	-2 944	-402	600
Erreurs et omissions nettes	25 693	-41 274	-6 734	-19 348	33 858	-28 244	-4 590

Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)

**Investissements de portefeuille – soldes**

(cumul glissant sur 4 trimestres)



(a) Chiffres semi-définitifs

STATISTIQUES

Situation économique générale

Figure 8

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

(données brutes en millions d'euros)

	2ème trimestre 2007					
	UEM (a)	UE27 hors UEM (b)	USA	Japon	Suisse	Chine
Compte de transactions courantes	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	82 965	29 889	15 362	3 131	6 947	2 698
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Biens	-13 272	3 202	1 227	63	249	-1 940
Recettes	51 368	15 340	6 615	1 513	2 646	2 162
Dépenses	64 640	12 138	5 388	1 449	2 397	4 101
Services	-954	1 199	1 380	2	222	-41
Recettes	7 695	4 408	3 538	302	1 408	401
Dépenses	8 649	3 209	2 158	300	1 186	442
Revenus	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Recettes	22 932	9 205	4 999	1 302	2 598	130
Dépenses	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Transferts courants	-1 943	-2 581	-6	-1	-259	-29
Compte financier	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Investissements directs	-7 492	794	640	374	-3 695	-185
Français à l'étranger	-24 126	-4 290	-3 372	172	-4 297	-190
Étrangers en France	16 634	5 083	4 012	202	602	5
Investissements de portefeuille (c)	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Avoirs	-28 032	3 255	-15 314	-1 546	4 970	-216
Actions	11 161	10 183	-6 170	51	5 169	-115
Obligations	-54 047	-7 619	-9 218	-1 421	28	-104
Instruments du marché monétaire	14 854	694	74	-175	-227	3
Autres investissements	-5 556	41 947	-9 458	3 692	-1 933	-4 890
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	-9 970	43 879	-12 741	4 484	-294	-4 878

(a) 13 pays membres (dont Slovénie entrée au 1^{er} 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	
		août (a)	juin (a)	juil. (b)	août (b)	2006
						2007
Compte de transactions courantes	-3 030	26	-1 310	-2 074	-22 648	-17 479
Biens	-4 434	-2 309	-2 757	-4 059	-30 045	-29 906
Services	2 146	1 765	1 590	1 597	9 684	6 803
Revenus	1 203	2 406	2 218	2 664	19 575	27 300
Transferts courants	-1 945	-1 836	-2 361	-2 276	-21 862	-21 676
Compte de capital	98	58	126	4	-480	1 730
Compte financier	1 023	1 563	11 479	3 062	63 527	59 098
Investissements directs	-5 171	-12 997	-12 342	-3 092	-44 121	-51 346
Français à l'étranger	-5 960	-21 798	-19 526	-7 853	-102 908	-137 806
Capital social	-2 658	-8 588	-12 304	-5 268	-37 957	-63 553
Bénéfices réinvestis	-1 714	-2 022	-2 022	-2 022	-19 724	-23 032
Autres opérations	-1 588	-11 188	-5 200	-563	-45 227	-51 221
Étrangers en France	789	8 801	7 184	4 761	58 787	86 460
Capital social	-1 343	945	1 409	71	15 558	19 305
Bénéfices réinvestis	963	1 140	1 140	1 140	11 760	12 972
Autres opérations	1 169	6 716	4 635	3 550	31 469	54 183
Investissements de portefeuille	-14 499	4 848	6 599	-21 616	-91 443	28 539
Avoirs	-25 839	-22 768	-973	-13 252	-268 747	-175 386
Actions	-11 000	-2 927	11 301	-11 805	-51 243	3 476
Obligations	-9 440	-24 558	-11 054	-1 018	-204 185	-195 879
Instruments du marché monétaire	-5 399	4 717	-1 220	-429	-13 319	17 017
Engagements	11 340	27 616	7 572	-8 364	177 304	203 925
Actions	1 244	17 601	10 425	-3 925	58 617	50 409
Obligations	10 025	13 952	-1 270	-950	124 145	143 017
Instruments du marché monétaire	71	-3 937	-1 583	-3 489	-5 458	10 499
Produits financiers dérivés	-314	-1 753	-1 216	2 108	3 073	-2 343
Autres investissements	22 521	11 649	20 437	26 968	195 992	92 058
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	19 220	-4 266	21 965	4 836	169 462	68 358
Avoirs de réserve	-1 514	-184	-1 999	-1 306	24	-7 809
Erreurs et omissions nettes	1 909	-1 647	-10 295	-992	-40 399	-43 350

(a) Chiffres semi-définitifs

(b) Chiffres provisoires

STATISTIQUES

Situation économique générale

Figure 10

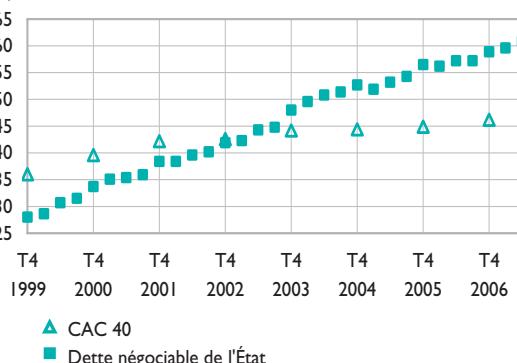
Position extérieure de la France (estimation des investissements directs en valeur comptable)

(en milliards d'euros)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	T2
Créances	2 362,1	2 529,0	2 867,1	3 638,7	4 188,5	4 643,1
Investissements directs français à l'étranger	559,1	573,6	620,7	747,9	820,2	882,7
Capitaux propres	390,2	380,1	418,1	492,7	538,1	574,0
Autres opérations	168,9	193,5	202,6	255,2	282,1	308,7
Investissements de portefeuille (titres étrangers détenus par les résidents)	888,6	1 084,4	1 285,1	1 581,9	1 844,4	1 933,4
IFM (secteur résident détenteur)	390,5	480,3	562,3	661,6	749,1	809,4
Non IFM (secteur résident détenteur)	498,1	604,1	722,8	920,3	1 095,3	1 124,0
Produits financiers dérivés	103,1	93,1	99,7	178,4	279,7	420,1
Autres investissements	752,5	721,9	804,8	1 067,5	1 169,5	1 333,8
IFM	516,4	492,0	578,9	840,7	945,6	1 088,5
Non IFM	236,1	229,9	225,9	226,8	224,0	245,3
Avoirs de réserve	58,8	56,0	56,8	63,0	74,6	73,1
Engagements	-2 315,0	-2 594,8	-2 961,3	-3 720,3	-4 392,2	-4 904,2
Investissements directs étrangers en France	-367,3	-417,8	-471,2	-532,3	-594,4	-641,5
Capitaux propres	-232,3	-267,4	-295,2	-321,1	-350,7	-366,8
Autres opérations	-135,1	-150,4	-176,0	-211,2	-243,7	-274,7
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	-2 149,9
IFM (secteur résident émetteur)	-242,9	-287,6	-325,5	-414,7	-513,8	-551,2
Non IFM (secteur résident émetteur)	-811,5	-1 000,2	-1 134,3	-1 352,1	-1 505,0	-1 598,7
Produits financiers dérivés	-107,1	-117,0	-136,6	-226,6	-337,5	-468,4
Autres investissements	-786,1	-772,2	-893,7	-1 194,7	-1 441,5	-1 644,4
IFM	-632,1	-624,2	-740,4	-1 016,1	-1 245,0	-1 439,6
Non IFM	-154,0	-148,1	-153,3	-178,5	-196,5	-204,8
Position nette	47,2	-65,8	-94,2	-81,6	-203,7	-261,1

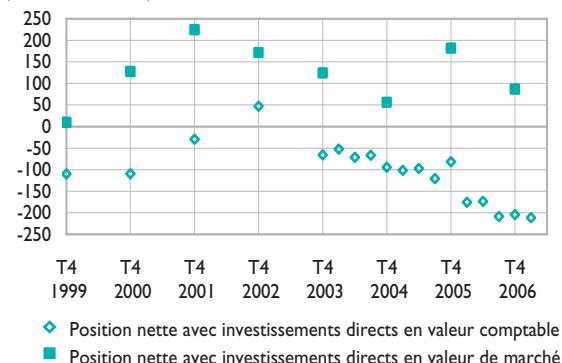
Détention par les non-résidents des valeurs du CAC 40 et des titres de la dette négociable de l'État

(en %)



Position extérieure de la France

(en milliards d'euros)



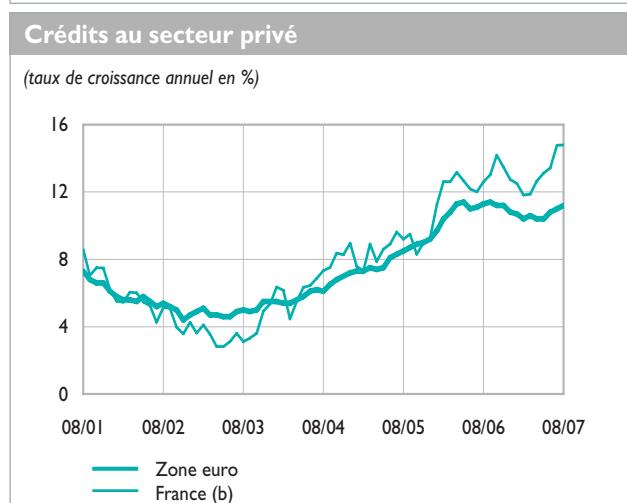
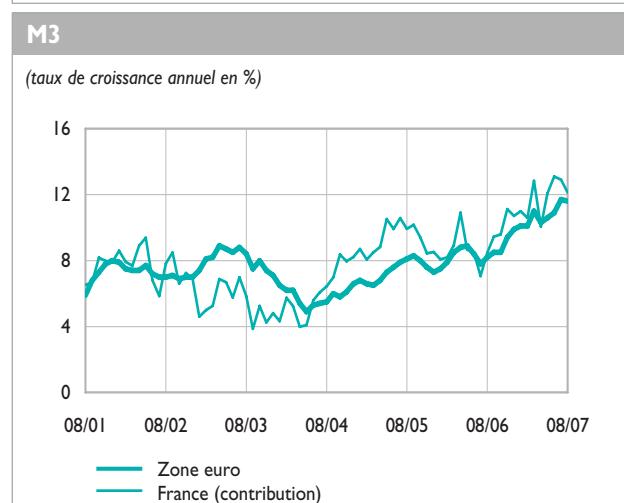
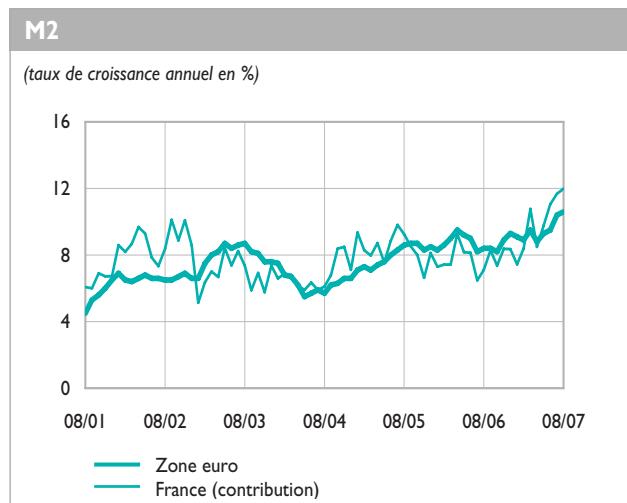
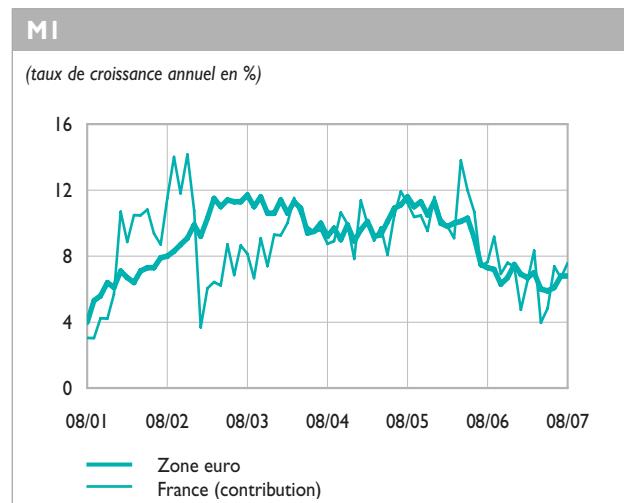
Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

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

(taux de croissance annuel en %)

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



(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 octobre 2007

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

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.	août	mai	juin	juil.	août
Actif								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	36,0	45,1	58,1	63,7	61,3
Crédits	17,7	27,4	23,6	28,7	29,8	43,6	49,1	47,9
IFM	17,3	27,1	23,3	28,4	29,6	43,4	48,9	47,7
Administration centrale	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	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	7,3	15,3	14,5	14,6	13,4
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administration centrale	5,5	6,8	8,1	7,3	15,3	14,5	14,6	13,4
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	15,6	19,7	11,0	9,1	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	30,7	34,9	37,3	38,7	40,1
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	43,3	42,2	41,2	41,4	41,8
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	98,2	114,0	104,6	103,1	108,7
Total	174,9	210,0	234,9	223,9	255,8	252,2	256,0	261,2
Passif								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	35,3	38,7	41,1	38,5	28,0
IFM	28,7	28,6	29,8	34,5	37,9	40,2	37,6	27,2
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	13,8
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	13,8
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	12,5	18,7	19,5	20,7	23,6
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	176,1	198,5	191,6	192,0	195,6
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	114,2	121,2	122,7	124,1	123,5
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	48,6	48,6	48,6
Autres	7,4	16,3	17,9	14,0	27,1	20,2	19,2	23,4
Total	174,9	210,0	234,9	223,9	255,8	252,2	256,0	261,2

(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.	août	mai	juin	juil.	août
Actif								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 517,8	3 873,4	3 889,1	3 924,1	3 940,9
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 693,0	2 930,9	2 971,0	3 009,5	3 030,7
IFM	1 013,1	996,3	1 062,0	1 062,4	1 153,2	1 172,0	1 186,4	1 201,1
APU	139,5	150,8	155,7	150,0	154,1	163,8	161,8	163,9
Secteur privé	1 263,8	1 376,4	1 527,4	1 480,6	1 623,7	1 635,2	1 661,3	1 665,8
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	490,8	518,2	511,6	518,1	515,4
IFM ≤ 2 ans	162,6	140,0	172,4	173,1	184,4	174,7	183,8	187,0
IFM > 2 ans	53,3	57,4	65,7	63,0	72,4	73,7	73,3	69,8
APU	155,8	168,6	152,7	160,1	162,6	164,5	161,8	161,8
Secteur privé	89,4	89,6	90,3	94,6	98,8	98,7	99,1	96,7
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	78,3	85,7	87,2	87,8	84,8
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	255,7	338,6	319,4	308,8	310,0
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	832,3	957,5	948,1	982,8	972,3
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	886,9	1 131,8	1 081,0	1 113,4	1 064,7
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	674,7	846,5	956,9	907,5	898,0
Total	4 783,8	5 471,9	6 172,3	5 911,7	6 809,1	6 875,0	6 927,8	6 876,0
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 245,0	2 410,2	2 485,1	2 504,8	2 498,9
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	1 039,9	1 144,0	1 186,5	1 207,0	1 212,1
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	10,6	18,8	33,4	18,3	13,9
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 194,5	1 247,5	1 265,1	1 279,5	1 272,9
Dépôts à vue	357,1	395,3	419,1	390,5	407,2	432,3	425,5	412,2
Dépôts à terme ≤ 2 ans	45,5	53,4	64,2	61,6	87,0	86,9	96,5	99,6
Dépôts à terme > 2 ans	306,4	307,1	297,3	295,7	285,6	284,2	282,4	282,1
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	377,5	392,6	416,7	408,1	425,6	424,4	426,5	430,4
Pensions	43,2	37,4	33,9	38,7	42,0	37,3	48,7	48,6
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	340,1	365,5	354,9	359,3	350,9
IFM	201,5	226,4	265,8	276,1	284,4	269,2	275,1	265,0
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	64,0	81,2	85,7	84,2	85,9
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	873,2	1 141,8	1 101,2	1 163,0	1 124,9
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 453,4	2 891,6	2 933,8	2 900,7	2 901,3
Titres de créance émis ≤ 2 ans	259,4	271,3	335,6	333,9	380,9	353,3	350,2	363,0
Titres de créance émis > 2 ans	404,8	458,6	531,2	498,2	573,8	587,2	587,5	594,4
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	437,3	488,8	477,6	484,7	474,1
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	337,0	384,7	387,2	388,4	388,1
Autres	521,1	765,0	944,6	847,0	1 063,4	1 128,5	1 089,9	1 081,7
Total	4 783,8	5 471,9	6 172,3	5 911,7	6 809,1	6 875,0	6 927,8	6 876,0

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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

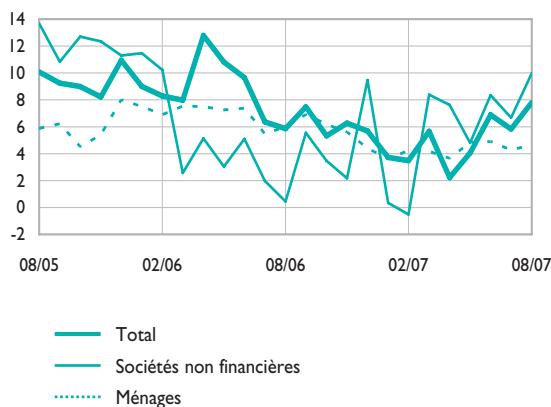
Figure 14
Dépôts – France

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	448,0	405,6	424,9	444,9	444,6	442,2
Ménages et assimilés	212,9	230,1	240,0	232,4	236,2	244,3	247,4	243,1
Sociétés non financières	124,2	139,9	151,9	129,9	136,8	148,4	144,2	142,4
Administrations publiques (hors adm. centrales)	47,8	55,6	56,1	43,3	51,9	52,2	53,1	56,7
Autres agents	17,5	22,6	25,4	27,0	31,7	37,1	31,0	24,6
Total – Encours	402,4	448,1	473,4	432,6	456,6	482,0	475,6	466,8
Total – Taux de croissance	5,8	10,9	5,7	5,9	4,1	6,9	5,8	7,8
Comptes sur livret								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	112,7	115,6	115,3	115,7	116,7
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,7	18,8	18,9	19,1	19,4
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,7	38,0	37,8	37,8	38,0
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	49,6	58,8	59,2	59,9	60,6
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	56,7	58,3	58,4	58,4	58,9
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,5	6,8	6,8	6,8	7,0
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	126,0	129,3	128,1	128,7	129,9
Total – Encours	377,5	392,6	416,7	408,1	425,6	424,4	426,5	430,4
Total – Taux de croissance	7,3	4,0	6,2	4,6	6,0	5,8	5,6	5,5

Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)

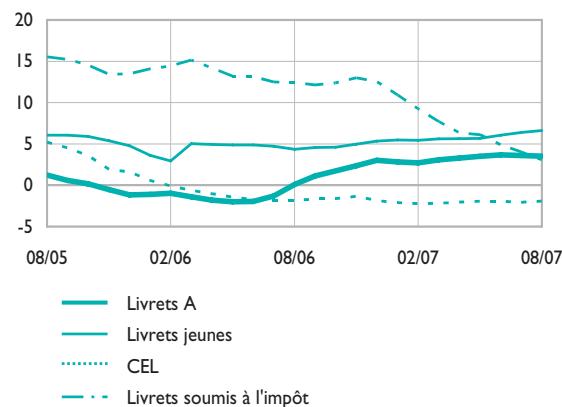


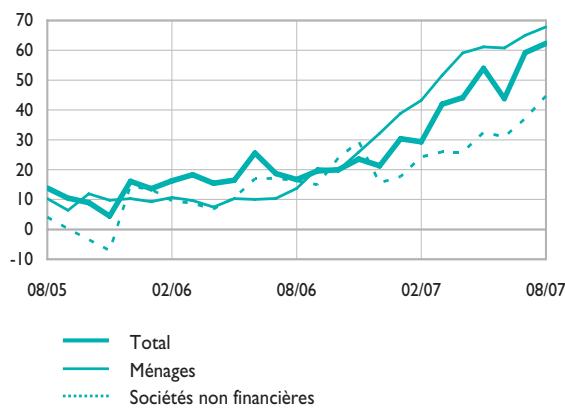
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	août	mai	juin	juil.	août
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	53,9	72,0	73,0	78,6	83,4
Ménages et assimilés	18,6	20,8	27,2	24,5	34,2	35,4	38,8	41,0
Sociétés non financières	22,8	26,5	30,4	28,9	37,0	36,9	39,0	41,6
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,3	0,3	0,5	0,4	0,8	0,7	0,7	0,7
Autres agents	3,8	5,8	6,3	7,7	15,0	13,9	17,9	16,2
Total – Encours	45,5	53,4	64,2	61,6	87,0	86,9	96,5	99,6
Total – Taux de croissance	-7,6	16,1	21,3	16,7	54,0	43,8	59,2	62,3
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	274,5	265,3	263,3	261,1	260,2
Ménages et assimilés	282,6	281,4	260,1	261,0	251,5	249,4	247,3	246,2
PEL	224,2	225,6	206,1	207,1	195,9	194,0	192,4	191,6
PEP	42,5	39,0	35,0	35,6	33,4	33,1	32,8	32,7
Autres	15,9	16,8	19,1	18,3	22,2	22,4	22,0	22,0
Sociétés non financières	13,1	13,5	13,4	13,5	13,7	13,8	13,8	13,9
Administrations publiques (hors adm. centrales)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Autres agents	10,6	12,1	23,7	21,1	20,3	20,8	21,2	21,8
Total – Encours	306,4	307,1	297,3	295,7	285,6	284,2	282,4	282,1
Total – Taux de croissance	2,3	0,2	-4,7	-4,3	-4,1	-4,9	-4,8	-4,6

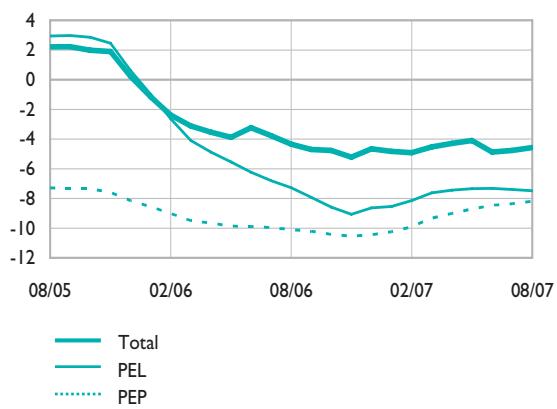
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 16

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

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

	2004	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	déc.	août	avril	mai	juin	juil.	août
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 480,8	1 608,0	1 623,9	1 635,4	1 661,5	1 666,0
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	150,1	154,5	154,1	163,9	161,8	164,0
Total – Encours	1 403,7	1 527,5	1 683,4	1 630,9	1 762,5	1 778,0	1 799,3	1 823,3	1 829,9
Secteur privé	8,3	8,9	11,7	11,9	11,5	12,0	12,3	12,9	13,3
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	11,9	6,5	6,8	8,8	9,7	9,3
Total – Taux de croissance	7,4	8,8	10,9	11,9	11,0	11,5	12,0	12,6	12,9
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	216,3	229,9	250,7	244,0	257,3	261,6	262,3	265,7	267,4
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	164,3	180,7	181,9	187,5	190,7	188,8
Autres objets	180,9	193,0	208,4	199,5	212,7	212,2	215,3	218,9	219,7
Total – Encours	541,5	579,6	630,5	607,9	650,7	655,7	665,0	675,2	676,0
Total – Taux de croissance	6,0	7,2	10,0	10,1	8,3	8,6	10,0	11,1	12,4
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	438,1	503,6	578,6	553,6	598,8	605,1	614,0	621,4	626,7
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	131,2	133,9	135,4	136,4	137,0	135,9
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,9	82,0	81,1	81,6	82,9	82,7
Total – Encours	639,5	712,9	792,7	765,7	814,6	821,6	832,1	841,2	845,3
Total – Taux de croissance	9,6	11,9	11,6	12,3	11,4	11,2	10,7	10,7	10,7

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

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

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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 18

Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

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

	2006			2007		
	juin	juil.	août	juin	juil.	août
Ensemble des contrats nouveaux	520,6	519,8	523,5	495,9	505,9	506,8
Crédits aux ménages	201,1	203,4	205,8	204,3	204,7	204,6
Consommation (hors découvert)	50,6	50,9	51,6	54,9	55,5	55,6
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	41,0	40,1	39,5	29,1	28,2	27,3
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	109,5	112,3	114,6	120,3	121,0	121,7
Crédits aux sociétés non financières	319,5	316,4	317,7	291,6	301,3	302,2
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	237,8	232,9	232,2	189,8	196,8	195,2
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	81,7	83,5	85,5	101,8	104,5	107,0

Ménages		Sociétés	
(en milliards d'euros)		(en milliards d'euros)	
	100 120 140 160 180 200 220		180 200 220 240 260 280 300 320 340
08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07	08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07	08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07	08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07

Consommation des ménages (hors découvert)		Habitat des ménages	
(en milliards d'euros)		(en milliards d'euros)	
	35 40 45 50 55 60		70 80 90 100 110 120 130 140 150 160
08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07	08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07	08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07	08/05 12/05 04/06 08/06 12/06 04/07 08/07

Données révisées sur l'ensemble de la période

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

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

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 octobre 2007

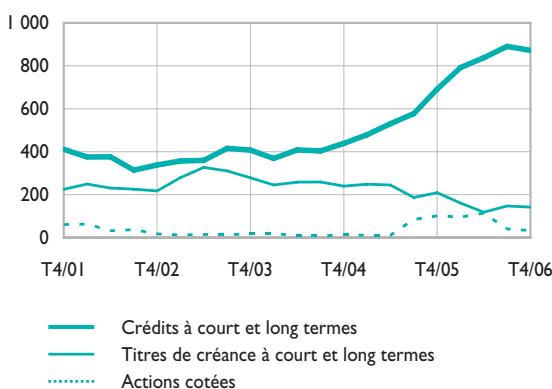
Figure 19**Financements et placements des agents non financiers – Zone euro**

(en milliards d'euros)

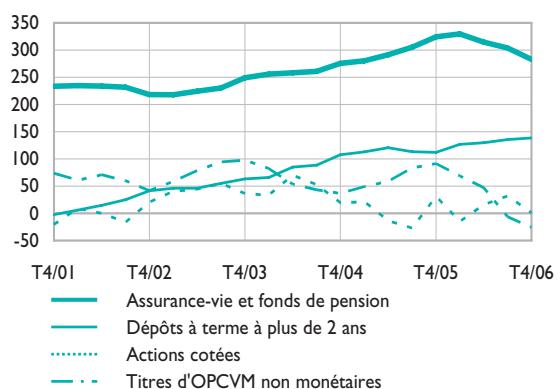
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2005		2006			2006	2006
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	déc.
Financements							
Endettement	924,6	989,4	977,2	1 056,5	1 025,1	227,4	16 371,6
Crédits à court terme	91,7	118,3	124,2	158,8	148,8	34,4	1 801,6
Crédits à long terme	600,4	673,7	713,8	731,5	722,8	222,4	8 647,2
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
Émissions d'actions et fonds de pension	101,6	95,9	113,5	40,5	33,0	12,4	4 448,0
Actions cotées	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3	3,3	326,1
Placements							
Dépôts et titres à court terme	53,3	49,8	47,1	46,9	47,8	26,5	513,3
Monnaie fiduciaire							
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
Placements à moyen et long termes	112,2	126,7	129,6	135,8	138,6	50,5	1 663,6
Dépôts à terme à plus de 2 ans							
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 19 octobre 2007

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

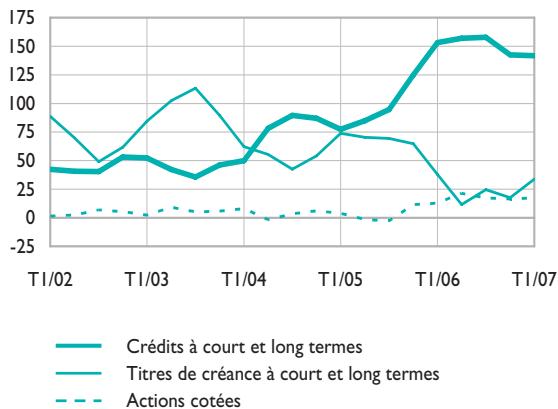
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	238,8	226,6	229,6	215,0	231,9	83,1	3 056,7
Crédits à court terme	21,8	19,8	21,4	7,8	14,2	9,8	235,3
Crédits à long terme	131,4	137,3	136,3	134,7	127,5	21,0	1 427,1
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	-20,3	-26,3	-24,0	-28,4	-7,8	12,5	120,3
Titres de créance à long terme	58,3	37,8	48,6	46,1	41,6	23,4	1 224,0
Émissions d'actions et autres parts sociales	78,9	93,6	88,2	99,4	107,7	30,1	4 660,2
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
Placements							
Dépôts et titres à court terme	110,2	65,0	80,4	70,5	75,2	38,9	1 371,7
Monnaie fiduciaire	3,1	4,5	4,2	4,4	5,1	-1,0	43,4
Dépôts à vue	24,6	28,3	25,0	23,7	22,6	-23,5	424,4
Placements à vue	17,2	14,9	19,3	24,0	23,5	7,9	419,0
Dépôts à terme à moins de 2 ans	4,2	6,4	8,2	10,9	17,9	8,1	66,0
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	6,2	22,2
Autres dépôts (à l'étranger ...)	12,6	-10,4	-10,0	2,0	1,2	15,2	118,7
Titres de créance à court terme émis par les IFM	17,1	13,1	13,6	12,8	2,8	1,3	28,8
Titres d'OPCVM monétaires	12,9	8,7	17,7	13,1	26,5	22,6	241,6
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	6,4	6,0	10,6	8,2	4,4	2,3	6,8
Placements à moyen et long termes	137,4	142,9	136,1	141,7	154,0	36,6	5 808,9
Dépôts à terme à plus de 2 ans	-12,6	-16,5	-19,1	-21,4	-16,8	-6,9	266,7
Placements de type obligataire	16,0	13,3	1,3	5,7	6,1	3,1	173,1
Placements de type actions et autres participations	53,4	55,6	62,2	62,1	79,0	18,8	3 978,1
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 (b)	-7,0	-0,5	1,4	6,5	1,5	-4,5	238,7

Financements

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



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

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

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

Placements à moyen et long termes

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

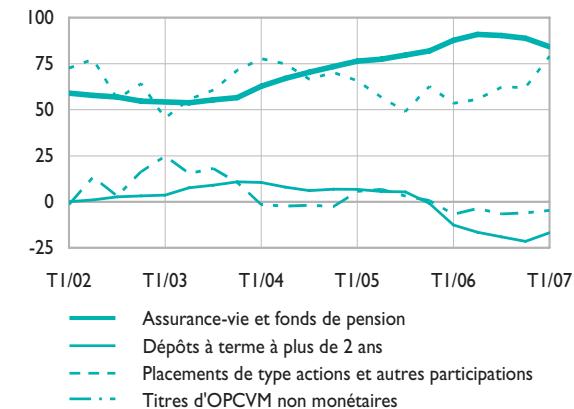


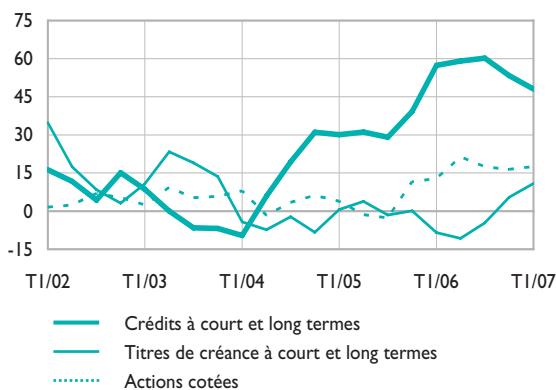
Figure 21**Financements et placements des sociétés non financières – France**

(en milliards d'euros)

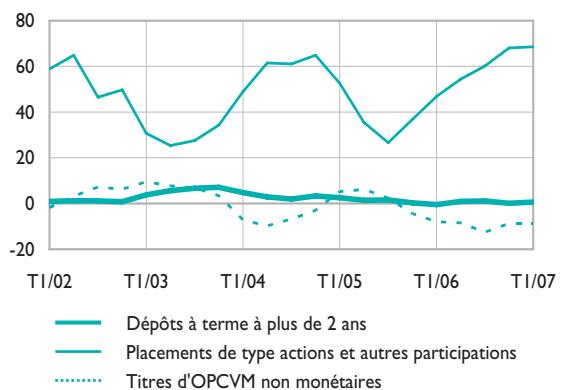
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des sociétés non financières							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	96,6	106,2	102,7	113,5	115,3	29,2	964,2
Crédits à court terme	10,9	10,3	13,2	8,6	9,1	1,6	163,8
Crédits à long 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
Émissions d'actions et autres parts sociales	78,9	93,6	88,2	99,4	107,7	30,1	4 660,2
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
Placements des sociétés non financières							
Dépôts et titres à court terme	32,0	29,9	42,7	42,8	43,8	7,6	383,5
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
Placements à moyen et long termes	48,2	54,3	52,5	65,0	67,0	12,7	2 963,6
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

Financements

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

**Placements à moyen et long termes**

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



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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

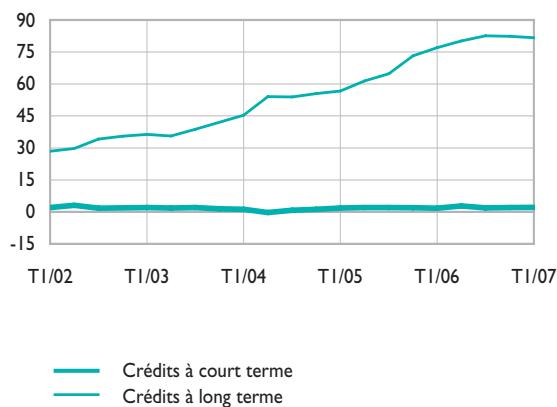
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(en milliards d'euros)

	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des ménages							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	78,9	83,0	84,5	84,4	83,8	16,4	830,8
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
Placements des ménages							
Dépôts et titres à court terme	51,3	27,8	35,7	50,3	54,8	26,4	891,9
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
Placements à moyen et long termes	94,5	92,4	86,2	80,2	81,1	23,5	2 447,1
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)



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

Placements à moyen et long termes

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

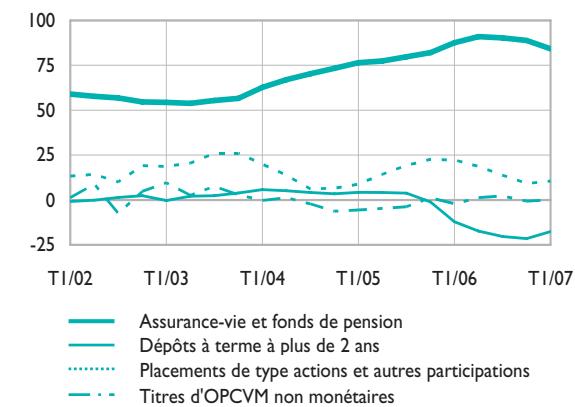


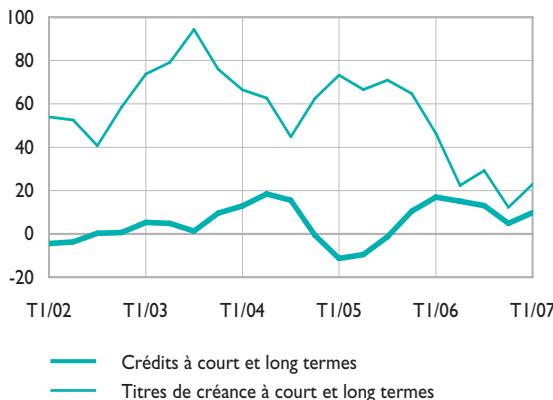
Figure 23**Financements et placements des administrations publiques – France**

(en milliards d'euros)

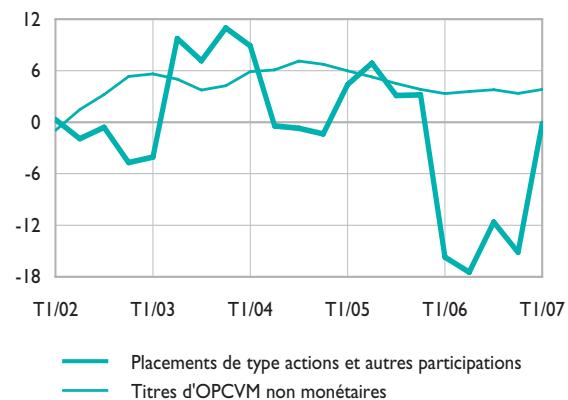
	Flux cumulés sur 4 trimestres					Flux	Encours
	2006				2007	2007	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T1	mars
Financements des administrations publiques (a)							
Endettement au sens de la comptabilité nationale	63,4	37,3	42,4	17,1	32,8	37,6	1 261,6
Crédits à court terme	9,2	6,7	6,4	-2,8	2,9	8,3	30,4
Crédits à long terme	7,8	8,3	6,7	7,7	6,9	-6,3	128,3
Titres de créance à court terme	-16,5	-20,6	-22,1	-30,6	-11,7	8,6	86,1
Titres de créance à long terme	62,9	43,0	51,4	42,8	34,6	27,0	962,5
Placements des administrations publiques							
Dépôts et titres à court terme	26,9	7,2	2,0	-22,5	-23,3	4,8	96,2
Monnaie fiduciaire	0,0	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	-4,3	51,8
Placements à vue	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,2
Dépôts à terme à moins de 2 ans	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,6
Dépôts des administrations centrales	13,7	-5,9	-7,8	-28,5	-28,7	6,2	22,2
Autres dépôts (à l'étranger ...)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Titres de créance à court terme émis par les IFM	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	2,2
Titres d'OPCVM monétaires	1,7	1,6	1,2	0,8	0,8	0,1	14,4
Autres titres à court terme	5,5	5,4	5,4	4,4	1,7	2,6	4,8
Placements à moyen et long termes	-5,2	-3,8	-2,5	-3,5	5,9	0,4	398,2
Dépôts à terme à plus de 2 ans	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Placements de type obligataire	11,4	13,8	8,7	7,4	5,3	3,1	48,4
Placements de type actions et autres participations	-15,7	-17,5	-11,6	-15,1	-0,1	0,2	327,2
Autres titres d'OPCVM non monétaires (b)	-0,9	-0,1	0,4	4,2	0,8	-2,9	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

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 24

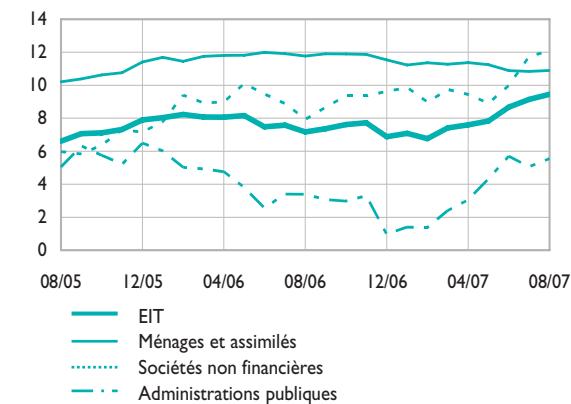
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours	
	2004	2005	2006	2007				
	déc.	déc.	déc.	juin	juil.	août		
Endettement Intérieur Total	6,6	7,9	6,9	8,7	9,1	9,5	3 453,7	
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,9	10,8	10,9	869,2	
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	-1,7	-1,8	-1,3	39,8	
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,5	11,6	829,3	
Sociétés non financières	4,5	7,2	9,6	10,0	11,8	12,1	1 391,7	
≤ 1 an	8,1	11,2	11,4	12,6	14,9	15,3	527,5	
> 1 an	2,6	4,9	8,6	8,5	9,9	10,2	864,1	
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	5,7	5,1	5,6	1 192,9	
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	15,1	12,0	15,7	148,9	
> 1 an	8,2	8,1	4,2	4,5	4,2	4,3	1 044,0	
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	6,8	9,1	9,8	10,1	10,6	11,1	1 740,9	
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,9	10,8	10,9	869,2	
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	-1,7	-1,8	-1,3	39,8	
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,5	11,6	829,3	
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,4	9,5	10,6	11,8	707,1	
≤ 1 an	4,5	5,0	8,2	11,9	11,8	15,6	172,8	
> 1 an	6,1	7,5	9,8	8,8	10,3	10,7	534,4	
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,2	8,5	9,3	8,9	164,6	
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	25,1	21,2	16,7	38,2	
> 1 an	1,4	6,9	6,0	4,3	6,2	6,8	126,4	
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	9,0	14,1	17,7	14,1	17,7	18,1	398,9	
Financements de marché	5,8	5,1	0,7	5,4	5,0	5,1	1 314,0	
Sociétés non financières	-2,4	0,9	2,0	6,5	6,8	5,0	295,2	
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	23,6	21,3	3,4	33,7	
> 1 an	-2,7	-0,3	1,4	4,4	4,8	5,2	261,4	
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	5,1	4,5	5,1	1 018,8	
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	10,3	10,1	17,4	101,2	
> 1 an	9,3	8,3	4,0	4,6	3,9	3,9	917,6	

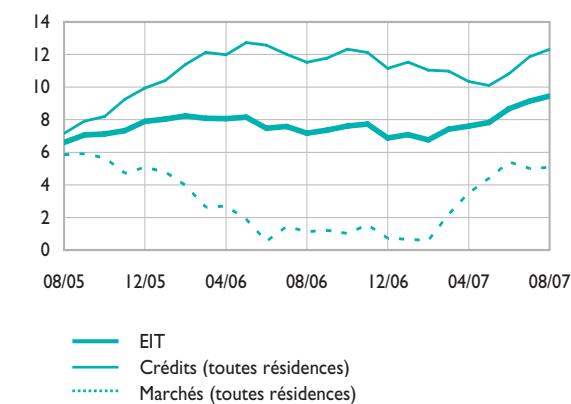
EIT – Répartition par agents

(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

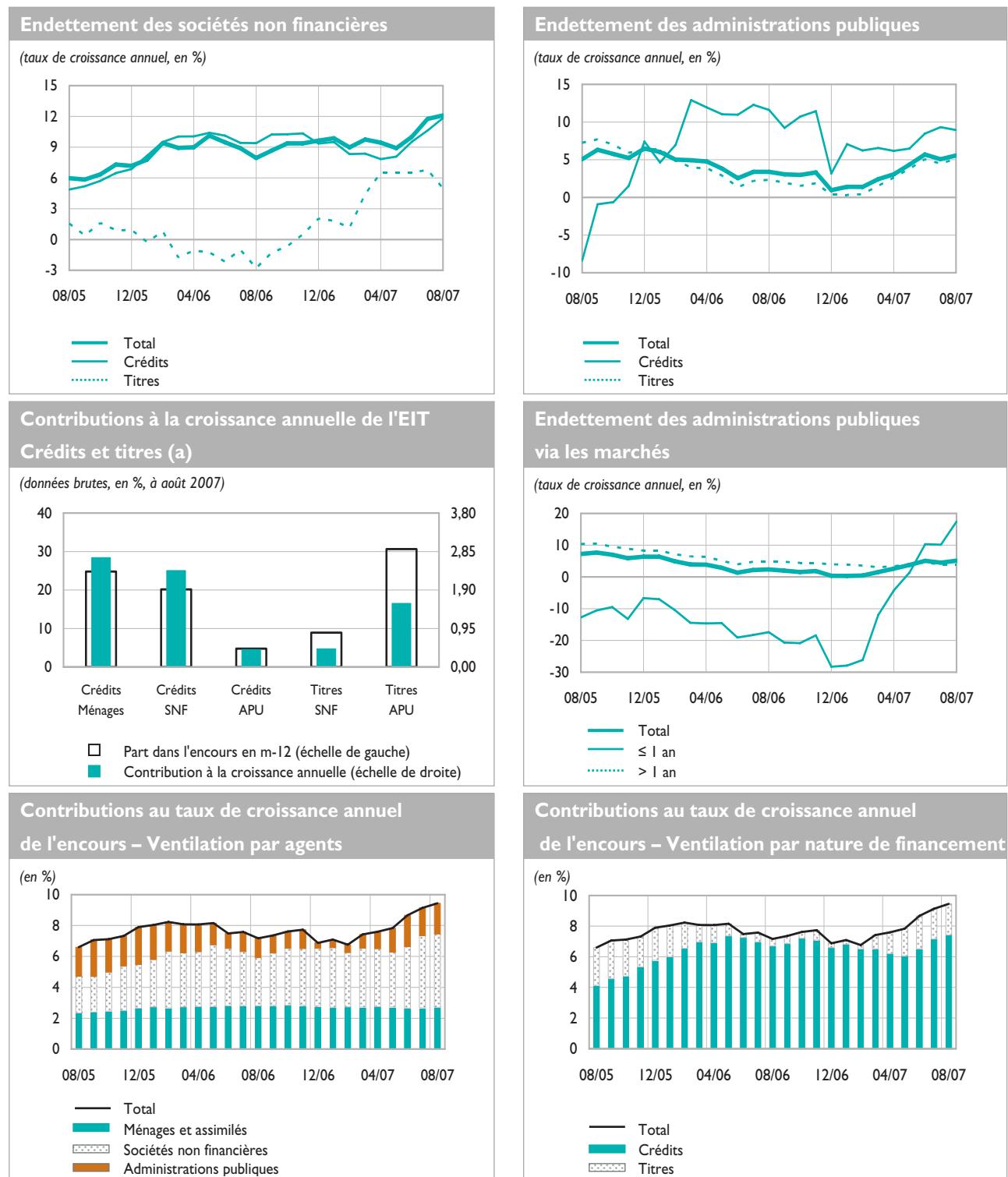
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers

(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.

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

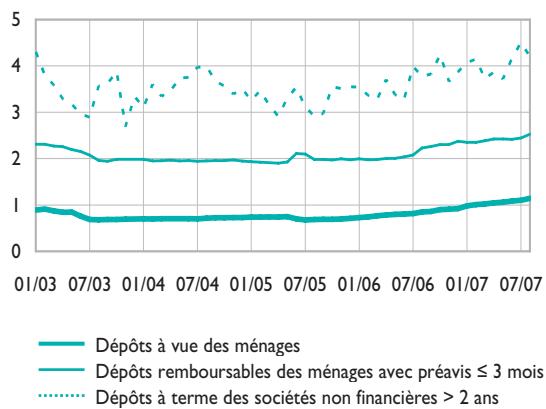
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	août	avril	mai	juin	juil.	août
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,85	1,04	1,06	1,08	1,10	1,15
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,23	2,42	2,43	2,42	2,45	2,53
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,87	3,78	3,87	3,72	4,16	4,51	4,20
France								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	3,00
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82	3,07
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,44	2,76	2,75	2,77	2,79	2,75
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	3,08	3,64	3,66	3,65	3,74	3,84
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,54	3,50	3,52	3,56	3,51	3,52

Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)

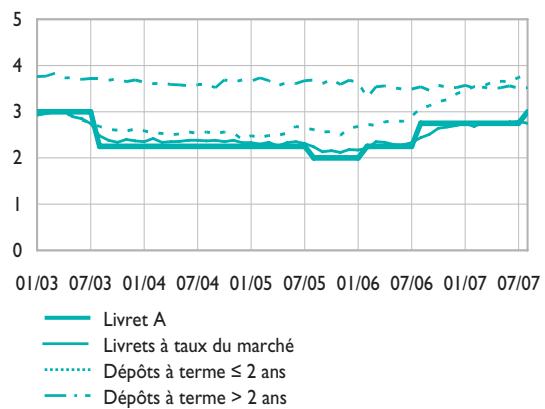
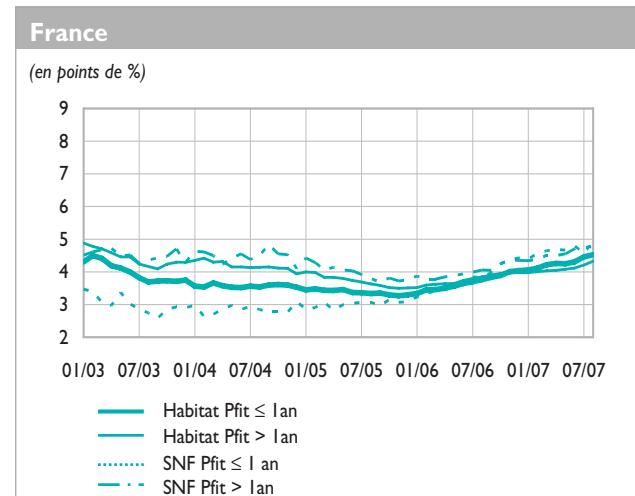
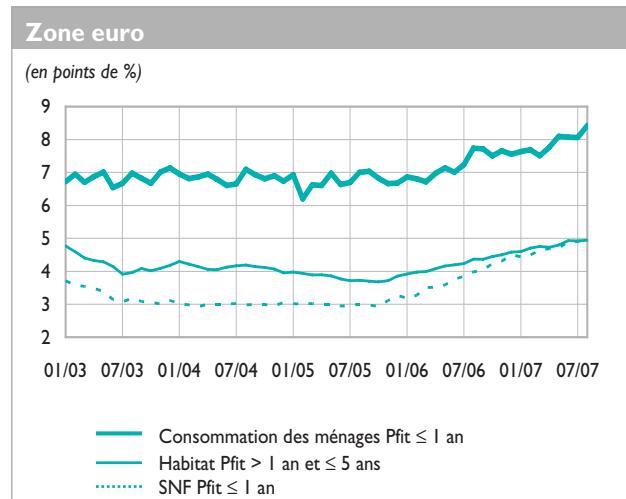


Figure 27
Cout du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2006				2007							
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,72	7,50	7,66	7,56	7,63	7,69	7,51	7,77	8,10	8,07	8,06	8,42
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,37	4,45	4,50	4,58	4,60	4,71	4,76	4,73	4,80	4,93	4,93	4,95
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,04	4,24	4,31	4,50	4,44	4,50	4,65	4,69	4,71	4,89	4,90	5,01
France												
Consommation des ménages												
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	6,18	6,06	6,26	6,32	6,46	6,57	6,55	6,49	6,53	6,55	6,62	6,90
Pfit > 1 an (a)	3,83	3,89	4,01	4,04	4,06	4,12	4,22	4,26	4,25	4,31	4,46	4,53
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,91	3,95	3,97	3,98	3,98	4,01	4,03	4,05	4,08	4,12	4,21	4,33
Pfit > 1 an (a)	3,98	4,25	4,37	4,43	4,40	4,57	4,65	4,68	4,67	4,79	4,56	4,95
Pfit ≤ 1 an (a)	4,05	4,24	4,37	4,35	4,34	4,39	4,51	4,50	4,55	4,71	4,74	4,78



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

Pfit ≤ un an : crédits dont le taux est révisable au moins une fois par an + crédits dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an.
 Pfit > un an : crédits à taux révisable selon une périodicité sup. à l'année + crédits à taux fixe de durée initiale sup. à un an

STATISTIQUES

Monnaie, placements et financements

Figure 28
Coût du crédit – France

(en %)

	2006		2007		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux particuliers - Taux effectif global moyen					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	14,11	14,30	14,44	14,89	14,85
Prêts personnels > 1 524 €	6,40	6,33	6,54	6,70	6,78
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	4,62	4,79	4,70	4,81	4,97
Prêts à taux variable	4,30	4,59	4,68	4,90	5,04
Seuils applicables à partir du 1^{er} jour de la période indiquée					
	2006	2007			
	oct.	janv.	avril	juil.	oct.
Crédit aux particuliers - Taux de l'usure					
Prêts de trésorerie					
Découverts, prêts permanents et ventes à tempérament > 1 524 €	18,81	19,07	19,25	19,85	19,80
Prêts de trésorerie, prêts personnels > 1 524 €	8,53	8,44	8,72	8,93	9,04
Prêts immobiliers					
Prêts à taux fixe	6,16	6,39	6,27	6,41	6,63
Prêts à taux variable	5,73	6,12	6,24	6,53	6,72
Crédit aux entreprises					
	2006		2007		
	T3	T4	T1	T2	T3
Escompte					
≤ 15 245 €	4,76	5,07	5,39	5,85	6,03
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	5,52	5,49	5,93	6,20	6,57
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	5,35	5,35	5,63	5,88	6,31
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,79	4,94	5,20	5,43	5,71
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,11	4,46	4,72	4,97	5,14
> 1 524 490 €	3,20	3,82	4,18	4,63	4,85
Découvert					
≤ 15 245 €	10,32	10,12	10,15	9,29	9,53
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	8,15	7,81	7,98	7,63	7,85
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	6,69	6,25	6,58	6,52	7,04
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	5,25	5,49	5,75	5,73	5,93
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	4,54	4,71	5,15	5,09	5,31
> 1 524 490 €	4,02	4,36	4,42	4,96	5,10
Autres crédits à court terme					
≤ 15 245 €	4,50	4,86	4,97	5,11	5,38
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,65	4,94	5,13	5,20	5,53
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,73	5,08	5,12	5,38	5,96
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	4,42	4,80	5,07	5,30	5,58
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,93	4,48	4,79	4,95	5,29
> 1 524 490 €	3,59	4,03	4,36	4,60	4,84
Crédits à moyen et long termes					
≤ 15 245 €	4,28	4,43	4,47	4,65	4,89
> 15 245 € et ≤ 45 735 €	4,18	4,32	4,40	4,56	4,77
> 45 735 € et ≤ 76 225 €	4,07	4,20	4,29	4,43	4,64
> 76 225 € et ≤ 304 898 €	3,95	4,14	4,23	4,35	4,55
> 304 898 € et ≤ 1 524 490 €	3,87	4,15	4,26	4,37	4,61
> 1 524 490 €	3,94	4,33	4,55	4,73	5,00

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 2007

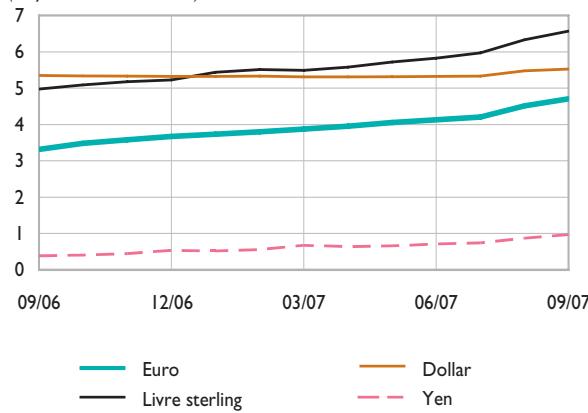
Figure 29
Taux d'intérêt

(en %)

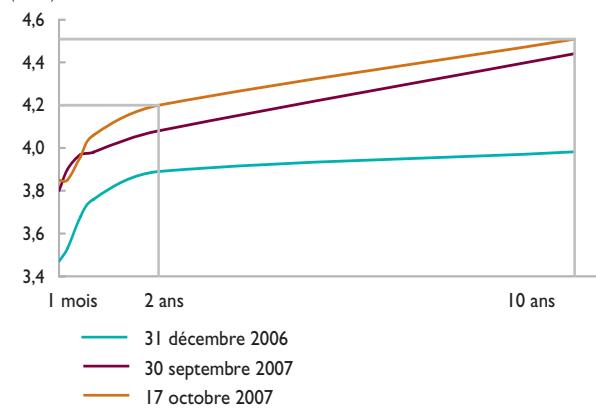
	Moyenne mensuelle (a)										Taux directeurs au 17/10/07	
	2006		2007									
	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.		
Taux d'intérêt interbancaires à court terme												
Euro											4,00	
Au jour le jour	3,49	3,56	3,55	3,69	3,81	3,79	3,95	4,06	4,04	4,00		
À 3 mois	3,67	3,73	3,80	3,87	3,96	4,06	4,13	4,21	4,51	4,71		
À 1 an	3,91	4,05	4,08	4,09	4,24	4,36	4,49	4,55	4,63	4,68		
Livre sterling											5,75	
Au jour le jour	5,09	5,22	5,31	5,31	5,30	5,49	5,60	5,87	5,97	5,88		
À 3 mois	5,23	5,44	5,51	5,49	5,58	5,72	5,82	5,97	6,33	6,57		
À 1 an	5,44	5,73	5,79	5,72	5,87	6,02	6,20	6,29	6,42	6,40		
Dollar											4,75	
Au jour le jour	5,26	5,26	5,26	5,27	5,28	5,26	5,28	5,30	5,35	5,14		
À 3 mois	5,33	5,32	5,33	5,31	5,31	5,31	5,33	5,33	5,48	5,53		
À 1 an	5,21	5,34	5,35	5,17	5,25	5,30	5,41	5,36	5,19	5,06		
Yen											0,75	
Au jour le jour	0,35	0,36	0,42	0,59	0,46	0,50	0,54	0,55	0,55	0,65		
À 3 mois	0,54	0,52	0,56	0,68	0,64	0,66	0,71	0,74	0,87	0,97		
À 1 an	0,72	0,72	0,70	0,76	0,79	0,86	0,96	0,98	1,07	1,14		
Taux des emprunts phares à 10 ans												
France	3,81	4,07	4,10	4,00	4,21	4,34	4,62	4,58	4,39	4,36		
Allemagne	3,79	4,03	4,05	3,95	4,16	4,29	4,58	4,51	4,31	4,24		
Zone euro	3,90	4,10	4,12	3,98	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	4,37		
Royaume-Uni	4,64	4,88	4,92	4,80	5,03	5,14	5,42	5,41	5,14	4,99		
États-Unis	4,61	4,82	4,78	4,61	4,74	4,81	5,17	5,07	4,73	4,57		
Japon	1,65	1,71	1,71	1,62	1,67	1,68	1,89	1,89	1,65	1,61		

Taux du marché interbancaire à 3 mois

(moyenne mensuelle en %)

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

(en %)



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

Emprunts phares : taux affichés par Reuters à 16h30

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 octobre 2007

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

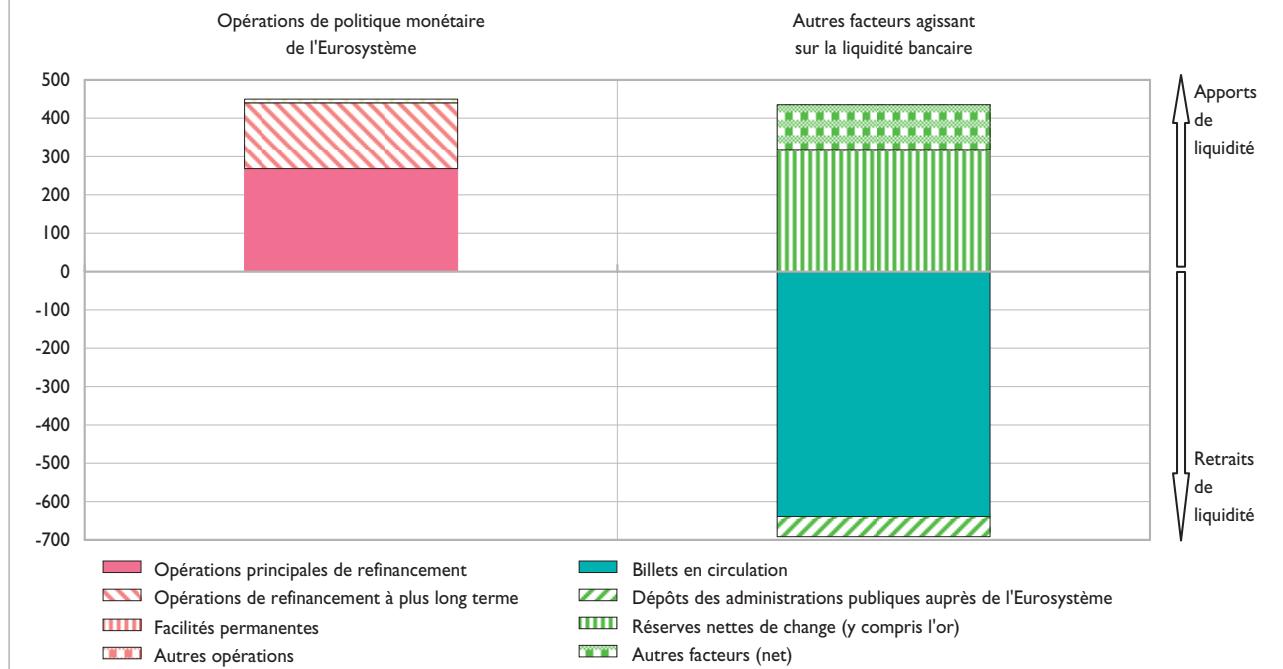
Figure 30 Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/08/2007 au 11/09/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	451,3	2,1	449,2
Opération principale de refinancement	268,7		268,7
Opération de refinancement à plus long terme	171,7		171,7
Facilités permanentes	0,2	0,4	-0,2
Autres opérations	10,7	1,7	9,0
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	435,1	691,5	-256,4
Billets en circulation		639,2	-639,2
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		52,3	-52,3
Réserves nettes de change (y compris l'or)	317,3		317,3
Autres facteurs (net)	117,8		117,8
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b) dont réserves obligatoires			192,8
			191,9

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 08/08/2007 au 11/09/2007)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 octobre 2007

Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

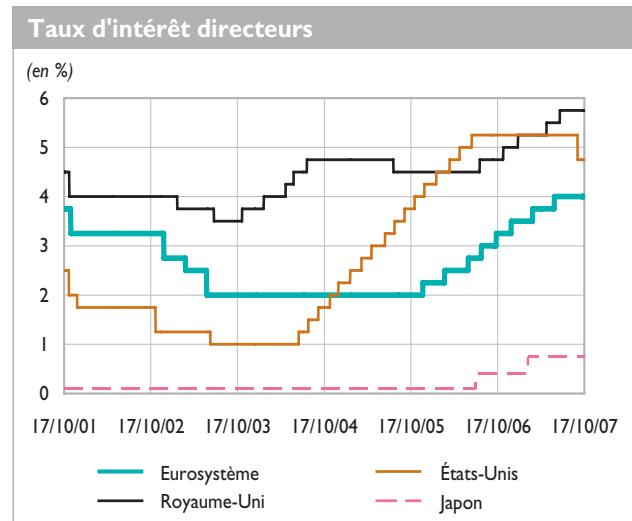
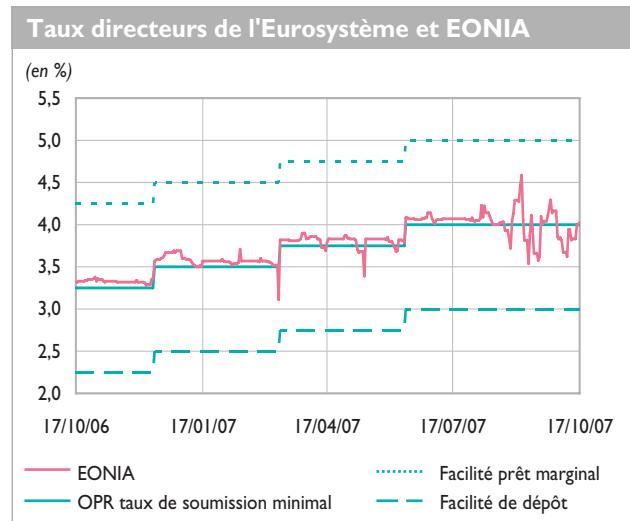
Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de décision		Taux de soumission minimal	Date de décision		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
07/12/06	13/12/06	3,50	07/12/06	13/12/06	2,50	4,50
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 12 septembre	4,14	4,17	2007 28 juin		4,11
19 septembre	4,15	4,16	26 juillet		4,20
26 septembre	4,27	4,29	24 août		4,49
3 octobre	4,14	4,16	30 août		4,56
10 octobre	4,12	4,16	13 septembre		4,35
17 octobre	4,11	4,14	27 septembre		4,27

(en milliards d'euros, taux en %)

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 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	191,26	36,82	192,00	36,93	0,74	0,11	4,06
11 septembre	191,86	36,32	192,72	36,44	0,86	0,12	4,09
9 octobre	192,50	36,83	NC	36,94	NC	0,12	4,18



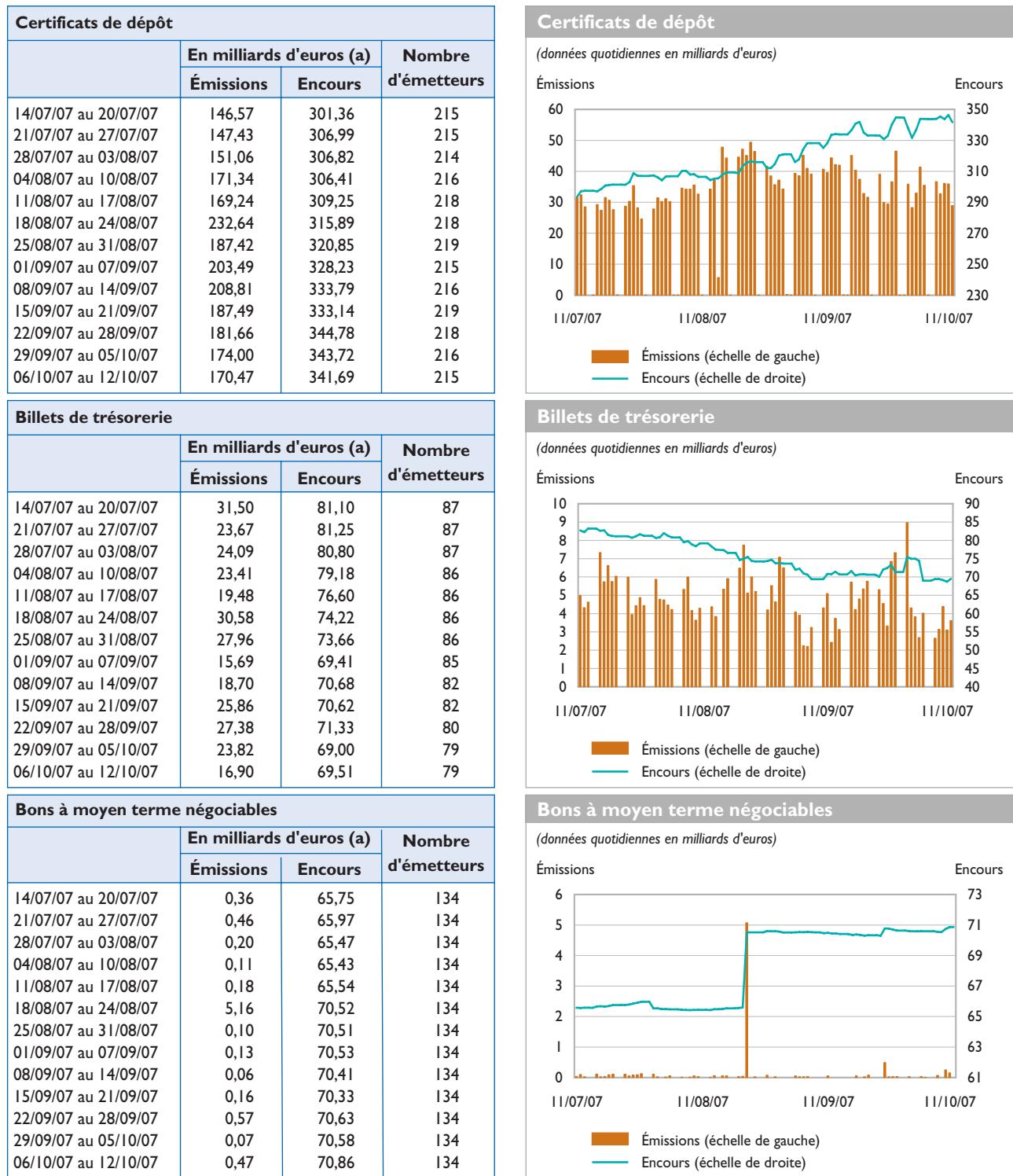
Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 19 octobre 2007

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Figure 32
Titres de créances négociables – France



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

Source : Banque de France

Réalisé le 19 octobre 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 19 octobre 2007

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2006	2007		2007
	déc.	mars	juin	août
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	426,82	463,78	474,81	471,25
OPCVM obligations	191,70	196,94	200,51	
OPCVM actions	332,36	345,82	363,71	
OPCVM diversifiés	297,64	310,73	325,03	
OPCVM de fonds alternatifs	26,83	32,20	36,93	
OPCVM garantis	0,05	0,04	0,04	
Fonds à formule	70,98	71,88	75,39	

Actif net des OPCVM monétaires

(en milliards d'euros)

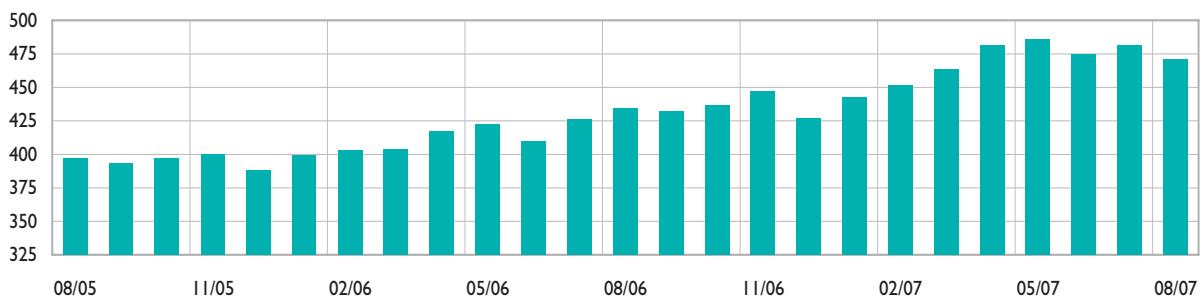


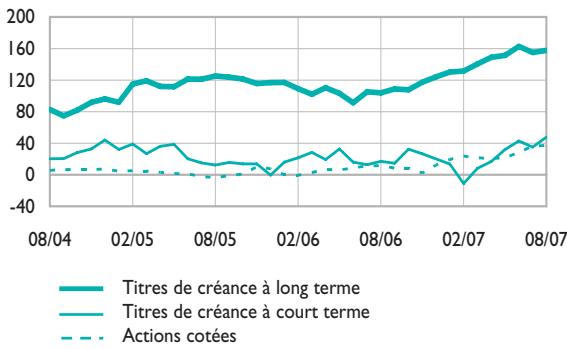
Figure 35**Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)**

(en milliards d'euros)

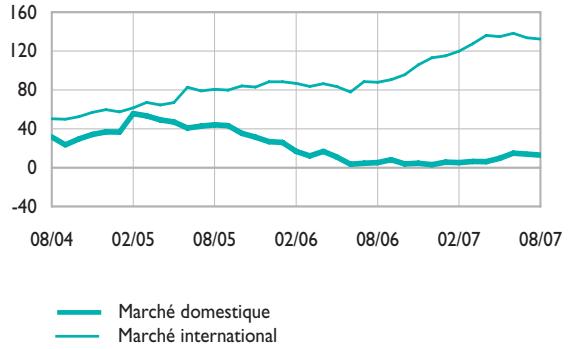
	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	août	12 mois	août	déc.	août
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	2 005,3	2 137,6	2 286,3	205,4	19,0	7,2	9,8
Titres de créance à long terme	1 639,0	1 750,8	1 842,7	157,8	4,0	7,6	9,3
Administrations publiques	858,9	891,4	917,6	34,6	-0,4	3,9	3,9
Institutions financières monétaires (IFM)	486,6	559,6	618,9	106,0	4,4	17,0	20,5
Sociétés hors IFM	293,6	299,7	306,2	17,3	0,1	2,9	6,0
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	443,6	47,6	15,0	5,5	12,0
Administrations publiques	108,5	77,5	101,2	15,0	5,8	-28,3	17,4
Institutions financières monétaires (IFM)	218,0	268,0	293,7	26,0	14,4	22,8	9,7
Sociétés hors IFM	39,7	41,3	48,7	6,6	-5,2	3,0	15,6
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	1 375,0	1 702,9	1 778,7	37,4	1,6	0,7	2,1

Émissions nettes de titres par les résidents français

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

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

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



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

(b) Corrigé des variations de change et autres ajustements

STATISTIQUES

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Figure 36
Émissions d'obligations et d'actions cotées par les résidents français
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	août	12 mois	août	12 mois	août
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	848,0	840,8	860,1	5,1	-1,3	77,0	0,0
Administrations publiques	628,5	639,4	666,2	18,0	0,0	62,2	0,0
Institutions financières monétaires (IFM)	120,3	118,4	115,9	-0,6	-1,1	11,2	0,0
Sociétés hors IFM	99,2	83,0	78,0	-12,3	-0,3	3,5	0,0
Actions françaises cotées							
Total	1 375,0	1 702,9	1 778,7	37,4	1,6	47,9	1,9
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	209,0	7,4	0,0	7,8	0,0
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 569,8	30,0	1,6	40,2	1,9
Émissions nettes d'obligations							
Place financière de Paris							
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)							
	75	50	25	0	-25		
	08/04	02/05	08/05	02/06	08/06	02/07	08/07
Total	15	45	55	40	25	15	25
Administrations publiques	10	35	45	30	15	10	15
IFM	-5	-10	-5	-10	-15	-5	-10
Sociétés hors IFM	5	10	10	10	10	10	10
Émissions nettes d'obligations							
Autres places internationales							
(cumul 12 mois, en milliards d'euros)							
	140	120	100	80	60	40	20
	08/04	02/05	08/05	02/06	08/06	02/07	08/07
Total	45	60	75	85	90	115	135
Administrations publiques	10	15	20	25	30	40	50
IFM	10	15	20	25	30	40	50
Sociétés hors IFM	5	10	15	20	25	35	45

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

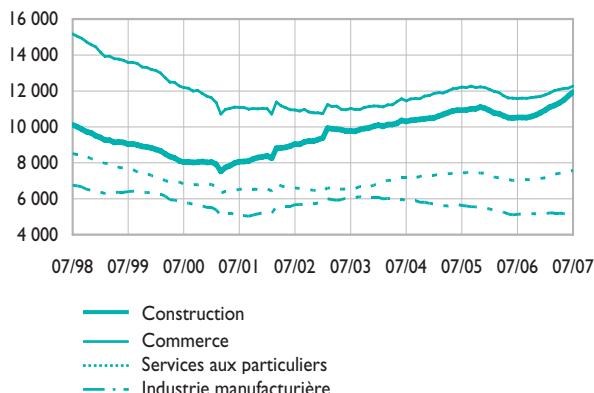
Figure 37
État des défaillances d'entreprises par secteurs – France

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

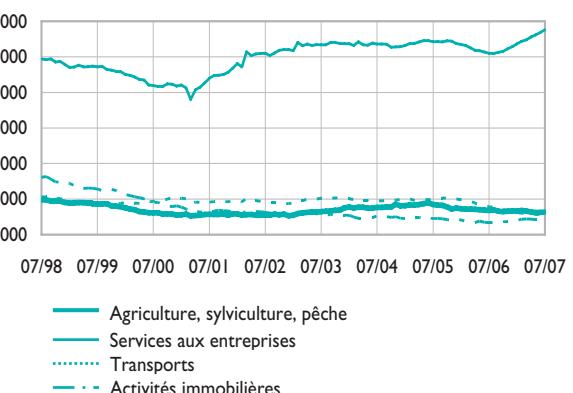
	2006					2007						
	août	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.
Agriculture, sylviculture, pêche	1 697	1 656	1 647	1 657	1 671	1 660	1 680	1 664	1 640	1 622	1 627	1 636
Industrie manufacturière	5 161	5 154	5 171	5 161	5 144	5 159	5 211	5 206	5 199	5 173	5 126	5 092
Agricoles et alimentaires	1 155	1 166	1 187	1 199	1 179	1 213	1 244	1 263	1 291	1 289	1 288	1 296
Biens de consommation	1 591	1 585	1 580	1 567	1 576	1 585	1 620	1 611	1 598	1 589	1 560	1 543
Automobile	62	61	61	70	66	65	69	69	67	63	55	55
Biens d'équipement	972	971	980	985	1 007	988	967	964	959	962	953	945
Biens intermédiaires	1 381	1 371	1 363	1 340	1 316	1 308	1 311	1 299	1 284	1 270	1 270	1 253
Construction	10 526	10 516	10 577	10 655	10 792	10 927	11 096	11 185	11 329	11 480	11 719	11 938
Commerce	11 599	11 593	11 629	11 659	11 699	11 778	11 888	12 013	12 086	12 139	12 152	12 269
Transports	1 777	1 734	1 705	1 677	1 644	1 621	1 603	1 587	1 592	1 572	1 565	1 558
Activités immobilières	1 343	1 355	1 366	1 361	1 369	1 404	1 431	1 442	1 440	1 422	1 426	1 454
Services aux entreprises	6 094	6 122	6 152	6 223	6 290	6 363	6 438	6 477	6 559	6 615	6 679	6 759
Services aux particuliers	7 068	7 054	7 080	7 147	7 137	7 167	7 291	7 374	7 409	7 447	7 518	7 576
Autres (a)	1 261	1 287	1 355	1 424	1 532	1 634	1 724	1 782	1 819	1 849	1 861	1 862
Total des secteurs	46 526	46 471	46 682	46 964	47 278	47 713	48 362	48 730	49 073	49 319	49 673	50 144

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois

(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

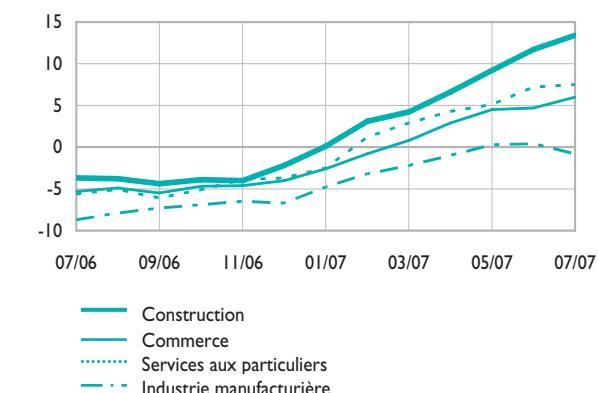


(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes)

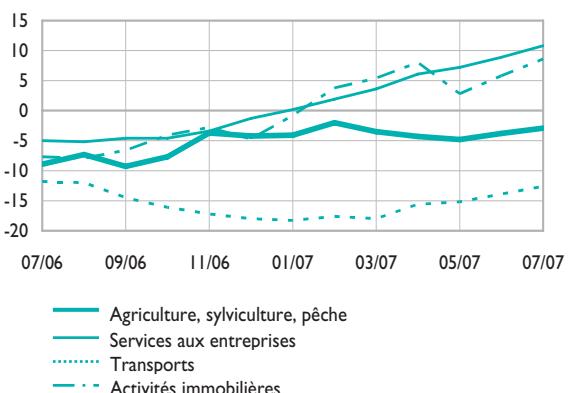


Défaillances d'entreprises en glissement annuel

(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 19 octobre 2007

Figure 38

Systèmes de paiement de masse – France

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

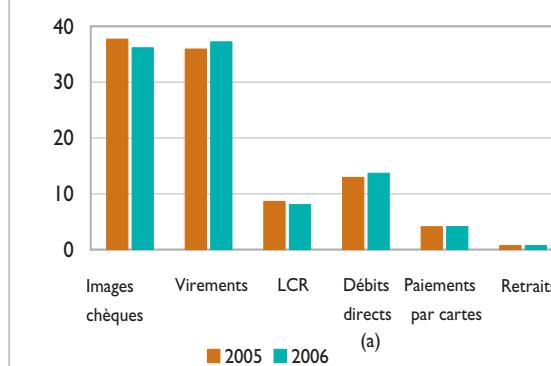
	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					juin	juil.	août	
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	7 223	8 077	5 572	32,3
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	8 486	8 207	6 821	39,5
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 614	1 533	1 639	9,5
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 673	1 697	1 467	8,5
TIP	165	164	159	155	110	88	61	0,4
Télérèglements	457	527	670	842	1 324	842	746	4,3
Paiements par cartes	664	705	772	819	859	904	809	4,7
Retraits	137	133	136	139	143	154	142	0,8
Total	18 319	17 634	18 793	19 727	21 432	21 502	17 257	100,0

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					juin	juil.	août	
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	11 633	11 654	9 457	21,9
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	7 872	7 208	6 191	14,4
LCR	419	408	401	390	386	368	378	0,9
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	7 678	8 022	7 085	16,4
TIP	557	554	511	491	388	399	323	0,7
Télérèglements	7	10	17	27	26	35	24	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	18 024	18 934	17 273	40,1
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 566	2 619	2 368	5,5
Total	44 307	44 845	46 910	47 771	48 573	49 239	43 099	100,0

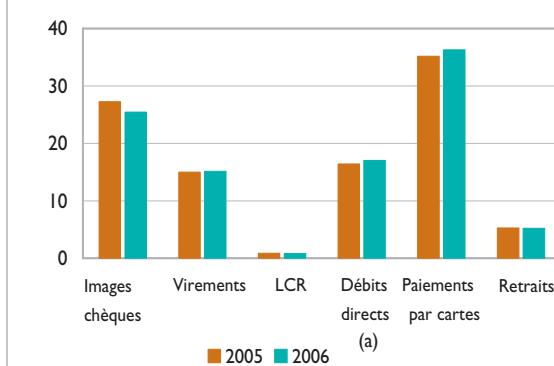
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



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

Figure 39

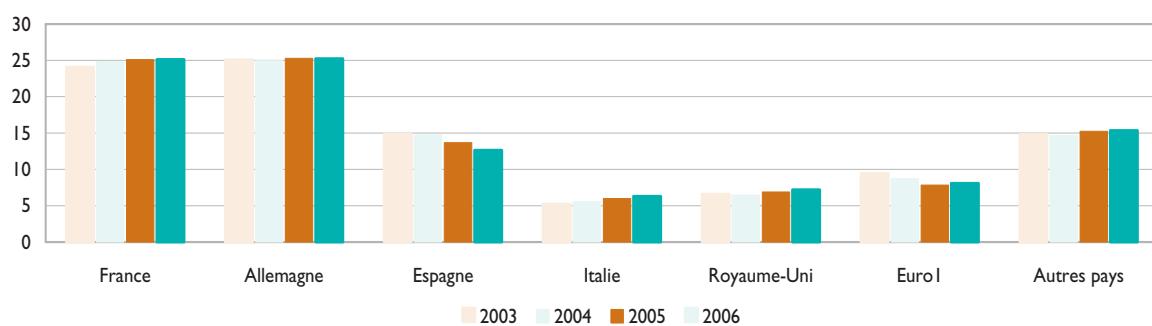
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	
France	448	486	544	588	658	648	661	23,8
Target transfrontière	75	81	95	107	129	120	129	4,6
Target domestique (TBF)	302	338	386	423	458	457	458	16,5
Système net (PNS)	70	67	62	58	71	71	74	2,7
Allemagne (a)	504	488	547	591	676	665	682	24,5
Target transfrontière	141	143	163	183	206	212	222	8,0
Target domestique (ELS puis RTGS+)	364	345	384	408	470	453	460	16,5
Espagne	277	288	296	296	332	342	357	12,8
Target transfrontière	20	23	23	27	37	31	32	1,2
Target domestique (SLBE)	255	265	273	269	295	311	325	11,7
Système net (SEPI) (b)	1	1	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	161	172	197	7,1
Target transfrontière	33	32	41	47	56	55	65	2,3
Target domestique (BI-REL)	64	76	89	101	106	117	133	4,8
Royaume-Uni	122	127	149	169	207	207	203	7,3
Target transfrontière	93	101	114	126	155	153	165	5,9
Target domestique (Chaps Euro)	29	26	35	42	52	54	38	1,4
Euro I (ABE) (d)	175	170	170	189	222	214	236	8,5
Autres pays	275	287	330	360	442	428	448	16,1
Total Union européenne (à 15)	1 899	1 955	2 166	2 342	2 698	2 675	2 784	100,0
Target transfrontière	537	564	651	725	866	853	906	32,5
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 538	1 536	1 567	56,3
Systèmes nets	249	240	233	249	295	286	312	11,2

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

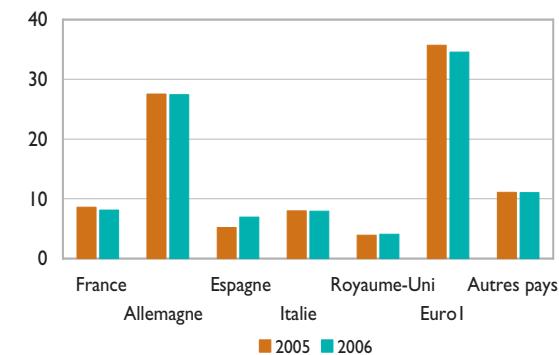
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					avril	mai	juin	
France	43 905	42 509	44 107	43 890	49 663	42 046	49 063	7,8
Target transfrontière	6 804	7 384	8 500	9 631	11 741	10 080	12 254	1,9
Target domestique (TBF)	8 348	8 071	8 589	8 321	9 014	7 477	9 586	1,5
Système net (PNS)	28 753	27 054	27 018	25 937	28 907	24 489	27 223	4,3
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	171 782	157 238	166 586	26,4
Target transfrontière	18 028	19 231	19 847	20 186	21 174	19 732	21 130	3,4
Target domestique (ELS puis RTGS+)	110 569	112 272	121 548	128 427	150 608	137 506	145 457	23,1
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	43 476	40 713	43 415	6,9
Target transfrontière	2 339	2 760	3 408	4 046	4 959	4 709	5 225	0,8
Target domestique (SLBE)	10 783	11 618	23 315	33 393	38 517	36 005	38 190	6,1
Système net (SEPI) (b)	6 981	4 086	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	46 476	47 536	48 800	7,7
Target transfrontière	6 741	7 269	7 799	8 151	9 107	8 958	9 394	1,5
Target domestique (BI-REL)	30 212	27 791	33 246	34 782	37 369	38 577	39 405	6,3
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	25 267	23 239	24 483	3,9
Target transfrontière	11 391	12 799	14 223	16 144	18 706	17 022	18 597	2,9
Target domestique (Chaps Euro)	5 441	5 320	5 866	5 728	6 561	6 217	5 886	0,9
Euro I (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	217 377	205 569	219 058	34,7
Autres pays	52 950	54 895	57 002	59 686	70 915	67 909	79 080	12,5
Total Union européenne (à 15)	451 700	461 647	513 812	541 597	624 956	584 249	630 484	100,0
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	84 275	78 726	85 813	13,6
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	292 069	273 184	294 642	46,7
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	248 613	232 339	250 029	39,7

Évolution des parts de marché de chaque place

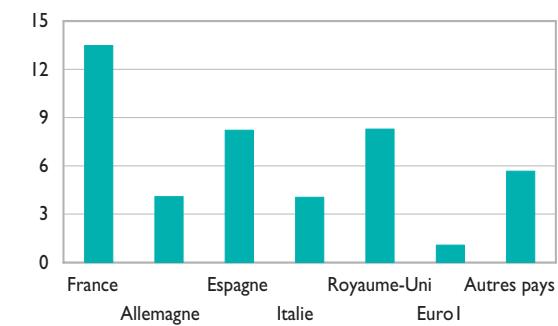
(% des volumes échangés)



Montant moyen d'une opération dans les systèmes

en euro de l'Union Européenne à 15 en juin 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.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 19 octobre 2007

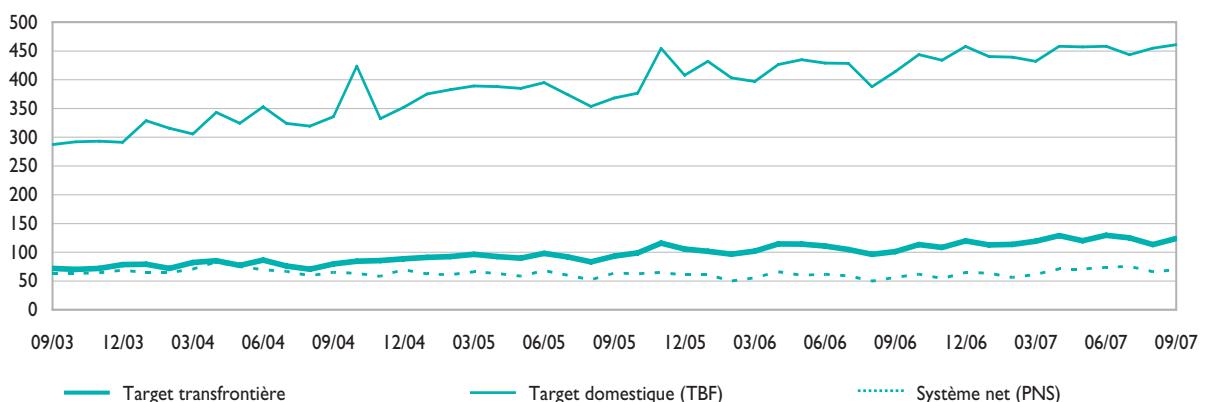
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					juil.	août	sept.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	11,5	11,2	11,3	27,4
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	19,5	18,4	16,5	40,0
Titres mobilisés via le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	4,9	6,6	6,5	15,8
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	7,9	7,8	6,9	16,7
Total	25,3	30,7	33,9	37,2	43,8	44,0	41,2	100,0

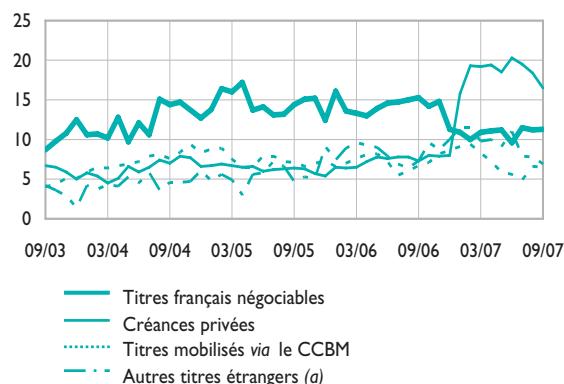
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

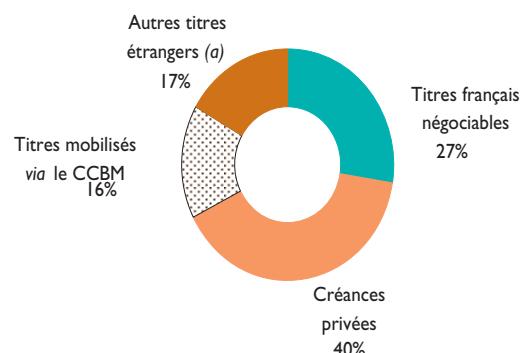


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en septembre 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*¹. Les pondérations, égales à la moyenne des parts à l'importation et à l'exportation, prennent notamment en compte la concurrence sur les marchés tiers (double pondération à l'exportation). Elles sont calculées sur la base des échanges de produits manufacturés en moyenne sur les années 1999 à 2001. Pour les pays de l'Union européenne, les déflateurs utilisés sont les indices de prix à la consommation harmonisés.

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

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

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

I | 2 Balance des paiements

Définitions

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

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

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

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

Mode d'enregistrement

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

¹ Buldorini, Makrydakis et Thimann (2002) : "The effective exchange rates of the euro", BCE, Occasional Paper, n° 2, consultable sur le site de la BCE (<http://www.ecb.int/pub/pdf/scrops/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 soixantequinze jours après la fin du trimestre sont l'occasion d'améliorer la qualité des données, mais également de publier une information plus détaillée. Les révisions annuelles, publiées en mai, concernent non seulement l'année précédente, mais également les deux années antérieures.

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

Secteurs économiques

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

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

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

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

Les grandes composantes de la balance des paiements

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

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

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

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

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

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

Les transferts courants constituent la contrepartie comptable de biens, services, capitaux exportés ou importés gratuitement, c'est-à-dire sans contrepartie apparente ou mesurable. Ils sont ventilés par secteur. Les transferts courants des administrations publiques comprennent notamment la coopération

internationale, les contributions de la France aux dépenses des organisations internationales, les recettes et versements d'impôts en provenance et à destination d'administrations publiques étrangères effectués dans le cadre de conventions fiscales, les versements des administrations de sécurité sociale à des travailleurs ou à d'anciens travailleurs non résidents et à leurs ayant-droits et les opérations avec les institutions européennes, hormis les concours alloués à la France au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) et du FEOGA — section orientation, qui sont enregistrés, conformément à la méthodologie internationale, dans les transferts en capital.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- les **investissements immobiliers et les opérations en capital social**, qui comprennent les créations, acquisitions ou extensions d'entreprises, réalisées sous forme d'acquisitions de titres ou d'actifs productifs, les subventions d'équilibre, les consolidations de prêts, prêts subordonnés et prêts participatifs du secteur bancaire ;
- les **bénéfices réinvestis**, qui correspondent à la part des résultats nets des entreprises investies revenant à la maison-mère au cours d'un exercice comptable diminuée des dividendes versés à la maison-mère au cours du même exercice ;
- les **autres opérations**, qui recouvrent les opérations de prêt, avances, dépôts, à court et long termes, entre sociétés affiliées, à l'exception des crédits commerciaux et des crédits et dépôts entre les banques résidentes et leurs correspondants étrangers, classés en « autres investissements ».

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

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

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

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

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

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

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

I | 3 La position extérieure

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

Conformément aux recommandations du Cinquième manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, les créances et engagements extérieurs de la France sont présentés suivant les mêmes rubriques que la balance des paiements.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

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

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

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

Secteurs économiques

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

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

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

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

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

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

Instruments financiers

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

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

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

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

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

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

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

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

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

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

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

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

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

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

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

POPS = Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä

RTGS = Real-time gross settlement system

SEPI = Servicio Español de Pagos Interbancarios

SLBE = Servicio de Liquidacion del Banco de España

STEP1 = Système de paiement des ordres au détail

Target = Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System ; il se compose des 15 systèmes à 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

Bonnes pratiques

Chiffres clés de la zone euro

SDDS (*Special Data Dissemination Standard*)

Les taux

Statistiques monétaires et bancaires

Balance des paiements et activité financière internationale

Monnaie fiduciaire, moyens et systèmes de paiement

Comptes financiers et endettement

Enquêtes de conjoncture

Statistiques d'entreprises

Réglementation

Séries chronologiques

Statistiques de l'Eurosystème

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

Séries chronologiques

Statistiques monétaires

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

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

Enquêtes de conjoncture

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

- Enquête mensuelle sur le commerce de détail
- Enquête mensuelle dans l'industrie
- Enquête mensuelle dans les services marchands
- Enquête trimestrielle sur l'investissement, les trésoreries et les marges

Balance des paiements

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

- Données mensuelles (France/Extérieur)
- Données annuelles (France/Extérieur : 1946-2006)
- Données annuelles bilatérales (jusqu'en 2006)

Position extérieure

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 mars 2007)

Taux d'intermédiation financière

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

- Change à terme des banques résidentes
- Options de change des banques résidentes
- Créances internationales consolidées des banques françaises, arrêtés trimestriels depuis juin 2003 – Nouvelle méthodologie – et arrêtés trimestriels jusqu'à mars 2003 – Ancienne méthodologie

Comptes nationaux financiers annuels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Comptes nationaux financiers trimestriels (base 2000)

(Méthodologie, consultation des séries)

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

Endettement intérieur total (Ensemble des séries)

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

Situation hebdomadaire de la Banque de France

(1898-1974)

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

Coordonnées des diffuseurs de données économiques

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

Abréviations

| Organismes et institutions

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

| Indices

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

| Pays

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

| Autres sigles

ANF	Agents non financiers
APU	Administrations publiques
BMTN	Bon à moyen terme négociable
BTAN	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel
BTF	Bon du Trésor à taux fixe et à intérêt annuel précompté
CAF-FAB	Coût, assurance, frêt - franco-à-bord

CDO	Obligation sur dette collatéralisée	OPR	Opération principale de refinancement
CDN	Certificat de dépôt négociable	OTC	<i>Over-the-counter</i>
CDS	<i>Credit default swaps</i>	PEL	Plan d'épargne logement
CEL	Compte épargne-logement	PEP	Plan d'épargne populaire
Cjo	Données corrigées des jours ouvrés	PFIT	Période de fixation initiale des taux
CODEVI	Compte pour le développement industriel	PIB	Produit intérieur brut
Cvs	Données corrigées des variations saisonnières	PMI	Petites et moyennes industries
EC	Établissement de crédit	SNF	Sociétés non financières
EI	Entreprise d'investissement	SQS	Sociétés et quasi-sociétés
EIT	Endettement intérieur total	TIP	Titre interbancaire de paiement
EMTN	<i>Euro medium term notes</i>	TMT	Télécoms, médias, technologies
FBCF	Formation brute de capital fixe	TUC	Taux d'utilisation des capacités de production
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>	UE 15	Union européenne à quinze pays (Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède)
IDE	Investissements directs à l'étranger	UE 25	Union européenne à vingt-cinq pays (UE 15 + Chypre, Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Malte, Pologne, République tchèque, Slovaquie, Slovénie)
ISBLM	Institution sans but lucratif au service des ménages	UE 27	Union européenne à vingt-sept pays (UE 25 + Bulgarie, Roumanie)
Isma	Indicateur (Banque de France) synthétique mensuel d'activité	UEM	Union économique et monétaire
LCR	Lettre de change relevé	WTI	<i>West Texas Intermediate</i>
NES 16	Nomenclature économique sectorielle établie par l'INSEE		
OAT	Obligation assimilable du Trésor		
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières		

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

- « Les mauvaises performances du commerce extérieur de la France sont-elles liées à un problème de demande ? », n° 146, février
- « Parts de marché et spécialisation commerciale de l'Allemagne, de la France et de l'Italie », n° 146, février
- « Évolution du taux d'intermédiation financière en France (1994-2004) », n° 146, février
- « La marche vers l'Europe des moyens de paiement scripturaux : le projet SEPA », n° 147, mars
- « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », n° 147, mars
- « La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie – Résultats de l'enquête 2005 », n° 147, mars
- « La soutenabilité des prix de l'immobilier aux États-Unis et en Europe », n° 148, avril
- « La gestion des réserves de change et ses conséquences pour les marchés », n° 148, avril
- « La contagion du risque *via* les impayés sur effets de commerce », n° 148, avril
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 148, avril
- « La crédibilité de la politique monétaire dans une perspective néo-keynésienne », n° 149, mai
- « Les comptes financiers de la Nation en 2005 : nouvel essor de l'endettement des ménages, reprise de celui des entreprises », n° 149, mai
- « La détention du capital des sociétés françaises du CAC 40 par les non-résidents à fin 2005 », n° 149, mai
- « Position nette de la France pour les investissements directs au 31 décembre 2004 », n° 149, mai
- « Les évolutions de la productivité « structurelle » du travail dans les principaux pays industrialisés », n° 150, juin
- « Les grands traits de la Balance des paiements et de la position extérieure de la France en 2005 », n° 150, juin
- « Les crédits nouveaux à l'habitat consentis aux ménages en 2005 », n° 150, juin
- « La stratégie de Lisbonne », n° 151, juillet
- « Les évolutions comparées des prix à la consommation dans les DOM et en métropole », n° 151, juillet
- « Réformes structurelles sur le marché du travail : que nous enseignent les études microéconomiques ? », n° 151, juillet
- « Ratios de sacrifice et rigidités sur le marché du travail », n° 151, juillet
- « Le système bancaire et financier français en 2005 », n° 151, juillet
- « Le coût du crédit aux entreprises », n° 151, juillet
- « Vers une intensification des tensions inflationnistes globales ? », n° 152, août
- « Une banque centrale nationale au sein d'un système fédéral », n° 152, août
- « Modélisation et analyse des mécanismes du Club de Paris de rachat de créances par prépaiement », n° 152, août
- « Réforme de la centralisation des risques : un nouvel éclairage sur les concours accordés aux petites entreprises », n° 152, août
- « Premier éclairage sur les petites et moyennes entreprises de l'industrie française en 2005 à partir de l'échantillon Centrale de bilans », n° 152, août
- « La Banque de France et la gestion des billets », n° 153, septembre
- « Scénarios d'ajustement du solde courant américain : une évaluation avec différentes calibrations de NiGEM », n° 153, septembre
- « Les conséquences du changement de régime fiscal et social des PEL sur l'épargne-logement », n° 153, septembre
- « Le nouveau régime de l'appel public à l'épargne », n° 153, septembre
- « Les marchés financiers comme indicateurs avancés des retournements conjoncturels : le cas américain », n° 153, septembre
- « Les ajustements de prix de production en France et dans la zone euro – Une synthèse à partir de données quantitatives et qualitatives », n° 153, septembre

- « 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'euroïsation 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

- « Évolutions récentes de la productivité : accélération structurelle dans la zone euro et ralentissement structurel aux États-Unis ? », n° 164, août
- « Décomposition de la productivité et dynamiques sectorielles », n° 164, août
- « L'impact macroéconomique des réformes structurelles », n° 164, août
- « La directive sur les services de paiement », n° 164, août
- « Données individuelles et implications macroéconomiques », n° 164, août

- « L'accès des PME aux financements bancaires », n° 165, septembre
- « Dix années de dynamique financière des PME en France », n° 165, septembre
- « La situation économique des PME depuis 1997 en Allemagne », n° 165, septembre
- « Mieux connaître les petites et moyennes entreprises », n° 165, septembre
- « Contribution des PME à la croissance – Revue de la littérature », n° 165, septembre
- « Déterminants du niveau d'innovation dans les PME », n° 165, septembre
- « Les PME et l'accès aux marchés de capitaux en France : un état des lieux », n° 165, septembre
- « Le financement des PME et la réforme de Bâle II », n° 165, septembre
- « Note thématique – *Private equity* », n° 165, septembre
- « Note thématique – Financement des PME et normes comptables », n° 165, septembre

Travaux de recherche de l'Observatoire des entreprises

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

- « Premiers résultats des PMI en 2006 : meilleure rentabilité mais reprise limitée de l'investissement »
- « 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

- « 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)
- « Vieillissement mondial et conséquences macroéconomiques de l'incertitude démographique dans un modèle multi-régions », n° 174, 2007 (en anglais)
- « Incertitude et utilisation d'un taux d'intérêt naturel variable pour la conduite de la politique monétaire », n° 175, 2007 (en anglais)
- « Probabilité d'échanges informés : une application empirique au taux de marché au jour le jour de l'euro », n° 176, 2007 (en anglais)
- « Coefficients aléatoires dans le cadre de la Méthode Généralisée des Moments: Application à la politique monétaire de la FED », n° 177, 2007 (en anglais)
- « Liquidité des marchés financiers et prêteur en dernier ressort », n° 178, 2007 (en anglais)
- « Liquidation forcée de portefeuille », n° 179, 2007 (en anglais)
- « L'investissement indirect en TIC », n° 180, 2007 (en anglais)
- « Tests d'hétérogénéité au sein de la zone euro », n° 181, 2007 (en anglais)
- « Différences dans la politique de taux d'intérêt de la BCE et de la Fed : une analyse structurelle », n° 182, 2007 (en anglais)
- « La réaction des marchés de la zone euro à la publication des statistiques monétaires », n° 183, 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

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

Sommaire du Bulletin officiel de la Banque de France n° 106 (octobre 2007)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (<http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm>).

Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix-des-Petits-Champs, 75001 Paris¹) et dans toutes les succursales de la Banque de France.

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

Banque de France

DR n° 2252 du 11 septembre 2007 — Organisation de la direction générale des Ressources humaines

DR n° 2253 du 13 septembre 2007 — Organisation de la direction générale des Opérations

DR n° 2254 du 13 septembre 2007 — Prestation bénévole de logement

DR n° 2255 du 13 septembre 2007 — Indemnité de licenciement

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 juillet 2007

Modifications apportées à la liste des entreprises d'investissement
– en juillet 2007

Modifications apportées à la liste des établissements exerçant leurs activités en France ou à Monaco
– à fin juillet 2007

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

Banque de France

Adjudications de bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté

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

Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ Nom : _____

Société : _____ Fonction : _____

Adresse : _____

Code postal : _____ Ville : _____

Pays : _____

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ Nom : _____

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

Prénom : _____

Nom : _____

Particulier

Professionnel

Adresse : _____

Fonction : _____

Code postal : _____

Société : _____

Ville : _____

Activité : _____

Pays : _____

Adresse : _____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

**Coupon à renvoyer par fax (01 42 92 29 77),
courriel (abonnement.publication@banque-france.fr)
ou courrier postal à :**

**BANQUE DE FRANCE
Service des Publications économiques et du Site internet
Code courrier 43-1396
75049 PARIS CEDEX 01
France**



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

Innovation, productivité et croissance	49 58/40 26
Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents	90 73
Le coût du crédit aux entreprises	28 56/39 80

Statistiques

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

Secrétaire de rédaction

Raymond Domurado

Maquettistes et opérateurs PAO

Nicolas Besson, Angélique Brunelle, Florence Derboule, 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

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

Impression SG - DISG
SIMA IVRY 25-1168
Dépôt légal : Octobre 2007

