BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

NOVEMBRE 2007

167

BANQUE DE FRANCE

EUROSYSTÈME

102–167

SOMMAIRE

Achevé de rédiger le 30 novembre 2007

Site internet : www.banque-france.fr

ÉDITORIAL

Mondialisation des marchés financiers

Au cours des dernières décennies, la croissance économique a progressé de pair avec l'innovation financière et la mondialisation des marchés financiers. Ce phénomène n'est pas nouveau, mais l'ampleur et la rapidité de l'évolution récente sont sans précédent. Cette évolution a été ponctuée de périodes de crises au cours desquelles la solidité du système a été testée. Nous connaissons depuis cet été un tel épisode. Les événements ne sont pas encore arrivés à leur terme, mais la dynamique de la crise actuelle représente une expérience *in vivo* de la manière dont la mondialisation a modifié la réaction du système financier aux chocs.

Le coût direct des défaillances sur prêts immobiliers à risque (*subprime*) reste globalement limité. Et pourtant, ce qui a commencé comme une saine correction de la sous-évaluation des risques sur ce segment du marché immobilier américain s'est mué en une des principales crises financières des dix dernières années. Certains scénarios considérés comme très improbables se sont concrétisés à grande échelle, tandis que des risques de faiblesse dûment identifiés ne se sont à l'inverse pas matérialisés. Les *hedge funds*, un moment considérés comme une source majeure de risque systémique, ont ainsi mieux résisté que certaines institutions réglementées. Le marché interbancaire, traditionnellement le plus liquide et le plus efficient de tous les marchés, a également subi de graves perturbations, tandis que les marchés d'actions sont restés relativement épargnés. La transmission de la défiance née sur le marché américain des *subprime* à d'autres compartiments, d'autres établissements et d'autres régions a été inattendue, asymétrique et sans rapport avec l'ampleur du choc initial. Cela nous invite à revoir notre lecture de la mondialisation et de la contagion à la lumière des événements actuels.

Quelles sont les conséquences de la mondialisation financière pour les marchés mondiaux de capitaux ?

Tout d'abord, la mondialisation accroît en principe l'efficience des marchés financiers. Les nouvelles informations disponibles sont en effet intégrées dans les prix d'actifs et la recherche permanente d'opportunités d'arbitrage renforce la cohérence du processus de formation des prix (efficience *informationnelle*). La capacité du marché à allouer des ressources de manière optimale est également accrue grâce à une gamme d'instruments plus diversifiée (efficience *allocative*). Le coût des opérations financières baisse rapidement en raison des importants gains de productivité dans le secteur financier et de la forte concurrence entre intermédiaires et marchés (efficience *opérationnelle*). Néanmoins, cette tendance globale à l'efficience se heurte occasionnellement à des « énigmes » que la théorie économique ne sait pas expliquer (par exemple, pourquoi les flux nets de capitaux ne se dirigent pas des pays riches vers les pays pauvres, ou plus récemment, pourquoi les capitaux s'orientent plutôt vers les économies dont les taux d'investissement sont relativement bas).

La maturation rapide des économies et des marchés émergents constitue une autre conséquence marquante de la mondialisation financière. En 2007 et 2008, plus de la moitié de la croissance économique mondiale devrait provenir des pays émergents. Ces derniers se financent de plus en plus avec des titres d'emprunt à long terme et à taux fixe émis en monnaie locale, échappant ainsi à la malédiction du « péché originel », c'est-à-dire à l'incapacité d'emprunter à l'étranger dans sa propre monnaie. Leurs marchés financiers se sont rapidement développés et les primes de risque sur les actifs des marchés émergents ont nettement diminué, reflétant la bonne orientation de leurs fondamentaux économiques. Les actifs des marchés émergents sont ainsi devenus une classe d'actifs

attrayante pour les investisseurs internationaux à long terme. Il n'est donc pas surprenant que jusqu'ici, ces pays n'aient guère été affectés par la crise actuelle des *subprime*, et qu'ils puissent même être parfois considérés comme des « valeurs refuges » !

Mais la mondialisation financière met les banques centrales face à des défis d'envergure.

Tout d'abord, l'incidence sur la politique monétaire. Contrairement à ce que certains analystes ont suggéré, l'intégration des marchés ne conduit pas nécessairement à une égalisation des taux d'intérêt réels dans le monde, et donc à une réduction de la capacité des banques centrales nationales à maîtriser l'inflation. On peut même estimer que la politique monétaire devrait gagner en efficacité, plutôt qu'en perdre, avec la mobilité internationale des capitaux. Mais pour de nombreux pays émergents, d'importantes entrées de capitaux représentent un dilemme pour la politique monétaire, partagée entre la poursuite d'objectifs internes et externes, dans un contexte d'accentuation des tensions inflationnistes.

Un deuxième point concerne le risque de contagion au niveau mondial. Conséquence de l'intégration financière transfrontière, le risque que les chocs de prix ou de liquidité au niveau local s'étendent au monde entier est renforcé. La création de liquidité à grande échelle résultant de la politique monétaire (ou de change) dans un pays donné peut alimenter des bulles spéculatives dans d'autres régions. Des événements éloignés peuvent avoir des répercussions importantes, même sur des institutions ou investisseurs locaux. De nouveaux canaux de contagion ont émergé. Avec l'augmentation des risques échangés sur les marchés, les possibles effets en chaîne d'un assèchement de la liquidité dans certains compartiments ou pour certaines institutions se sont multipliés, et nous constatons actuellement que ce processus peut être totalement imprévu. Les risques sont devenus si « mobiles » que leur localisation même est difficile.

Le troisième point porte sur les déséquilibres mondiaux. Il se peut que la libéralisation des mouvements de capitaux transfrontières ait assoupli les contraintes de financement pour des déficits courants toujours plus grands. Ceci est une évolution positive dès lors qu'elle conduit à une allocation mondiale plus efficiente de l'épargne en déconnectant l'épargne nationale des investissements nationaux. Mais ce faisant, elle pourrait également avoir facilité les déséquilibres mondiaux.

Par ailleurs, la question de la soutenabilité devient essentielle. Alors que les capitaux se déplacent de plus en plus librement à travers les frontières, les régimes de change présentent des degrés de flexibilité très différents. Cette situation entraîne des ajustements asymétriques, entre zones monétaires et également au sein d'une même région, comme en Asie. Globalement, certaines des principales devises flottantes pourraient finir par endosser une plus forte proportion de l'ajustement qu'elles ne le devraient. Le maintien de marchés de capitaux mondiaux intégrés dans un tel environnement pourrait ne pas être soutenable à long terme. Une correction sans heurt des déséquilibres mondiaux pourrait par conséquent nécessiter une plus grande flexibilité de la part des pays disposant d'importants excédents du compte de transactions courantes et d'un régime de change fixe.

Enfin, des systèmes financiers plus efficients sont-ils également devenus plus résilients, c'est-à-dire mieux à même d'absorber les chocs ? Ou la recherche d'une efficience toujours accrue s'opère-t-elle au prix d'une fragilisation de certains mécanismes sous-jacents ? Il sera déterminant pour les banques centrales et les autorités financières d'analyser les évolutions financières dans les prochains mois pour répondre à cette question.

ACTUALITÉ

Document rédigé sur la base des données disponibles le 30 novembre 2007

Faits saillants

La situation économique de la France

- Le produit intérieur brut augmente de + 0,7 % au troisième trimestre, après une croissance de 0,3 % au deuxième trimestre.
- L'indice de production industrielle a baissé en septembre : – 1,3 % pour le secteur manufacturier (– 1,1 % pour l'ensemble de l'industrie, dont – 3,1 % pour l'automobile).
- La consommation des ménages en produits manufacturés en octobre recule de 1,1 %. L'acquis pour le quatrième trimestre à fin octobre est de –1,1 %, après + 1,9 % au troisième trimestre.
- La hausse annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation atteint 2,1 % en octobre, après 1,6 % en septembre.

La monnaie, les placements et les financements

- Dans la zone euro, le taux de croissance annuel de l'agrégat *M3* a légèrement baissé en septembre (11,3 %, après 11,6 %) en raison du net ralentissement de sa composante *M1* (6,1 %, après 6,7 %). Le taux de croissance annuel des autres dépôts monétaires inclus dans *M2* – *M1* a en revanche quelque peu augmenté (15,5 %, après 15,3 %) tandis que celui des instruments négociables inclus dans *M3* – *M2* restait quasi inchangé (18,0 %, après 17,9 %). S'agissant des contreparties de *M3*, la contribution de l'extérieur à la croissance de l'agrégat s'est à nouveau réduite (2,7 points de taux de croissance de *M3*, après 3,3 en août) et la croissance des concours au secteur privé a marqué le pas (11,6 %, après 11,8 %), alors que la contraction des concours aux APU s'est poursuivie à un rythme quasi inchangé (– 4,3 %, après – 4,2 %).
- En France, la croissance des crédits au secteur privé s'est de nouveau renforcée (13,7 %, après 13,0 %), du fait principalement de l'accélération des crédits au secteur financier (39,6 %, après 30,5 %) et, dans une mesure bien moindre, des crédits aux sociétés non financières (12,6 %, après 12,4 %). Le taux de croissance des crédits aux ménages a légèrement baissé (10,8 %, après 11,0 %), sous l'effet de la poursuite du ralentissement graduel des prêts à l'habitat (13,3 %, après 13,5 %).

Les marchés de capitaux

Les craintes quant aux incidences sur le système financier et sur l'économie réelle – notamment américaine – de la dégradation du marché immobilier américain ont continué de dominer le sentiment de marché en octobre. Néanmoins, on a observé une tendance à un recul de l'aversion au risque des participants de marché. Dans ce contexte :

- les taux monétaires et rendements obligataires souverains américains ont continué de s'orienter à la baisse, phénomène qu'on ne retrouve que sur les échéances longues sur les marchés européens ;
- le dollar a continué de se déprécier contre les principales devises, l'euro contre dollar atteignant en cours de mois un plus haut cours historique à 1,4504 ;
- le cours des matières premières a fortement augmenté, le cours du pétrole brut augmentant de 16 % ;
- les anticipations d'inflation à long terme se sont inscrites en hausse ;
- les principales places boursières ont légèrement progressé sur la période.

I| La situation économique de la France

I|1 La croissance et les prix

Un rebond de la croissance au troisième trimestre

Le produit intérieur brut augmente de 0,7 % au troisième trimestre, après + 0,3 % au second. La production marque une accélération dans la plupart des branches. En particulier, la production manufacturière augmente de 1,3 %, après – 0,3 % au deuxième trimestre, la production d'énergie s'élève de 1,9 % -après + 1,8 %- et la production des branches non industrielles augmente de + 0,7 %, après + 0,5 %.

Du côté de la demande, la consommation des ménages reste le principal moteur de la croissance, avec une hausse de + 0,8 % au troisième trimestre, contre + 0,6 % au second.

Au troisième trimestre, l'investissement reprend également de la vigueur (+ 0,6 %, après + 0,4 % au second). Cette reprise est entièrement due aux entreprises, dont l'investissement augmente de + 1,0 %, après + 0,5 % au second trimestre. En effet, l'investissement des ménages a ralenti (+ 0,1 %, après + 0,4 %), et l'investissement des administrations publiques a peu varié (+ 0,1 %, après + 0,2 %).

En revanche, les exportations accélèrent sensiblement (+ 1,7 %, après + 0,7 % au second trimestre), tandis que les importations ralentissent (+ 1,4 %, après + 1,8 %). Au total, le commerce extérieur apporte une contribution légèrement positive à la croissance au troisième trimestre (+ 0,1 point), même si l'acquis pour 2007 est encore négatif (– 0,3 point).

La tenue de l'investissement des entreprises sera décisive pour les perspectives d'activité. Selon l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, les carnets de commandes du secteur des biens d'équipement sont jugés bien pourvus en octobre, dans un contexte de progression du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie. L'activité a nettement progressé dans l'industrie et les perspectives de production sont orientées à la hausse. Par ailleurs, selon l'enquête sur l'investissement dans l'industrie de l'INSEE, les chefs d'entreprise anticipent une hausse de l'investissement en valeur de 4 % en 2007 et de 3 % en 2008.

Certes, en septembre l'indice de production industrielle a baissé de – 1,3 % pour le secteur manufacturier (après + 0,1 % en août) et de – 1,1 % pour l'ensemble de l'industrie (dont – 3,1 % pour l'automobile). Cependant, pour l'ensemble du troisième trimestre, la production industrielle progresse de 1,1 % contre seulement + 0,1 % au second, et de 1,2 % pour l'industrie manufacturière.

Au mois d'octobre, les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés reculent de 1,1 % (dont – 3,6 % pour l'équipement du logement). Les dépenses sur septembre ont été revues de – 0,4 point, à – 0,3 %, et l'acquis à fin octobre pour le quatrième trimestre est de – 1,1 %, contre une hausse de 1,9 % au troisième trimestre.

En novembre, l'indicateur de confiance des ménages enregistre une baisse de 5 points et s'établit à – 28. Tous les soldes composant l'indicateur résumé se replient.

Le solde du commerce extérieur ressort à – 3,1 milliards d'euros en septembre, après – 2,7 milliards en août. Le solde cumulé sur 3 mois se détériore, passant de – 7,1 milliards d'euros en septembre 2006 à – 9,1 milliards en septembre 2007.

Au second trimestre, le taux de chômage s'élève à 8,1 % de la population active en France métropolitaine et à 8,4 % en incluant les DOM.

Au cours du troisième trimestre 2007, selon les résultats provisoires de l'enquête ACEMO, les effectifs salariés augmentent de 0,2 % contre + 0,4 % au cours des trois mois précédents, et de + 1,6 % sur un an.

L'indice du salaire mensuel de base a augmenté de 0,7 % au troisième trimestre, après + 0,6 % au second (+ 2,6 % sur un an). L'indice du salaire horaire de base ouvrier progresse pour sa part de 0,9 % au cours du troisième trimestre (après + 0,6 % au trimestre précédent) et de 2,8 % sur un an.

ENCADRÉ 1

Évolution récente de l'environnement international et zone euro

États-Unis

• Révision à la hausse du PIB au troisième trimestre 2007 : + 4,9 % en variation trimestrielle annualisée, contre + 3,9 % en première estimation et après + 3,8 % au deuxième trimestre 2007
• Hausse de l'inflation mesurée par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation en octobre : + 3,5 % en glissement annuel, après + 2,8 % en septembre. Légère hausse de l'inflation sous-jacente à 2,2 % après 2,1 % en septembre
• Accélération de la productivité horaire au troisième trimestre 2007 (cvs) : + 4,9 % en variation trimestrielle annualisée, après + 2,2 % au trimestre précédent. Décélération de coûts unitaires du travail : + 4,3 % au troisième trimestre, après + 5,1 % au second trimestre
• Légère hausse des ventes au détail en valeur en octobre (cvs) : + 0,2 % en variation mensuelle (+ 0,7 % en septembre) et + 5,2 % en glissement annuel (+ 4,9 % en septembre)
• Baisse de l'indice OFHEO des prix immobiliers : – 0,4 %, en variation trimestrielle au troisième trimestre 2007, après + 0,1 % au deuxième trimestre
• Déficit de la balance des biens et services en septembre : 56,5 milliards de dollars, après 56,8 milliards en août

Japon

• PIB au troisième trimestre 2007 (prix constants, cvs) : + 0,6 % en variation trimestrielle, après – 0,4 % au deuxième trimestre 2007.
• Hausse de l'indice PMI du secteur manufacturier (cvs) en novembre : 50,8, contre 49,5 en octobre
• Taux de chômage en octobre (cvs) : 4,0 % comme en septembre
• Indice des prix à la consommation en octobre : + 0,3 % sur un an, après – 0,2 % en septembre. Indice des prix à la consommation hors produits énergétiques et produits alimentaires : – 0,3 % sur un an comme en septembre
• Dépenses de consommation des ménages en octobre (volume) : + 0,6 % sur un an, après + 3,2 % en septembre
• Rémunération nominale des salariés par tête en septembre : – 0,5 % sur un an, après + 0,6 % en août
• Excédent commercial en octobre (données brutes des douanes en valeur) : + 1 018,6 milliards de yens, soit 6,18 milliards d'euros, contre + 613,38 milliards de yens en octobre 2006, soit 4,1 milliards d'euros

Royaume-Uni

• PIB au troisième trimestre 2007 (deuxième estimation) : + 0,7 % en variation trimestrielle, après + 0,8 % au deuxième trimestre
• Inflation mesurée par le glissement annuel de l'IPCH : + 2,1 % en octobre, après + 1,8 % en septembre
• Taux de chômage au troisième trimestre à 5,4 % comme au deuxième trimestre
• Déficit commercial en septembre : 7,6 milliards de livres, contre 6,9 milliards de livres en août

Zone euro

• D'après les premières estimations d'Eurostat, le PIB a augmenté de 0,7 % au cours du troisième trimestre 2007 (+ 0,8 % et + 0,3 % respectivement au premier et deuxième trimestre 2007, chiffres inchangés), soit + 2,7 % (révisé de + 0,1 point) en glissement annuel au troisième trimestre, après + 2,5 % au deuxième trimestre
• Baisse de 0,7 % de la production industrielle en septembre, après + 1,2 % en août, soit un glissement annuel de + 3,5 %, contre + 4,5 % en août (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 (revu de + 0,1 point)
• Progression du volume des ventes du commerce de détail de 0,3 % en septembre, après une stabilité au cours du mois d'août (revu de – 0,1 point) ; le glissement annuel s'établit à + 1,6 % en septembre, après + 0,8 % en août (revu de – 0,2 point)
• Taux de chômage à 7,3 % en septembre, contre + 7,4 % en août (corrigé de + 0,5 point). Baisse de – 0,8 point sur un an
• Estimation rapide de l'indice PMI du mois de novembre : 52,6 dans le secteur manufacturier (51,5 en octobre) et 53,7 dans les services (55,8 en octobre)
• Glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) estimé à + 3,0 % en novembre, contre + 2,6 % en octobre
• En septembre, solde excédentaire du commerce extérieur de 3,1 milliards d'euros (en données brutes en valeur), après + 2,3 milliards en septembre 2006. Sur la période comprise entre janvier et septembre 2007, l'excédent atteint 23,1 milliards d'euros, contre un déficit de 22,5 milliards sur la même période de 2006.

Hausse du taux d'inflation

En septembre, les prix de la production industrielle progressent de 0,4 %. Sur un an, ils augmentent de 2,7 %.

Le cours du brent en dollar est en hausse en octobre (+ 7,5 % par rapport au mois précédent et + 5,0 % pour le prix du baril en euros).

En octobre, le glissement annuel de l'indice harmonisé des prix atteint + 2,1 %, après + 1,6 % en septembre. En glissement annuel, les prix des produits manufacturés évoluent peu (+ 0,2 %) tandis que ceux des services (+ 2,5 %), de l'énergie (+ 5,2 %) et de l'alimentation sont en hausse.

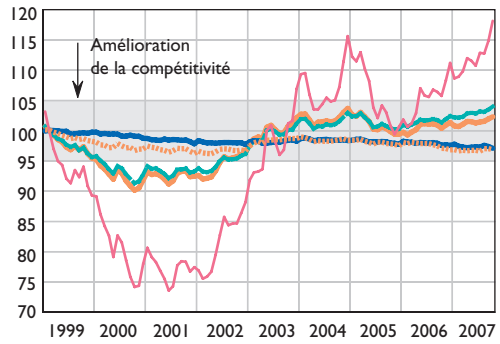
ENCADRÉ 2

Compétitivité de l'économie française

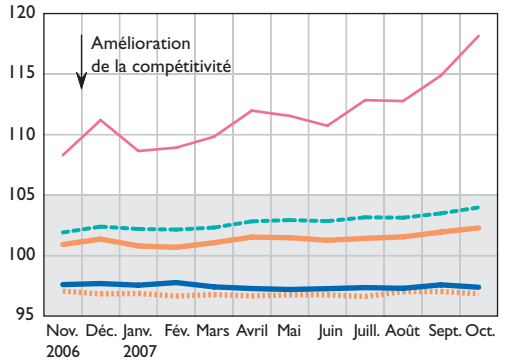
Mesurée par les prix à la consommation

(indices base 100 = 1er trimestre 1999)

... depuis 1999



... sur un an

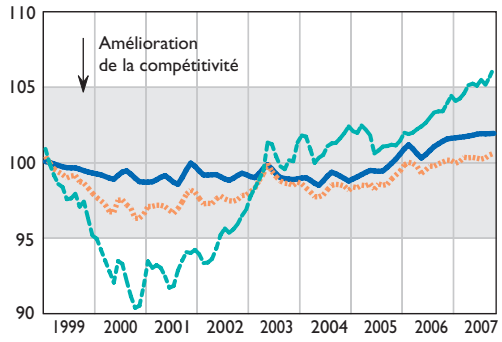


- Vis-à-vis d'un ensemble de 56 partenaires
- Vis-à-vis des pays industrialisés
- Vis-à-vis des partenaires de l'Union européenne à 25
- Vis-à-vis des partenaires de la zone euro
- Vis-à-vis des États-Unis
- Écart de + ou – 5 % par rapport au premier trimestre 1999

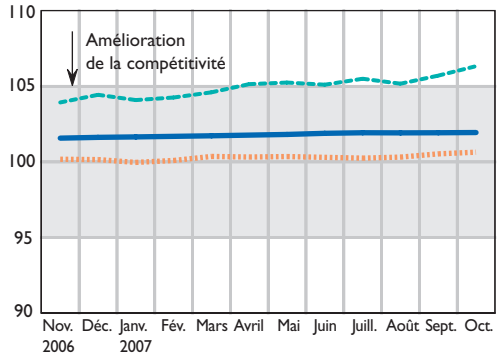
Mesurée par les coûts salariaux unitaires de l'ensemble de l'économie

(indices base 100 = 1er 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

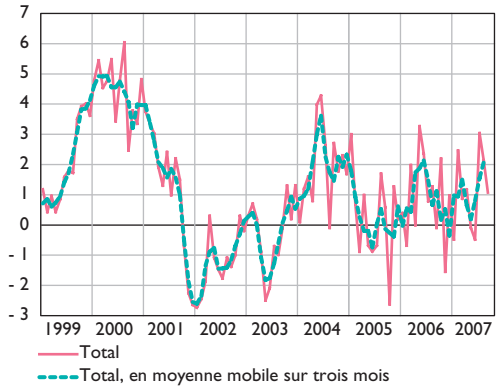
Note : La composition des groupes de pays cités est décrite dans la notice méthodologique de la partie « Statistiques » du présent Bulletin.

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

Croissance et prix : indicateurs conjoncturels

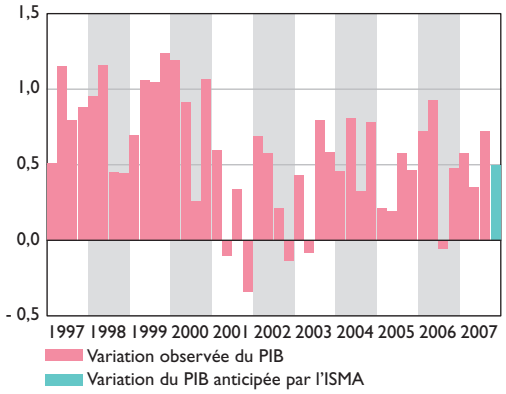
Production industrielle hors BTP

(glissement annuel, en %)



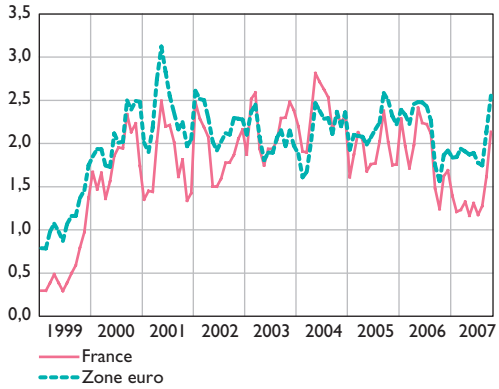
ISMA et PIB

(variation trimestrielle cvs-cjo, en %)



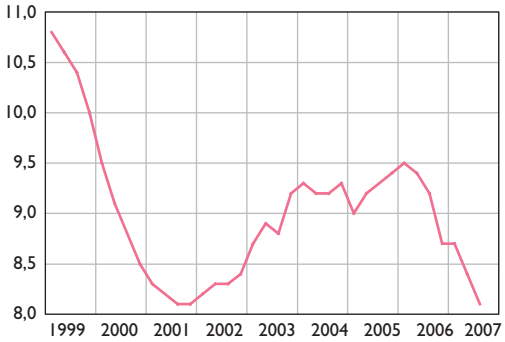
Indice harmonisé des prix à la consommation

(glissement annuel, en %)



Taux de chômage au sens du BIT

(niveau trimestriel, 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	T3	Moyenne annuelle		
Produit intérieur brut	0,2	0,2	0,6	0,5	0,7	0,9	- 0,1	0,5	0,6	0,3	0,7	1,7	2,2	1,8
Importations	0,5	0,7	2,5	3,3	0,9	3,0	- 0,8	1,1	0,9	1,8	1,4	5,4	7,1	4,2
Dépenses de consommation des ménages	0,6	0,0	0,6	0,7	0,9	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	0,8	2,2	2,3	1,9
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	0,3	0,9	1,6	1,4
FBCF totale	0,7	0,9	1,8	0,6	0,5	1,9	0,6	1,3	1,2	0,4	0,6	4,1	4,1	3,6
dont Entreprises non financières	*0,0*	*0,0*	*2,3*	*0,5*	*0,2*	*2,7*	*0,8*	*1,9*	*1,4*	*0,5*	*1,0*	*2,7*	*4,6*	*4,7*
Ménages	*1,2*	*2,4*	*0,7*	*1,2*	*1,4*	*1,0*	*0,9*	*- 0,4*	*0,3*	*0,4*	*0,1*	*6,2*	*4,5*	*1,0*
Exportations	- 0,6	0,5	3,0	1,2	3,2	1,2	- 1,3	1,0	1,5	0,7	1,7	3,2	6,3	3,3
Contributions à la croissance														
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,2	0,8	0,5	0,7	0,8	0,3	0,5	0,6	0,5	0,6	2,2	2,4	2,1
Variations de stocks	0,0	0,0	- 0,3	0,5	- 0,6	0,7	- 0,3	0,0	- 0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	- 0,3	- 0,1	0,1	- 0,6	0,6	- 0,5	- 0,1	0,0	0,1	- 0,3	0,1	- 0,6	- 0,3	- 0,3

Source : INSEE – Comptes trimestriels du 14 novembre 2007 (premiers résultats du troisième trimestre 2007)

1|2 La balance des paiements

Les résultats en septembre 2007

Le solde cvs-cjo des *transactions courantes* passe de – 1,7 milliard en août à – 2,3 milliards en septembre, soit une dégradation de 0,6 milliard d'un mois à l'autre. Le déficit des biens s'accentue de 0,7 milliard pour atteindre – 3,6 milliards. L'augmentation du solde des services (0,5 milliard) compense en partie la baisse de l'excédent des revenus (– 0,3 milliard).

Dans le *compte financier,* les *investissements directs* font apparaître des sorties nettes de 2,6 milliards, proches de celles enregistrées le mois précédent. Par rapport au mois d'août, les investissements tant français à l'étranger qu'étrangers en France sont en forte hausse, les uns comme les autres sous l'effet d'une vive progression des prêts intra-groupe. Sur les douze derniers mois, les investissements de l'étranger et plus encore les investissements à l'étranger s'accroissent par rapport à 2006.

Les *investissements de portefeuille* présentent un solde voisin de l'équilibre en septembre (– 0,4 milliard d'euros). Les résidents ont vendu des titres étrangers à hauteur de 4,8 milliards. Ils ont cédé des instruments du marché monétaire (pour 9,6 milliards) et, comme en août, des titres d'OPCVM (1,6 milliard), tandis qu'ils ont acquis des actions et des obligations, pour des montants toutefois largement inférieurs à leur niveau moyen mensuel depuis le début de l'année. Pour leur part, les non-résidents ont vendu des titres du marché monétaire (pour 4,7 milliards) et ont eu un comportement neutre sur les autres catégories de titres. En cumul sur les douze derniers mois, les résidents ont acheté pour 172,0 milliards de titres, soit près de 100 milliards de moins qu'en 2006. Ils ont notamment réduit à presque rien leurs achats nets d'actions et titres d'OPCVM. Sur la même période, les non-résidents ont réduit de quelque 30 milliards leurs achats de titres français par rapport à 2006, à 180,7 milliards.

Les « *autres investissements* » se soldent par des entrées nettes de 24,2 milliards en septembre, poursuivant la tendance à l'œuvre depuis janvier 2006. À noter toutefois, pour le deuxième mois consécutif, une forte contraction des avoirs des IFM, notamment vis-à-vis des pays situés à l'extérieur de la zone euro.

La balance des paiements simplifiée

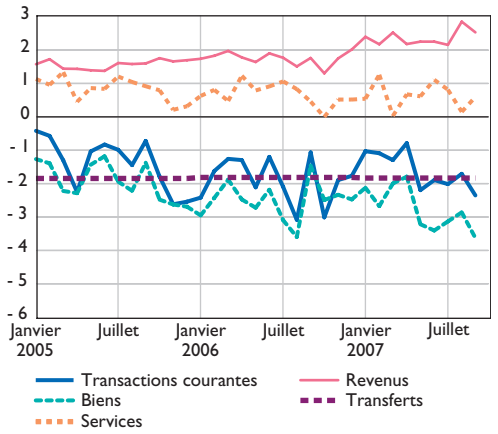
(en milliards d'euros)

	Cumuls 12 mois (données brutes)			Cumuls 3 mois glissants (cvs-cjo) (a)		Montants mensuels (cvs-cjo) (a)		
	Déc. 2005 (b)	Déc. 2006 (b)	Sept. 2007 (c)	Sept. 2006 (b)	Sept. 2007 (c)	Juillet 2007 (c)	Août 2007 (c)	Sept. 2007 (c)
Compte de transactions courantes	**- 15,7**	**- 22,5**	**- 19,7**	**- 6,2**	**- 6,1**	**- 2,0**	**- 1,7**	**- 2,3**
Biens	- 23,0	- 30,0	- 32,2	- 8,1	- 9,6	- 3,1	- 2,9	- 3,6
Services	10,6	8,3	6,9	2,3	1,5	0,8	0,1	0,6
Revenus	18,7	21,0	27,6	5,0	7,5	2,1	2,8	2,5
Transferts courants	- 22,1	- 21,7	- 22,0	- 5,4	- 5,5	- 1,8	- 1,8	- 1,8
Compte de capital	**0,5**	**- 0,2**	**1,7**	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,0**	**0,0**
Compte financier	**- 10,5**	**63,9**	**45,5**	**22,9**	**32,7**	**11,5**	**3,1**	**18,2**
Investissements directs	- 32,1	- 27,1	- 50,3	- 12,5	- 18,0	- 12,3	- 3,1	- 2,6
- Français à l'étranger	*- 97,3*	*- 91,7*	*- 144,4*	*- 21,6*	*- 43,7*	*- 19,5*	*- 7,9*	*- 16,3*
- Étrangers en France	*65,2*	*64,6*	*94,1*	*9,1*	*25,7*	*7,2*	*4,8*	*13,8*
Investissements de portefeuille	- 13,7	- 59,5	8,8	- 24,2	- 15,4	6,6	- 21,6	- 0,4
- Avoirs	*- 194,5*	*- 270,5*	*- 172,0*	*- 76,0*	*- 9,4*	*- 1,0*	*- 13,3*	*4,8*
dont actions et titres d'OPCVM	*- 42,9*	*- 48,3*	*- 1,0*	*- 26,7*	*- 3,5*	*11,3*	*- 11,8*	*- 3,0*
- Engagements	*180,8*	*211,0*	*180,7*	*51,8*	*- 6,0*	*7,6*	*- 8,4*	*- 5,2*
dont actions et titres d'OPCVM	*52,6*	*58,8*	*45,0*	*21,4*	*6,1*	*10,4*	*- 3,9*	*- 0,4*
Produits financiers dérivés	5,2	3,3	- 6,7	2,1	- 1,7	- 1,2	2,1	- 2,6
Autres investissements	23,0	155,9	100,4	61,2	71,6	20,4	27,0	24,2
dont IFM	*- 2,3*	*135,6*	*77,7*	*64,5*	*51,2*	*22,0*	*4,8*	*24,4*
Avoirs de réserve	7,1	- 8,8	- 6,6	- 3,6	- 3,8	- 2,0	- 1,3	- 0,5
Erreurs et omissions (d)	**25,7**	**- 41,3**	**- 27,5**	**- 19,3**	**- 28,5**	**- 10,3**	**- 1,0**	**- 17,2**

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

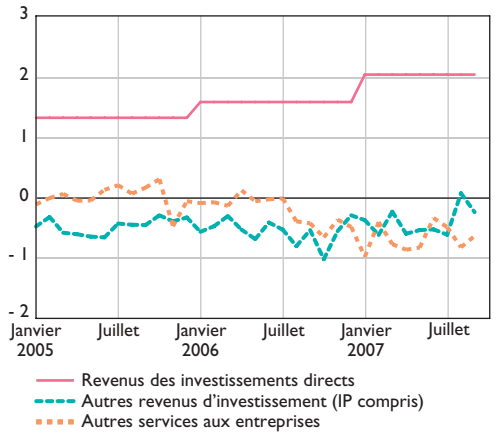
Transactions courantes
Soldes – 1 (a)

(en milliards d'euros)



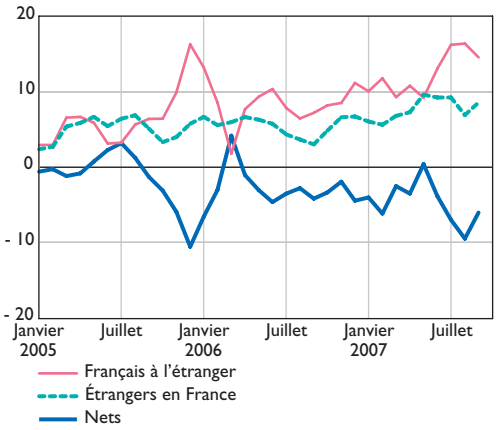
Transactions courantes
Soldes – 2 (a)

(en milliards d'euros)



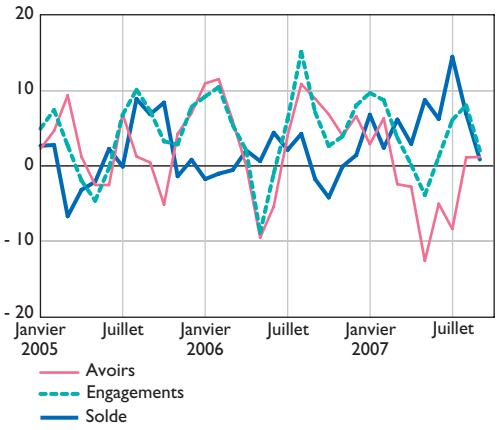
Investissements directs (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



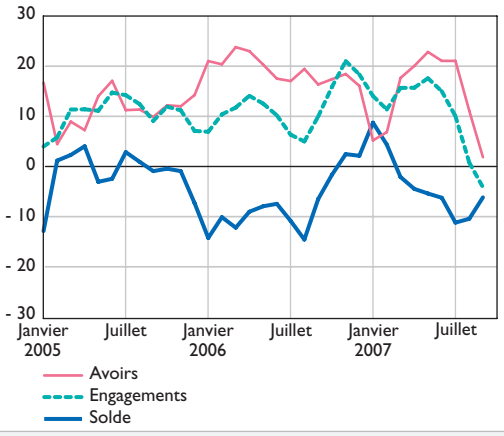
Investissements de portefeuille – Actions (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



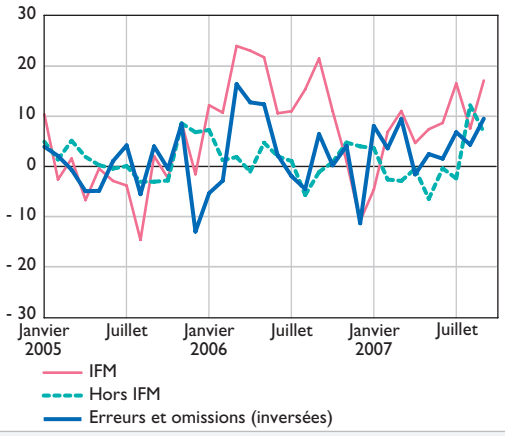
Investissements de portefeuille – Titres de dette (b)
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



Autres investissements – Erreurs et omissions
(moyenne mobile sur 3 mois)

(en milliards d'euros)



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

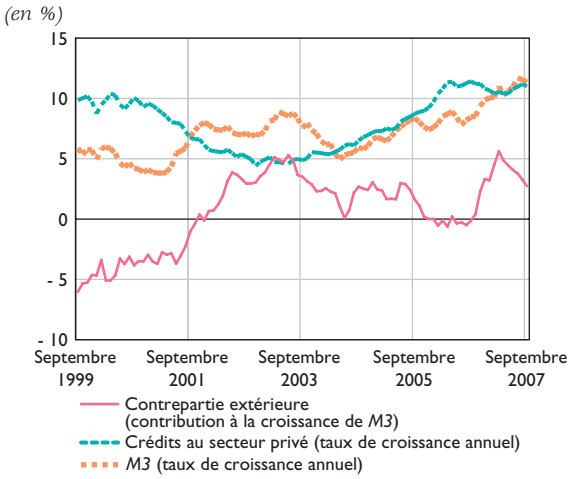
2| La monnaie, les placements et les financements

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

Dans la zone euro, le taux de croissance annuel cvs de l'agrégat *M3* a légèrement diminué en septembre (11,3 %, après 11,6 % en août) tandis que sa moyenne mobile sur trois mois restait quasi inchangée (11,5 % pour la période allant de juillet à septembre, après 11,4 % pour la période allant de juin à août). Cet infléchissement a principalement résulté du net ralentissement de *M1* (6,1 %, après 6,7 %), alors que le taux de croissance des autres dépôts monétaires inclus dans *M2 – M1* a légèrement augmenté (15,5 %, après 15,3 %), de même que celui des instruments négociables inclus dans *M3 – M2* (18,0 %, après 17,9 %).

Au sein des contreparties de *M3*, le léger ralentissement des concours au secteur privé (11,6 %, après 11,8 %) a concerné aussi bien les crédits (11,0 %, après 11,2 %) que les portefeuilles de titres (15,5 %, après 15,6 %). La contribution de la contrepartie extérieure à la croissance de *M3* a également nettement diminué (2,7 points de croissance annuelle de *M3*, après 3,3 points à fin août).

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



Source : BCE

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

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

	Encours à fin septembre 2007	Taux de croissance annuel (a)		Part dans la zone euro Septembre 2007
		Août 2007	Septembre 2007	
Zone euro (b)				
Agrégats monétaires (en données cvs)				
Billets et pièces en circulation	610,6	8,7	8,2	
+ Dépôts à vue	3 209,1	6,3	5,7	
= M1	**3 819,7**	**6,7**	**6,1**	
+ Autres dépôts monétaires	3 317,4	15,3	15,5	
= M2	**7 137,0**	**10,5**	**10,2**	
+ Instruments négociables	1 261,6	17,9	18,0	
= M3	**8 398,6**	**11,6**	**11,3**	
Crédits au secteur privé (en données cvs)	**9 956,6**	**11,2**	**11,0**	
Créances sur le secteur privé (en données cvs)	**11 642,3**	**11,8**	**11,6**	
France				
Principaux actifs monétaires (c)				
Dépôts à vue	474,2	7,3	7,0	14,8
Comptes sur livret	429,1	5,4	5,2	28,6
Dépôts à terme ≤ 2 ans	103,1	62,6	67,8	5,7
Titres d'OPCVM monétaires	349,7	9,1	3,7	51,3
Titres de créance ≤ 2 ans	122,3	11,1	50,0	43,2
Crédits au secteur privé (c)	**1 705,8**	**13,0**	**13,7**	17,1

(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 diminué (5,7 %, après 6,3 % en août). Celui des comptes sur livret a de nouveau légèrement baissé (5,2 %, après 5,4 %) alors que celui des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans, déjà très élevé, a encore sensiblement augmenté (67,8 %, après 62,6 %). La croissance des titres d'OPCVM monétaires a très fortement décéléré (3,7 %, après 9,1 %) cependant que les titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans enregistraient une vive poussée (50,0 %, après 11,1 %).

2|2 L'endettement intérieur total – France

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total a fléchi en septembre (9,2 %, après 9,8 %) sous l'effet de la décélération de l'endettement des sociétés non financières (12,2 %, après 12,8 %), des administrations publiques (4,9 %, après 5,6 %) et, dans une moindre mesure, des ménages (10,8 %, après 11,0 %).

Endettement intérieur total – France

(taux de croissance annuel en %)

	Sept. 2006	Août 2007	Sept. 2007
Endettement intérieur total	**7,4**	**9,8**	**9,2**
Sociétés non financières	8,7	12,8	12,2
Ménages	11,9	11,0	10,8
Administrations publiques	3,1	5,6	4,9

La croissance annuelle des crédits consentis par les institutions financières résidentes aux agents non financiers s'est très légèrement renforcée (11,2 %, après 11,1 %) du fait de l'accélération des crédits aux administrations publiques (9,4 %, après 8,9 %) et aux sociétés non financières (12,1 %, après 11,9 %), alors que la croissance des crédits aux ménages a continué de se modérer graduellement (10,8 %, après 11,0 %).

Endettement intérieur total par source de financement – France

(taux de croissance annuel en %)

	Sept. 2006	Août 2007	Sept. 2007
Endettement intérieur total	**7,4**	**9,8**	**9,2**
Crédits obtenus auprès des institutions financières résidentes	11,0	11,1	11,2
Crédits obtenus auprès des non-résidents (a)	15,6	20,5	18,7
Financements de marché	1,2	5,1	4,2

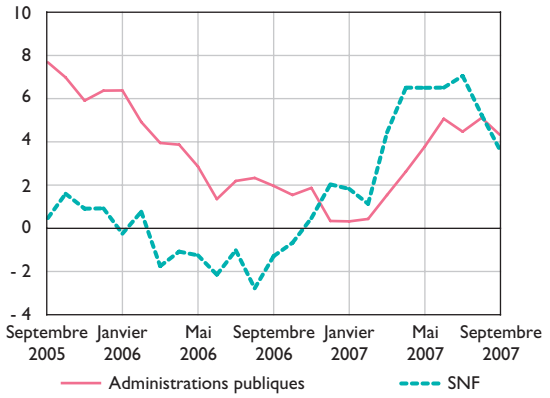
(a) Données estimées

2|3 L'endettement sur les marchés

Le taux de croissance annuel des financements de marché a connu une baisse sensible (4,2 %, après 5,1 %), plus accentuée pour les émissions des sociétés non financières (3,6 %, après 5,3 %) que pour celles des administrations publiques (4,3 %, après 5,1 %).

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 septième mois consécutif, le taux de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les institutions financières monétaires a augmenté en septembre (13,6 %, après 13,0 % en août) : cette accélération a concerné aussi bien les crédits au secteur privé (14,0 %, après 13,3 %) que ceux consentis aux administrations publiques (9,8 %, après 9,3 %).

Crédits par agents et par objets

(taux de croissance annuel en %)

	Sept. 2006	Août 2007	Sept. 2007
Crédits des IFM (a)	**11,9**	**13,0**	**13,6**
aux APU	*9,4*	*9,3*	*9,8*
au secteur privé	*12,1*	*13,3*	*14,0*
dont :			
Crédits des EC aux ménages (b)	12,4	11,0	10,9
dont : *Trésorerie*	*7,4*	*3,9*	*3,4*
Habitat	*15,5*	*13,5*	*13,3*
Crédits des EC aux SNF	11,0	12,4	12,6
dont : *Trésorerie*	*13,8*	*15,4*	*14,4*
Investissement	*9,8*	*9,7*	*9,9*
Crédits des EC au secteur financier	21,6	30,5	39,6
dont : *Clientèle financière*	*10.5*	*31,7*	*43,0*
Assurances	*57,5*	*27,5*	*31,7*

(a) Hors crédits FCC.
(b) N'incluent pas les crédits de trésorerie distribués aux ISBLM.

Le taux de croissance annuel des crédits aux ménages (hors institutions sans but lucratif au service des ménages — ISBLM) a légèrement fléchi en septembre (10,9 %, après 11,0 %) du fait du ralentissement des crédits à l'habitat (13,3 %, après 13,5 %) et des crédits de trésorerie (3,4 %, après 3,9 %). En revanche, la croissance des crédits aux sociétés non financières s'est renforcée (12,6 %, après 12,4 %) sous l'effet d'une légère accélération des crédits à l'investissement (9,9 %, après 9,7 %) et en dépit du ralentissement des crédits de trésorerie (14,4 %, après 15,4 %). La croissance des crédits au secteur financier, déjà très soutenue, s'est encore accentuée (39,6 %, après 30,5 %).

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

Les taux d'intérêt moyens des crédits nouveaux ont continué d'augmenter en septembre, de façon prononcée pour les ménages (5,67 %, après 5,53 %) et un peu moins sensible pour les sociétés non financières (5,03 %, après 4,95 %).

• Du côté des ménages, la hausse des taux a concerné toutes les catégories de concours. Elle a repris de façon très marquée pour les découverts (11,22 %, après 10,75 %) et s'est poursuivie pour les crédits à l'habitat assortis d'une période de fixation initiale du taux (PFIT) inférieure à un an (4,64 %, après 4,53 %) et ceux de PFIT supérieure (4,43 %, après 4,33 %). Elle a été modeste ce mois-ci pour les crédits à la consommation (6,93 %, après 6,90 %).

• S'agissant des concours consentis aux sociétés non financières, le taux moyen des découverts a légèrement diminué (5,38 %, après 5,41 %). En revanche, le taux moyen des crédits échéancés a augmenté sensiblement pour ceux de PFIT inférieure à un an (5,10 %, après 4,95 %) et de façon un peu moins marquée pour ceux de PFIT supérieure (4,88 %, après 4,78 %).

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

Confrontés à des rachats très importants depuis le mois d'août, les OPCVM « monétaires » ont enregistré à fin septembre une décollecte à l'aune des flux de souscriptions nettes cumulés sur douze mois. Parallèlement, la décollecte sur les OPCVM « obligations » s'est poursuivie, tout en ralentissant quelque peu par rapport au mois précédent, et le flux annuel de souscriptions nettes d'OPCVM diversifiés s'est à nouveau fortement réduit. Le flux de souscriptions nettes d'OPCVM « actions » cumulé sur douze mois a également diminué tout en étant encore légèrement positif à fin septembre.

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

(flux sur douze mois/encours, en %)

	Déc. 2005	Déc. 2006	Août 2007	Sept. 2007
OPCVM monétaires	9,0	7,4	0,4	- 3,9
OPCVM obligations	4,1	- 1,0	- 6,4	- 5,3
OPCVM actions	5,7	6,5	1,4	0,5
OPCVM diversifiés	10,2	26,9	9,4	3,6

Source : Europerformance-Groupe Fininfo

ENCADRÉ 3

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

Obligations émises à Paris

(en milliards d'euros)

	Émissions nettes				Émissions brutes			Encours à fin oct. 2007
	Année 2006	Oct. 06 à sept. 07	Nov. 06 à oct. 07	Oct. 2007	Oct. 06 à sept. 07	Nov. 06 à oct. 07	Oct. 2007	
Sociétés non financières	- 14,6	- 11,6	- 10,1	- 0,4	2,3	2,7	0,4	54,9
État	14,8	20,6	26,4	- 11,4	63,2	60,8	3,7	626,0
Autres administrations publiques	- 4,0	- 1,5	- 4,3	- 2,7	0,1	0,1	0,0	32,9
Institutions financières monétaires	- 2,1	- 2,5	0,6	2,7	10,4	13,5	4,1	118,2
Institutions financières non monétaires	- 1,9	- 0,7	- 0,8	- 0,4	1,0	1,0	0,0	22,1
Total	**- 7,9**	**4,3**	**11,9**	**- 12,2**	**77,0**	**78,1**	**8,2**	**854,0**

Le montant des émissions obligataires des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois d'octobre 2007 s'est élevé à 8,2 milliards d'euros, après 8,1 milliards d'euros le mois précédent.

L'agence France Trésor a émis en octobre trois nouvelles tranches, dont une OATi, pour un montant total de 3,7 milliards d'euros, représentant 45,1 % des émissions sur la place de Paris. Elle a remboursé une ligne d'OAT d'un montant de 15,1 milliards d'euros.

ENCADRÉ 4

Structure et évolution des PEA bancaires au troisième trimestre 2007

Les données fournies par l'enquête permettent d'apprécier le comportement des titulaires de PEA au cours du troisième trimestre 2007. Les résultats globaux sont suivis d'une information plus détaillée par grandes catégories d'établissements.

Selon les réponses des établissements teneurs de comptes à la dernière enquête trimestrielle menée par la Banque de France, la valeur des titres déposés sur les plans d'épargne en actions (PEA) atteignait, à fin septembre 2007, 118,0 milliards d'euros, soit une diminution de 4,4 % par rapport au trimestre précédent (123,5 milliards d'euros), reflétant principalement le recul des cours boursiers.

Au cours du troisième trimestre 2007, les détenteurs de PEA ont de nouveau procédé à des cessions nettes de titres (toutes valeurs confondues) mais leur montant a diminué, ne représentant plus qu'environ 135 millions d'euros, soit 0,1 % de l'encours à fin juin. Les désinvestissements ont été enregistrés sur les titres d'OPCVM pour un montant d'environ 405 millions d'euros, alors que les actions ont fait l'objet de flux d'acquisitions nettes à hauteur de 270 millions d'euros. L'encours des comptes espèces associés aux PEA a pour sa part baissé de 0,9 milliard d'euros, retombant à 7,8 milliards à fin septembre.

On dénombrait à fin septembre 7,014 millions PEA, soit une diminution de 1,0 % par rapport au trimestre précédent et de 2,2 % sur un an.

La répartition des portefeuilles PEA entre titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » (57,5 %) et actions (42,5 %) n'a pas varié par rapport au trimestre précédent.

1 *La version intégrale de l'enquête est disponible sur le site de la Banque de France (*http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/comptefi/page5c.htm*).*

3| Les marchés de capitaux

Les craintes quant aux incidences sur le système financier et sur l'économie réelle, notamment américaine, de la dégradation du marché immobilier américain ont continué de dominer le sentiment de marché en octobre. Néanmoins, on a observé une tendance à un recul de l'aversion au risque des participants de marché. Dans ce contexte :

• les taux monétaires et rendements obligataires souverains américains ont continué de s'orienter à la baisse, phénomène qui n'a été partagé que sur les maturités longues sur les marchés européens ;

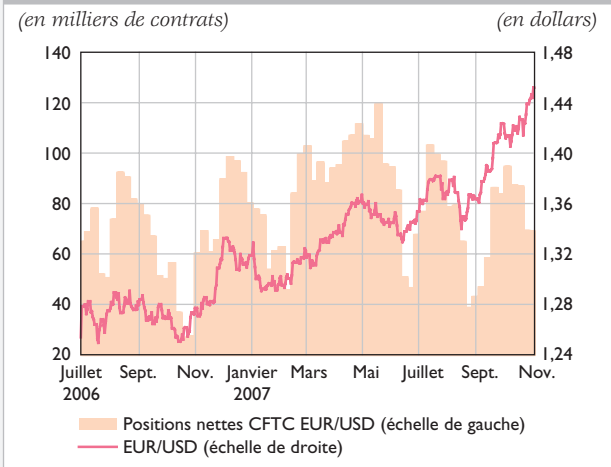
• le dollar a continué à se déprécier contre les principales devises ;

• le cours des matières premières a fortement augmenté ;

• les anticipations d'inflation à long terme se sont inscrites en hausse ;

• les principales places boursières ont progressé sur la période.

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



(a) Commodities Futures Trading Commission

3|1 Les marchés de change et de matières premières

Le dollar a continué à se déprécier sensiblement à la suite des anticipations d'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire américaine : l'euro s'est apprécié contre dollar de 1,75 % en octobre (l'EUR/USD atteignant 1,448 le 31 octobre). Cette appréciation est intervenue dans un contexte de positions spéculatives nettes toujours longues d'euro contre dollar ; par ailleurs, la volatilité implicite à 1 mois déduite des options de change EUR/USD a légèrement progressé de 6,65 % à 7,8 %.

Les devises liées aux matières premières ont été soutenues par le renchérissement de ces dernières : les dollars canadien et australien ont poursuivi leur appréciation contre le dollar de, respectivement, 4,8 % et 4,3 % (USD/CAD et AUD/USD se situant à 0,933 et 0,932).

A contrario, l'USD/JPY est resté quasiment stable (+ 0,44 %), à 115,3 le 31 octobre. La faiblesse du dollar a été compensée par la reprise d'opérations de *carry trade* financées par la devise japonaise et favorisées par un léger rebond de l'appétit pour le risque.

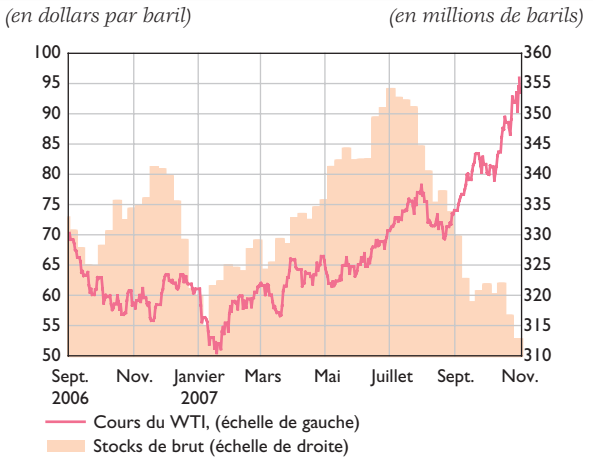
Au total, le taux de change effectif nominal du dollar a perdu 1,9 % tandis que le taux de change effectif nominal de l'euro a progressé de 0,6 %.

Le cours de l'or, sous l'effet de la dépréciation du dollar et de la forte progression des cours du pétrole, a enregistré une appréciation de 6,95 %, passant de 747,1 à 790,5 dollars l'once sur la période, soit son plus haut niveau depuis vingt-sept ans.

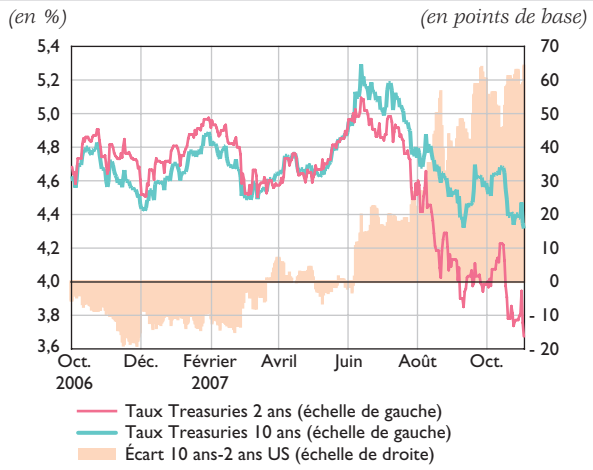
Les prix du pétrole ont également connu une forte augmentation (+16 %, de 80,2 à 94,5 dollars par baril pour la référence WTI), soutenus par la faiblesse du dollar américain, la hausse des risques géopolitiques, notamment les tensions entre la Turquie et l'Irak, ainsi que par la baisse des stocks de produits bruts et dérivés dans l'ensemble des pays de l'OCDE.

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

Cours du brut WTI et stocks américains



Taux des emprunts américains à 2 ans et 10 ans



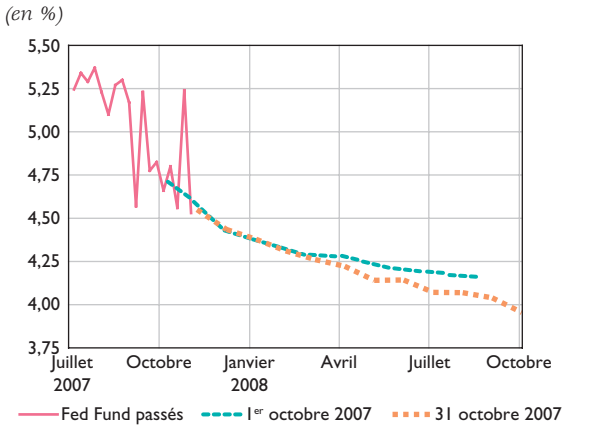
3|2 Les marchés de taux d'intérêt

Les marchés de taux ont connu une amorce de stabilisation en octobre.

Aux États-Unis

Les inquiétudes relatives à l'impact de la crise immobilière et de la titrisation sur les perspectives américaines de croissance ont influencé les anticipations en matière de politique monétaire américaine. Les taux implicites des contrats eurodollars 3 mois se sont inscrits en baisse de 15 points de base, à 4,75 % pour l'échéance décembre 2007 et 9 points de base, à 4,50 % pour l'échéance mars 2008. Fin octobre, les participants de marché anticipaient un taux directeur à 4,25 % à l'horizon début 2008, puis à 4,00 % d'ici à l'été 2008. Ces anticipations ont été confortées par la décision du FOMC du Système fédéral de réserve d'abaisser le taux des fonds fédéraux de 25 points de base à 4,50 % à l'issue de la réunion du 31 octobre.

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



Les rendements obligataires américains à 2 ans et 10 ans ont cédé respectivement 4 points de base, à 3,98 % et 12 points de base, à 4,52 %. L'écart de rendement entre le 2 ans et le 10 ans est ainsi resté sur des niveaux élevés, à 54 points de base.

Traduisant la baisse des perspectives de croissance, le taux réel de l'obligation indexée sur l'inflation américaine TIPS 2015 est passé de 2,26 % à 2,08 %. Le point mort d'inflation sur la même échéance s'est quant à lui tendu de 10 points de base à 2,25 %, en synchronisme avec la hausse des cours des matières premières et les anticipations d'assouplissement monétaire.

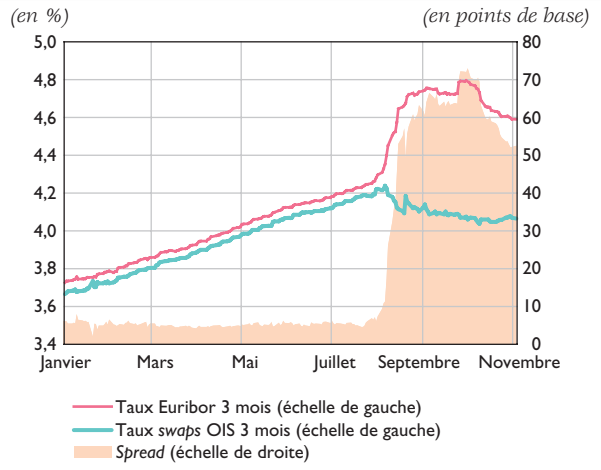
En zone euro

La courbe des taux monétaires de la zone euro s'est pentifiée en octobre.

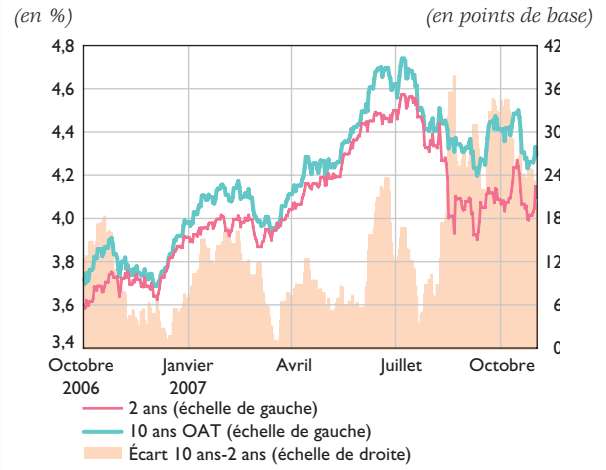
Le taux implicite tiré des contrats à terme Euribor à 3 mois s'est détendu de 7 points de base, à 4,53 % pour la maturité décembre 2007 alors qu'ils gagnaient sur les maturités mars 2008 et juin 2008 respectivement 7 et 11 points de base, à 4,42 % et 4,38 %.

Le taux à 3 mois comptant a en effet diminué de 19 points de base, à 4,60 %, sous l'effet de la poursuite

Écart Euribor 3 mois – taux *swaps* Eonia OIS 3 mois



Taux des emprunts français à 2 ans et 10 ans



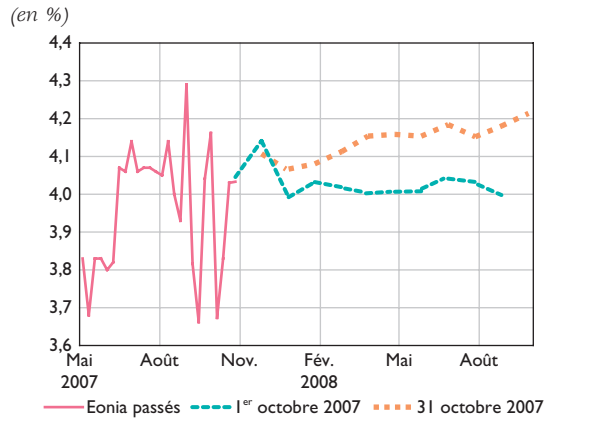
des injections de liquidité supplémentaires de la BCE et d'un relatif retour à la confiance de plusieurs participants du marché monétaire qui prêtaient à nouveau des liquidités sur des durées plus longues. En conséquence, l'écart entre les taux implicites des contrats à terme Euribor à 3 mois et les taux des *swaps* Eonia *overnight indexed swap* (OIS) de même maturité a baissé de 20 points de base, à 52 points de base.

En revanche, la tension des taux implicites des contrats Euribor 3 mois sur les maturités plus éloignées s'explique par des anticipations de resserrement de la politique monétaire de la BCE, confortées par la hausse de l'indice des prix à la consommation en zone euro estimée à + 2,6 %, énergie et produits alimentaires compris, en octobre. À la fin du mois d'octobre, les anticipations extraites des *swaps* OIS reflétaient une probabilité d'environ 80 % pour une hausse du taux directeur à 4,25 % à l'horizon de l'été 2008, contre un *statu quo* en début de mois.

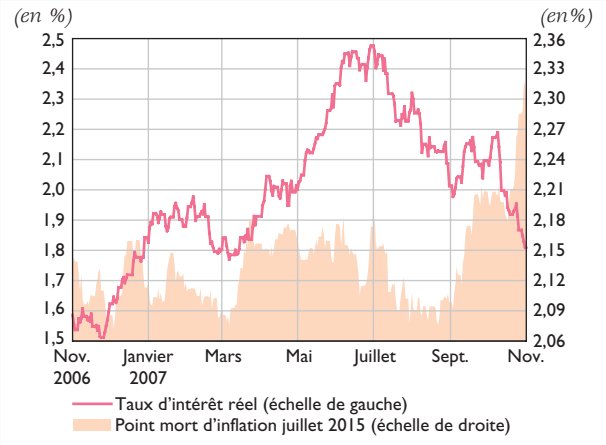
La courbe des taux obligataires en zone euro s'est aplatie. Le taux français à 2 ans a gagné 5 points de base à 4,04 %, alors qu'il a cédé 8 points de base à 4,35 % sur une durée de 10 ans.

Le taux réel de l'obligation indexée sur l'inflation en zone euro OATei 2015 s'est inscrit en baisse de 13 points, à 1,95 %, alors que les anticipations d'inflation à long terme reflétées par le point mort d'inflation sur la même maturité se tendaient à presque 2,30 %. De la même façon, le taux du *swap* d'inflation en zone euro à 10 ans a augmenté de 6 points de base, à 2,38 %, soit un niveau historiquement élevé (moyenne de 2,19 % depuis juillet 2004).

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



Taux d'intérêt réel et point mort d'inflation tiré de l'obligation indexée sur l'inflation européenne l'OATei juillet 2015



Les tensions sur les marchés de crédit se sont stabilisées en octobre et l'écart de taux entre les émetteurs souverains et les émetteurs privés a plutôt reflué. La prime sur les titres 5 ans *corporate* BBB en euro a baissé de 11 points de base, à 115 points de base sur la période sous revue. La prime sur les obligations financières AA de même maturité est restée quasiment stable à 81 points de base.

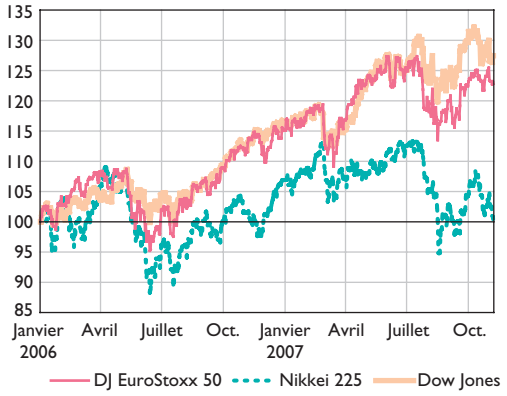
3|3 Les marchés boursiers

La plupart des marchés boursiers internationaux ont affiché une légère hausse au mois d'octobre. La volatilité implicite à 1 mois des indices boursiers américain S&P 500 et allemand DAX s'est stabilisée, à, respectivement, 18 % et 17 %.

Les sociétés financières et d'assurances ont néanmoins connu une forte volatilité au gré des estimations des pertes du secteur bancaire liées à la crise des marchés du *subprime* et de la titrisation.

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

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



Indices boursiers

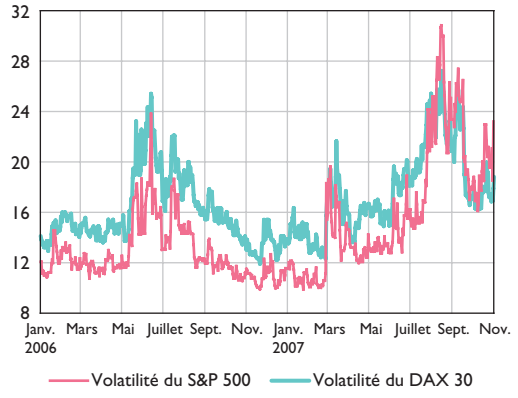
(variation en %)

	Niveau au 31 octobre 2007	Variation par rapport au 1er octobre	Variation par rapport au 3 janvier
CAC 40	5 773,3	1,3	4,2
DAX	7 922,4	1,2	19,8
DJ EuroStoxx 50	4 409,6	1,8	7,2
FTSE	6 506,2	3,3	6,4
Nasdaq	2 741,0	4,3	18,0
Dow Jones	14 087,5	- 1,1	11,6
Nikkei	16 737,6	- 0,6	- 2,8

En revanche, les secteurs des télécoms, de l'énergie et des matières premières et de la fourniture de services de réseau (eau, électricité, gaz) se sont inscrits en hausse : + 6,9 % pour le sous-indice du DJ Stoxx 600 des valeurs européennes de télécommunications, + 3,3 % sur le mois pour le sous-indice du DJ Stoxx 600 du pétrole et du gaz. L'indice Nasdaq des valeurs technologiques américaines a affiché la plus forte progression, à + 4,3 %, soutenu par les bons résultats des entreprises du secteur.

Volatilité des indices DAX et S&P 500

(en %)



ENCADRÉ 5

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 %)

	31 octobre 2007		Moyenne 2007	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	407,9	68,9	377,7	69,3
Pensions à taux fixe	105,1	17,8	154,3	28,3
Pensions à taux variable	302,8	51,2	223,4	41,0
BTAN	127,6	21,6	119,1	21,8
Pensions à taux fixe	38,0	6,4	40,8	7,5
Pensions à taux variable	89,6	15,1	78,3	14,4
BTF	56,3	9,5	48,6	8,9
Pension à taux fixe	6,3	1,1	11,0	2,0
Pensions à taux variable	50,0	8,4	37,6	6,9
TOTAL	591,8	100	545,4	100,0
Pensions à taux fixe	149,4	25,2	206,1	37,8
Pensions à taux variable	442,4	74,8	339,3	62,2

Évolution des taux des BTF et des BTAN

(taux en %, variation en points de base)

Échéances	31 octobre 2007	1er octobre 2007	Variation
1 mois	3,85	3,86	- 1
3 mois	3,88	3,90	- 2
6 mois	4,08	3,95	13
12 mois	4,13	4,10	3
2 ans	4,12	4,06	6
5 ans	4,19	4,21	- 2

ÉTUDES

Le patrimoine financier des ménages français : structure et destination finale des placements

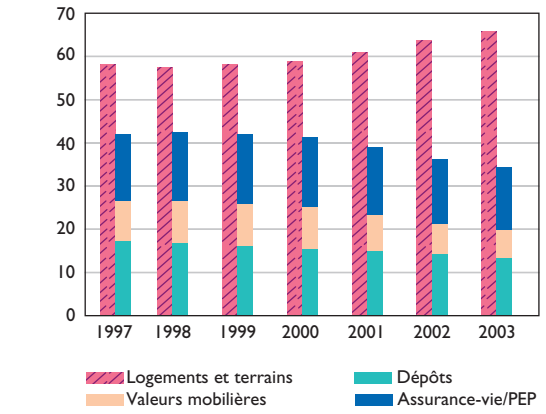
Le patrimoine des ménages se répartit entre biens immobiliers et placements financiers, et, s'agissant de ces derniers, entre actifs détenus en direct ou *via* des intermédiaires financiers. Les deux articles présentés ci-après analysent sa structure et son évolution.

Le premier propose une analyse combinée des résultats des enquêtes Patrimoine de l'INSEE et des comptes nationaux financiers sur la période 1997-2003. Il étudie le patrimoine brut privé des ménages et ignore donc l'endettement qui a permis, en partie, de le constituer.

Globalement, l'accroissement du patrimoine brut des ménages reflète surtout celui de leurs biens immobiliers et s'explique principalement par la hausse des prix des logements. L'article montre également que le renforcement régulier de la part de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages s'opère au détriment des placements liquides et des autres produits d'épargne (notamment l'épargne logement et les valeurs mobilières). Il révèle également que l'épargnant type qui choisit de détenir des actifs financiers risqués est en 2003 un cadre qui perçoit un revenu élevé, détient un patrimoine important, vit dans un ménage sans enfant et est issu d'une famille dont les parents détenaient eux-mêmes des actifs risqués.

Graphique 1 Structure du patrimoine brut des ménages

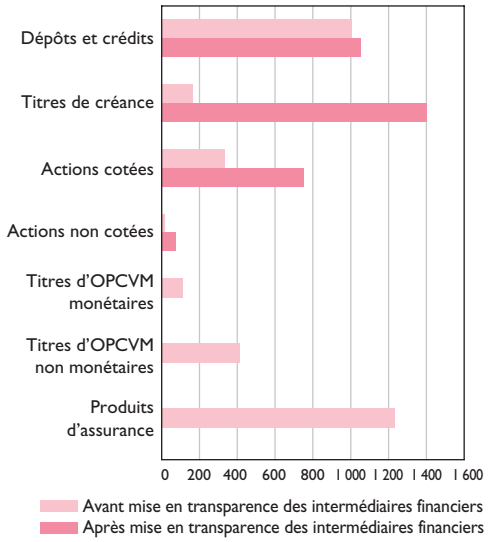
(en % du patrimoine total)



Sources : Banque de France, INSEE

Graphique 2 Montant des actifs investis par les ménages

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

Le second article se focalise sur les seuls placements financiers des ménages à fin 2006, dont il vise à faire ressortir la destination finale en matière de financement des autres agents non financiers. Cette démarche consiste à mettre en transparence les institutions financières et à réallouer aux ménages les actifs « finaux » que celles-ci détiennent sur d'autres agents économiques, résidents ou non-résidents, après élimination de leurs opérations réciproques. Cette analyse fait apparaître que la part des titres de créance et des actions cotées dans les placements des ménages est sensiblement plus élevée qu'en première analyse. Elle met surtout en évidence la diversification internationale de ces placements ainsi que l'importance de leur part investie en titres de dette publique.

La composition du patrimoine des ménages entre 1997 et 2003

Pauline GIRARDOT
INSEE
Division Revenus et Patrimoine

Denis MARIONNET
Banque de France
Direction des Études et Statistiques monétaires

Entre 1997 et 2003, années de référence des deux dernières enquêtes Patrimoine menées par l'INSEE, les ménages ont vu leur patrimoine brut s'accroître, principalement en raison de la montée des prix de l'immobilier, et, dans une moindre mesure, de la progression des cours des actifs financiers. Ainsi, alors que leur patrimoine privé (hors patrimoine professionnel) était composé à 58 % de biens immobiliers en 1997, cette proportion s'élève à 66 % en 2003. Toutefois, à cette date, la Bourse commence à peine à enregistrer une reprise après trois années de fort repli. La remontée des cours des actions observée depuis lors a contribué à rapprocher les évolutions des actifs financiers et non financiers.

Cet accroissement du patrimoine brut privé des ménages a été particulièrement important pour ceux qui possédaient un logement tandis que ceux ne détenant que des actifs financiers ont été, en moyenne, moins avantagés. Dans ce contexte, les inégalités de patrimoine entre ménages ont augmenté entre 1997 et 2003.

Sur la période, la part du patrimoine financier des ménages consacrée aux produits d'assurance-vie s'est accrue au détriment de celle des dépôts. Quant à la part des valeurs mobilières (actions, obligations, etc.), elle a fluctué au gré des variations des cours.

En vieillissant, les ménages accumulent du patrimoine et le diversifient davantage. À partir d'un certain niveau de patrimoine, certains d'entre eux optent pour des placements risqués, notamment en valeurs mobilières. Les ménages qui détiennent ces actifs risqués ont en 2003 des caractéristiques similaires à ceux qui en possédaient en 1997. Toutes choses égales par ailleurs, la détention de placements risqués est plus élevée chez les cadres, les personnes seules ou celles dont les parents détenaient eux-mêmes ce type de placements.

Mots-clés : Ménages, patrimoine financier, patrimoine immobilier, logements et terrains, placements financiers, dépôts à vue, épargne-logement, livrets d'épargne, assurance-vie, valeurs mobilières, inégalités de patrimoine, choix de portefeuille, épargne, actifs risqués, diversification, comptes financiers, enquêtes Patrimoine

Codes JEL : G00, G11, D01, D14

Les données macroéconomiques issues des comptes financiers et non financiers nationaux permettent d'appréhender les principales évolutions du patrimoine des ménages vivant en France en les replaçant dans le contexte économique et financier de la période 1997-2003. De leur côté, les données microéconomiques issues des enquêtes Patrimoine de l'INSEE (cf. encadré 1), calées sur ces données macroéconomiques, apportent un éclairage sur les différences de comportement patrimonial en fonction des caractéristiques des ménages.

Seul le patrimoine brut privé des ménages, constitué d'actifs financiers et de biens immobiliers, à l'exclusion des biens professionnels, est ici analysé. L'étude ne prend pas en compte l'endettement, qui a éventuellement permis de constituer ce patrimoine. Les données quantitatives de montants par composantes du patrimoine collectées dans le cadre des enquêtes ont été calées sur les comptes nationaux selon une méthode identique en 1997 et 2003 (cf. encadré 2). Ce calage concerne ici uniquement les actifs financiers, dont les enquêtes Patrimoine saisissent habituellement un tiers de la valeur mesurée par les comptes nationaux. Ces enquêtes donnent, en revanche, une bonne évaluation du patrimoine immobilier, qui n'a, de ce fait, pas été redressé.

Après avoir passé en revue les principales évolutions des composantes financière et immobilière du patrimoine privé des ménages entre 1997 et 2003, la présente étude distingue, au sein des augmentations de patrimoine, celles qui sont dues à la hausse des prix des actifs de celles qui résultent de flux de placement traduisant un effort d'épargne. Elle s'intéresse ensuite plus particulièrement à l'évolution des portefeuilles d'actifs financiers des différentes catégories de ménages et à celle de leurs choix respectifs en matière d'allocation et de diversification.

1| Le patrimoine brut des ménages a fortement progressé, en raison principalement de la valorisation des actifs immobiliers

À la fin de l'année 2003, la valeur globale du patrimoine brut des ménages s'élève à 6 077 milliards d'euros (cf. tableau 1). Elle s'inscrit en hausse de 64 % par rapport à fin 1997, soit 8,6 % par an en moyenne, un rythme de progression très supérieur à celui de leur revenu disponible brut (4,1 %) ou du prix de la dépense de consommation des ménages entre 1997 et 2003 (+ 1,1 % par an en moyenne, soit + 6,6 % au total sur 6 ans).

Entre 1997 et 2003, les ménages ont davantage investi en actifs financiers qu'en actifs immobiliers, leurs flux de placement financier atteignant 83 milliards d'euros par an en moyenne, contre 66 milliards pour leurs flux d'investissement en logements [1]. Néanmoins, sur la période étudiée, la variation du montant du patrimoine privé a pour principale origine celle du patrimoine immobilier qui a augmenté de près de 86 %, contre 35 % pour le patrimoine financier. La variation du montant du patrimoine immobilier explique ainsi près de 78 % de celle du patrimoine privé, dont 61 %

Tableau 1 Patrimoine des ménages

(encours en milliards d'euros courants, parts et évolution en %)

	1997		2000		2003		Évolution 2003-1997	
	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part	Encours	Part
Patrimoine financier	1 550	42	1 909	41	2 085	34	+ 35	- 8
Patrimoine immobilier	2 149	58	2 723	59	3 991	66	+ 86	+ 8
Total	**3 698**	**100**	**4 632**	**100**	**6 077**	**100**	**+ 64**	**–**

Note : Patrimoine financier hors actions non cotées et autres participations (cf. encadré 1).
Sources : INSEE – comptes de patrimoine et Banque de France – comptes financiers.

1 *Les flux d'investissement en immobilier des ménages ne retracent pas les achats entre ménages (essentiellement de logements anciens) mais les achats de logements à d'autres secteurs (principalement des logements neufs) et ne portent que sur les bâtiments, car l'acquisition de terrains ne fait pas partie de la formation brute de capital fixe (FBCF).*

ENCADRÉ 1

Sources et champ de l'étude

L'étude s'appuie au niveau microéconomique sur l'enquête Patrimoine des ménages réalisée par l'INSEE et au niveau macroéconomique sur les comptes financiers et non financiers de la comptabilité nationale, réalisés conjointement par l'INSEE et la Banque de France. Réalisée tous les six ans environ depuis 1986, l'enquête Patrimoine observe en évolution la distribution des patrimoines (immobilier, financier et professionnel) des ménages et les taux de détention des différents actifs patrimoniaux. Elle comporte aussi une information très complète sur les facteurs explicatifs des comportements patrimoniaux : biographies familiale et professionnelle, héritages et donations, revenus et situation financière, motifs pour lesquels le ménage détient ou ne détient pas un certain type d'actif.

Les comptes de patrimoine établis dans le cadre des comptes nationaux décrivent notamment les avoirs non financiers des secteurs institutionnels (ménages, administrations publiques, sociétés non financières, etc.). Les comptes nationaux financiers produits par la Banque de France offrent une description systématique des créances et des dettes de tous les secteurs institutionnels détaillant chaque type d'opération financière en encours, flux d'opération, valorisation et autres changements de volume.

Le périmètre de l'étude porte principalement sur le patrimoine brut privé, financier et immobilier, des ménages et exclut donc l'endettement et le patrimoine professionnel. Ce dernier n'a pas été retenu en raison de ses spécificités et du faible nombre de ménages concernés dans l'enquête.

En comptabilité nationale, on appelle valorisation les gains ou les pertes de détention, réalisés et potentiels, imputables aux variations des prix de marché. Cette valorisation n'inclut donc pas les intérêts reçus par les ménages car ceux-ci sont enregistrés dans les flux nets de placements. En effet, les intérêts capitalisés sur certains produits d'épargne tels que les comptes sur livret ou les contrats d'assurance-vie en euros sont comptabilisés à la fois dans le revenu et en tant que flux d'épargne des ménages. Ainsi, par exemple, les intérêts perçus par les ménages sur leurs contrats d'assurance-vie en euros représentaient environ 28 milliards d'euros en 2003.

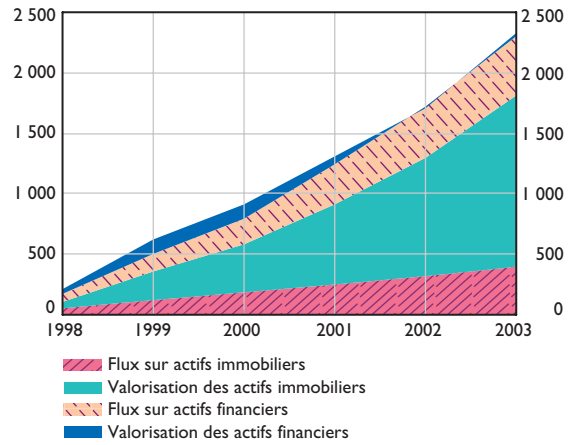
Afin de rapprocher les périmètres des comptes financiers et de l'enquête Patrimoine, certains actifs peu détenus par les ménages ont été exclus de l'analyse : titres de créances négociables, prêts accordés par les ménages aux agents non financiers, réserves pour primes et sinistres, autres comptes à recevoir/à payer. Pour sa part, l'épargne en entreprise a été répartie entre trois catégories de placements financiers selon les supports d'épargne salariale détenus par les ménages : autres dépôts (comptes bloqués et livrets d'épargne en entreprise), titres d'OPCVM (plans d'épargne entreprise) et autres titres (plans d'épargne entreprise).

De même, à des fins de rapprochement, les regroupements d'actifs financiers au niveau macroéconomique réalisés dans cette étude diffèrent de la présentation habituelle des comptes financiers. Ainsi, les comptes d'épargne logement (CEL) ont été regroupés avec les plans d'épargne logement (PEL) afin de construire un agrégat « épargne logement ». En outre, les plans d'épargne populaire (PEP) bancaires ont été regroupés avec les droits nets des ménages en assurance-vie dans la mesure où, en 1997, l'enquête Patrimoine ne peut distinguer les PEP bancaires des PEP assurances. Ce regroupement a été rendu possible par les similitudes existant entre PEP et assurance-vie en matière de durée de détention (8 ans minimum pour des raisons fiscales) et de motifs de détention (épargne à long terme, préparation de la retraite, etc.). Enfin, il convient de noter que l'ouverture de PEP, bancaires ou assurances, n'est plus possible depuis le 25/09/2003 ; en revanche, les PEP existants peuvent continuer à être alimentés.

Les données d'enquête collectées au niveau des ménages sous-estimant traditionnellement les encours par rapport aux comptes nationaux, les résultats présentés dans cette note s'appuient sur les montants calés sur les encours de patrimoine des comptes nationaux (cf. encadré 2). Tout au long de l'analyse, les caractéristiques du ménage sont, par convention, celles de la personne de référence du ménage déclarée dans l'enquête Patrimoine.

Graphique 1 Contributions des flux nets et des effets de valorisation à l'augmentation du patrimoine des ménages entre 1997 et 2003

(en milliards d'euros courants)



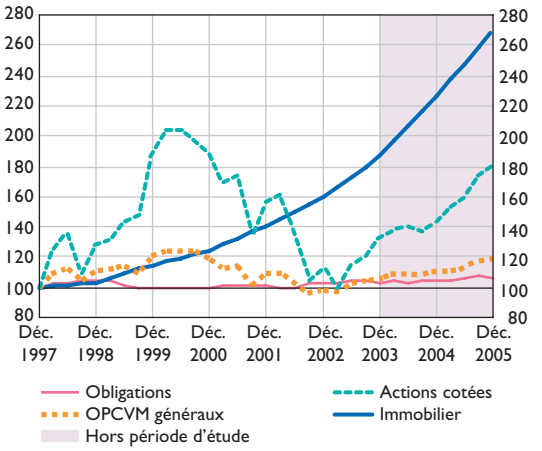
Note : Hors changements de volume et consommation de capital fixe déduite pour les actifs immobiliers
Lecture : L'accroissement du patrimoine privé des ménages entre fin 1997 et fin 2003 représente 2 333 milliards d'euros, dont 398 milliards d'euros proviennent de leurs flux cumulés d'achats en immobilier, 1 412 milliards d'euros sont expliqués par la valorisation cumulée de ces actifs immobiliers, 497 milliards d'euros proviennent de leurs flux cumulés d'investissement sur actifs financiers et 26 milliards d'euros sont expliqués par la valorisation de ces actifs financiers.
Sources : INSEE – comptes de patrimoine et Banque de France – comptes financiers

correspondent à l'appréciation des logements et terrains et 17 % seulement aux flux d'investissement (cf. graphique 1). À l'inverse, l'accroissement du patrimoine financier des ménages, à l'origine de 22 % de l'augmentation de leur patrimoine privé, résulte essentiellement de l'accumulation de leurs flux annuels de placement (pour 21 %) [2], alors que l'appréciation des actifs financiers n'y contribue que pour une part insignifiante (1 %). Aussi, alors que fin 1997, le patrimoine immobilier des ménages ne représentait que 58 % de leur patrimoine brut privé, la progression plus rapide de la valeur des logements et terrains a porté cette part à près des deux tiers de leur richesse totale fin 2003 (cf. tableau 1).

L'évolution des prix des principaux actifs détenus par les ménages témoigne de la meilleure performance, en moyenne sur la période considérée, des actifs immobiliers comparée à celle des actifs financiers. Ainsi, les ménages propriétaires de leur logement en 1997 ont vu leur bien s'apprécier en moyenne de 86 %, d'après la valorisation implicite cumulée qui ressort des comptes nationaux. En regard, les cours des principaux actifs financiers ont augmenté dans de bien moindres proportions sur la période (34 % pour les actions cotées, 6,5 % pour les OPCVM [3] généraux, 2 % pour les obligations) tout en montrant une volatilité beaucoup plus forte à court terme s'agissant à tout le moins des actions cotées. On notera toutefois qu'en 2003, la Bourse commence à peine à marquer une reprise après trois années de forte correction des cours. Une fois prise en compte la remontée des cours intervenue depuis lors, le bilan serait sans doute bien plus favorable aux actifs financiers : de fait, depuis 2003, les cours des actions ont progressé à un rythme proche de celui des biens immobiliers (cf. graphique 2).

Graphique 2 Valorisation implicite des principaux actifs dans les comptes nationaux

(base 100 = décembre 1997)



Sources : INSEE – comptes de patrimoine et Banque de France – comptes financiers

2 *Outre les nouveaux versements nets des ménages, ces flux incluent les intérêts capitalisés sur certains produits d'épargne pour des montants non négligeables (cf. encadré 1).*
3 *Organismes de placement collectif en valeurs mobilières*

ENCADRÉ 2

Calage des données microéconomiques sur les données macroéconomiques

L'enquête Patrimoine de l'INSEE collecte l'information relative aux montants des composantes du patrimoine des ménages sous formes d'intervalles (soit en fourchettes, soit au moyen d'un système de tranches définies à l'avance). Les montants continus ont été constitués à partir des intervalles collectés en appliquant la méthode des résidus simulés (Gautier E. et Houdré C., 2007 ou Lollivier S. et Verger D., 1988).

Quand on compare les montants de l'enquête Patrimoine aux agrégats de la comptabilité nationale, on observe une sous-évaluation des montants déclarés dans l'enquête. Cette sous-évaluation peut tout d'abord s'expliquer par l'échantillonnage. En effet, la distribution des patrimoines étant très concentrée, il est plus difficile de représenter dans l'échantillon le haut de la distribution, qui n'est pas capté si les grandes fortunes ne se trouvent pas dans le tirage. Les ménages rencontrent également des difficultés à évaluer leurs biens. C'est le cas notamment pour les produits financiers dont la valeur fluctue beaucoup et/ou rapidement (actions, parts d'OPCVM, etc.) et des biens immobiliers ou professionnels détenus à la date de l'enquête, lorsque leur vente n'a jamais été envisagée. La perception du patrimoine diffère d'un ménage à l'autre et il n'est pas certain que les ménages valorisent leur patrimoine en se conformant exactement aux définitions et recommandations fournies tout au long de l'enquête.

Les enquêtes Patrimoine et les comptes nationaux ne portent pas sur le même champ : l'enquête Patrimoine est réalisée en France métropolitaine tandis que les comptes nationaux couvrent la France entière (métropole et DOM), sans qu'il soit possible d'isoler les masses correspondant aux DOM. Cet écart accroît en partie la sous-évaluation apparente des montants de l'enquête.

Avec cette réserve, on constate usuellement que les enquêtes Patrimoine recouvrent environ un tiers du patrimoine financier recensé dans les comptes financiers (DOM compris). L'enquête Patrimoine 1998 recouvrait 35 % de la valeur des actifs financiers, et l'enquête de 1992, 32 %. L'enquête de 2004 enregistre des performances analogues et recouvre 33 % des actifs financiers, en prenant les encours des comptes financiers sur l'ensemble des produits décrits dans l'enquête. Cependant, le calage réalisé est plus ou moins important selon les produits (de 1,29 pour les actions cotées hors PEA à 5,31 pour les comptes à terme). Afin de réconcilier l'approche microéconomique avec l'approche macroéconomique, il a été décidé de se fonder sur les données calées (cf. tableau ci-contre). Pour autant, ce calage ne permet pas de corriger la non-déclaration totale mais seulement la sous-évaluation des actifs déclarés. Un ménage ayant omis de déclarer un actif sera ainsi réputé, après comme avant calage, ne pas en détenir. De plus, les échantillons des enquêtes Patrimoine ne permettent pas d'approcher les ménages détenteurs des plus hauts patrimoines. Le calage ne reconstitue pas l'hétérogénéité des très hauts patrimoines absents de l'enquête. Ces deux restrictions ont sans doute un impact sur la mesure instantanée des inégalités de patrimoine.

Calage des données de l'enquête Patrimoine 2004

(données en milliards d'euros, parts en %)

	Données non calées	Données calées
Patrimoine financier	**794,0**	**2 099,6**
Livrets	141,7	315,8
Épargne logement	122,5	252,7
Valeurs mobilières	155,7	364,2
Assurance-vie	213,0	747,1
Patrimoine immobilier	**2 722,6**	**2 722,6**
Patrimoine professionnel	**582,7**	**863,3**
Biens professionnels	187,5	202,2
Terres professionnelles	96,9	197,5
Biens ou terres professionnels détenus par des entreprises non individuelles	298,4	463,7
Patrimoine brut total	**4 099,3**	**5 685,6**
Part dans le patrimoine global		
Patrimoine financier	19,4	36,9
Patrimoine immobilier	66,4	47,9
Patrimoine professionnel	14,2	15,2
Part dans le patrimoine financier		
Livrets	17,8	15,0
Épargne logement	15,4	12,0
Valeurs mobilières	19,6	17,3
Assurance-vie	26,8	35,6

Lecture : avant calage des données, le patrimoine financier dans l'enquête Patrimoine 2004 est de 794,0 milliards d'euros. Il est de 2 099,6 milliards d'euros après calage, soit 36,9 % du patrimoine brut des ménages.
Source : INSEE – enquête Patrimoine 2004

.../...

Pour le logement, la comptabilité nationale a mis en place un modèle reposant sur l'utilisation conjointe de l'enquête Logement de l'INSEE, de données de la comptabilité nationale et des données du ministère de l'agriculture. Après utilisation du modèle, la comptabilité nationale obtenant une valorisation plus importante des logements fin 2003, il a été choisi de conserver la valorisation des logements dans l'enquête Patrimoine.

Pour les actifs professionnels, un calage a également été réalisé. La présente étude s'intéressant essentiellement au patrimoine financier et immobilier, le calage du patrimoine professionnel n'est pas détaillé.

Ainsi, afin d'évaluer au mieux le patrimoine des ménages, les données de l'enquête Patrimoine 2004 (enquête réalisée entre octobre 2003 et janvier 2004) sont comparées avec les comptes de patrimoine de décembre 2003. Les données de l'enquête Patrimoine 1998 ont également été calées en appliquant la même méthodologie. Après ce travail de comparaison, des montants calés sur les comptes nationaux ont été calculés : ce sont eux qui sont présentés dans l'étude.

NB : Pour plus d'information sur la méthode utilisée, cf. Cordier M. et Girardot P., 2007

2| Les inégalités de patrimoine privé se sont accrues entre 1997 et 2003

D'après les enquêtes Patrimoine de l'INSEE calées sur les comptes nationaux, le patrimoine privé moyen des ménages est passé de 135 910 euros à 194 460 euros, soit une progression de 43,1 % entre 1997 et 2003 (+ 31,5 % en euros constants de 2003 [4]).

Confirmant les évolutions retracées dans les comptes nationaux, le patrimoine immobilier moyen par ménage a connu la progression la plus forte (+ 56 %) pour atteindre 110 060 euros en 2003 et s'est ainsi sensiblement élevé au-dessus du patrimoine financier moyen (84 400 euros en 2003) qui n'a augmenté que de 29 % sur la même période. Toutefois, les données des enquêtes Patrimoine de l'INSEE montrent que la progression relative des patrimoines immobilier et financier a été très variable selon les catégories de ménages, sans qu'il soit possible de distinguer pour chacune ce qui relève des flux de placement et des effets de valorisation des actifs. Le patrimoine privé des 10 % des ménages les moins riches en termes de patrimoine est inférieur à 2 110 euros en 2003, contre 1 930 euros en 1997 (équivalent à 2 100 euros de 2003), alors que celui des 10 % les plus riches en termes de patrimoine est supérieur à 450 060 euros en 2003, contre 296 400 euros en 1997 (équivalent à 322 600 euros de 2003).

L'évolution des inégalités de patrimoine peut également s'observer à l'aide de l'indice de Gini (indicateur de concentration [5] calculé sur le patrimoine privé). Cet indice est cependant plus sensible à une bonne mesure des hauts patrimoines, difficile à obtenir par le biais d'enquêtes auprès des ménages compte tenu de leur diversité et de leur très forte concentration. L'enquête Patrimoine 2004 couvre par exemple 82 % des ménages assujettis à l'impôt sur la fortune (ISF) [6] en 2003 et aucun patrimoine privé n'excède 15 millions d'euros alors qu'environ un millier de contribuables se trouvaient en 2002 dans la dernière tranche du barème de l'impôt sur la fortune (patrimoine net privé supérieur à 15 millions d'euros). Ces arguments valent à la fois pour 1997 et pour 2003. En prenant en compte ces réserves, l'accroissement des inégalités de patrimoine constaté précédemment semble malgré tout confirmé par l'évolution de l'indice de Gini qui est passé de 0,614 en 1997 à 0,629 en 2003.

Parallèlement, les patrimoines médians, c'est-à-dire les patrimoines tels que la moitié de la population dispose d'un patrimoine de montant inférieur et la moitié d'un patrimoine de montant supérieur, progressent moins fortement que les patrimoines moyens, ce qui témoigne également d'une accentuation des disparités patrimoniales. L'accroissement entre 1997 et 2003

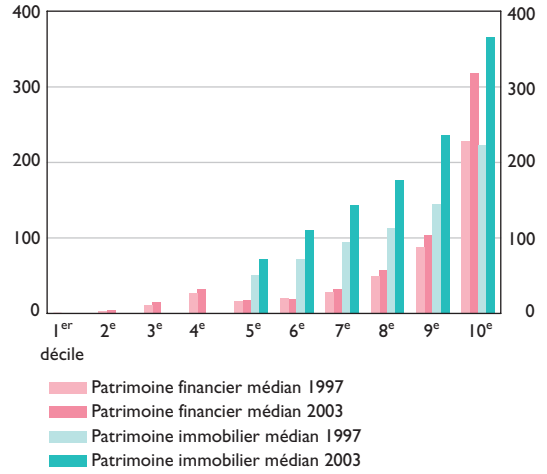
4 *Le déflateur retenu pour raisonner en euros constants est la moyenne annuelle de l'indice général des prix à la consommation de l'année considérée. Il fournit un simple indicateur de référence, à comparer avec l'évolution de la valeur du patrimoine privé (les actifs immobiliers et financiers n'entrent pas dans la composition de l'indice général des prix).*

5 *L'indice de Gini est un indicateur synthétique des inégalités. Un indice égal à 1 décrit la situation la plus inégalitaire où l'ensemble des patrimoines privés serait détenu par une seule personne. Inversement un indice de 0 correspondrait à une situation d'égalité parfaite des patrimoines privés entre les individus.*

6 *Le patrimoine imposable à l'ISF n'est pas directement comparable au patrimoine calculé dans l'enquête. Tout d'abord, il s'agit du patrimoine net, les dettes et charges étant déduites. De manière simplifiée, le patrimoine professionnel exploité est exclu de l'assiette. La résidence principale bénéficie d'un abattement de 20 %. Le patrimoine imposable à l'ISF est donc un minorant du patrimoine obtenu par l'enquête.*

Graphique 3 Évolution des patrimoines financier et immobilier médians selon le niveau de patrimoine privé entre 1997 et 2003

(en milliers d'euros courants)



Lecture : Parmi les 10 % des ménages les plus riches en termes de patrimoine (10e décile), la moitié a un patrimoine immobilier supérieur à 222 830 euros en 1997 et supérieur à 366 000 euros en 2003

Sources : INSEE – comptes de patrimoine et Banque de France – comptes financiers

du patrimoine immobilier médian des différents déciles de patrimoine privé est d'autant plus fort que ce patrimoine privé est élevé. Par ailleurs, cet accroissement est nettement plus important que celui du patrimoine financier pour la plupart des ménages, sauf pour les plus aisés. En effet, les 10 % de ménages disposant des patrimoines privés les plus élevés présentaient, en 2003, un patrimoine financier médian de 40 % plus élevé que celui calculé pour la même catégorie de ménages en 1997. Pour les autres catégories de ménages, qui détiennent un patrimoine privé plus faible, cette hausse du patrimoine financier médian n'excède pas 20 % sur la période (cf. graphique 3).

3| De fortes disparités selon l'âge du ménage, sa catégorie sociale, sa taille, son lieu d'habitation

En moyenne, les ménages ont vu leur patrimoine privé progresser en proportion de leur patrimoine immobilier. Toutefois, les enquêtes Patrimoine successives montrent des différences en fonction de l'âge, du montant du patrimoine ou encore du lieu de résidence dans les évolutions de la répartition entre les composantes financière et immobilière du patrimoine (cf. tableau 2).

Bien qu'il soit difficile de distinguer dans ces évolutions celles qui proviennent de la structure de la population ou des effets de génération de celles qui résultent de choix délibérés d'allocation de portefeuille, il apparaît clairement que la génération née entre 1945 et 1955 possède plus de patrimoine privé brut que les générations qui la précèdent ou qui la suivent (cf. Cordier M., Houdré C. et Rougerie C., 2006). Par ailleurs, en 2003, les ménages âgés de plus de 70 ans détiennent un patrimoine immobilier médian plus faible que celui de l'ensemble de la population. Il y a en effet un peu moins de propriétaires dans cette tranche d'âge que chez les 50-60 ans ou les 60-70 ans. Cette moindre proportion de propriétaires chez les plus âgés peut s'expliquer, en partie, par un effet de génération ou par des transmissions anticipées de patrimoine, comme les donations ou la cession d'éléments du patrimoine au cours de la retraite [7]. En effet, les générations les plus âgées, par exemple celles nées au début du vingtième siècle, étaient moins fréquemment propriétaires de leur logement. Par ailleurs, 22 % des ménages âgés de 70 ans ou plus en 2003, soit trois fois plus que la moyenne de la population, ont fait des donations (immobilière ou financière) à des proches.

7 *Pour une analyse approfondie de la détention du patrimoine par âge, cf. Boissinot J., Friez A., 2006*

Tableau 2 Évolution du patrimoine financier et immobilier entre 1997 et 2003 selon les caractéristiques du ménage

(en euros courants)

	Part du patrimoine immobilier dans le patrimoine privé		Part de propriétaires d'un logement		Patrimoine financier médian		Patrimoine immobilier médian		Patrimoine privé médian	
	2003 *(en %)*	Évolution 1997-2003 *(en points)*	2003 *(en %)*	Évolution 1997-2003 *(en points)*	2003 *(en euros)*	Évolution 1997-2003 *(en %)*	2003 *(en euros)*	Évolution 1997-2003 *(en %)*	2003 *(en euros)*	Évolution 1997-2003 *(en %)*
ENSEMBLE	**56,6**	**4,7**	**60,5**	**2,0**	**20 790**	**4,0**	**74 650**	**61,1**	**112 180**	**39,0**
Âge (a)										
Moins de 30 ans	50,8	10,6	17,3	2,1	8 350	9,3	0	–	11 090	14,1
De 30 à 40 ans	65,3	6,6	51,2	3,6	16 610	10,4	30 490	n.s.	82 050	37,6
De 40 à 50 ans	63,4	2,1	65,4	- 1,7	19 550	8,8	94 870	31,9	133 400	34,9
De 50 à 60 ans	60,4	6,8	74,2	- 2,5	33 890	19,7	121 550	51,8	174 680	41,6
De 60 à 70 ans	50,3	- 1,1	74,2	1,2	29 360	- 4,1	107 900	59,6	162 400	47,0
70 ans ou plus	48,1	8,4	65,4	2,5	29 460	1,1	64 430	57,6	110 320	28,3
Catégorie socioprofessionnelle (a)										
Agriculteur exploitant	47,5	4,8	76,6	4,3	43 670	12,4	87 560	90,4	159 740	58,7
Artisan, commerçant, chef d'entreprise	50,2	0,9	73,6	- 2,9	39 990	13,8	116 180	35,1	186 520	38,8
Profession libérale	47,7	4,5	81,5	5,4	110 930	6,2	221 000	24,4	443 030	48,2
Cadre, profession intellectuelle supérieure	54,2	3,9	77,3	3,9	69 070	33,6	167 610	51,2	261 940	44,6
Profession intermédiaire	60,6	7,8	67,8	1,0	28 490	3,4	102 560	47,7	143 600	26,4
Employé	58,0	7,4	47,6	1,8	12 900	- 8,3	0	–	51 950	18,0
Ouvrier	66,6	6,4	53,4	- 0,3	11 500	- 2,9	37 660	40,0	68 540	23,3
Inactif	53,8	- 17,8	6,8	- 0,2	3 270	- 25,5	0	–	3 400	- 26,3
Type de ménage										
Personne seule	48,2	5,1	43,6	1,6	13 200	- 12,6	0	–	41 060	16,0
Couple sans enfant	52,4	4,1	72,8	2,2	35 950	11,0	111 210	57,8	166 640	44,7
Couple avec 1 enfant	61,6	3,2	69,5	1,8	29 110	34,7	108 570	43,5	145 460	40,3
Couple avec 2 enfants	68,4	6,0	73,3	2,1	23 770	6,3	125 310	54,7	164 850	47,5
Couple avec 3 enfants ou plus	66,9	2,1	68,4	5,5	16 360	4,2	114 900	80,9	143 430	66,0
Famille monoparentale	57,7	2,5	41,2	2,0	10 520	43,6	0	–	34 900	58,3
Autres cas	57,4	14,3	60,3	0,2	17 380	- 20,7	61 240	42,4	88 880	16,7
Diplôme obtenu (a)										
Sans diplôme ou CEP	56,4	3,8	58,0	0,4	15 350	- 5,2	50 920	43,7	80 360	20,2
BEPC	59,5	8,0	60,6	1,2	22 420	18,2	78 890	45,0	120 800	44,8
CAP, BEP	64,1	5,5	63,0	- 0,1	18 080	- 6,7	88 530	53,4	121 050	38,8
Bac ou équivalent	54,0	7,8	58,1	- 0,7	26 600	7,4	75 790	30,4	120 850	16,0
Bac plus 2 ans	56,3	3,3	60,4	9,9	31 100	37,7	97 360	n.s.	148 720	78,2
Supérieur à Bac plus 2 ans	50,7	1,2	66,3	0,0	57 120	24,1	140 340	37,7	222 430	29,5
Tranche de revenu disponible *(valeur en 2003)*										
Inférieur au 1er décile (7 060 euros)	51,8	- 5,0	29,6	- 3,3	4 280	ns	0	–	9 780	ns
4e-5e décile (14 900 euros – 17 940 euros)	57,3	2,3	63,4	5,4	21 130	6,7	69 030	62,4	104 770	38,5
Supérieur au 9e décile (40 070 euros)	52,3	5,6	90,1	0,9	110 020	23,5	156 310	56,0	261 890	58,0
Tranche de patrimoine privé *(valeur en 2003)*										
Inférieur au 1er décile (2 110 euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	810	8,0	0	–	810	6,6
4e-5e décile (71 160 euros – 112 180 euros)	65,4	2,4	79,0	0,1	17 350	7,5	72 230	42,7	91 920	34,3
Supérieur au 9e décile (450 060 euros)	45,2	3,8	95,5	- 0,4	318 410	39,7	366 000	64,3	656 380	52,2
Commune de résidence										
Commune rurale	61,2	7,2	77,9	4,1	24 960	2,9	99 090	58,0	135 980	36,6
Unité urbaine de moins de 20 000 habitants	59,4	0,8	53,0	- 0,1	22 500	18,7	97 420	78,8	136 750	61,6
Unité urbaine de 20 000 à 100 000 habitants	52,7	0,3	68,4	4,5	16 870	- 14,0	41 800	62,3	89 190	29,8
Unité urbaine de plus de 100 000 habitants	55,8	5,6	51,6	1,4	18 180	4,8	30 920	ns	81 900	30,0
Agglomération parisienne hors Paris	56,1	3,5	51,9	- 2,4	19 400	4,9	30 240	- 29,2	94 500	6,7
Ville de Paris	43,2	3,9	44,5	0,8	35 040	64,6	0	–	87 540	70,1

(a) Âge, catégorie socioprofessionnelle et diplôme de la personne de référence du ménage
ns : non significatif
Source : INSEE – enquêtes Patrimoine 1998 et 2004

Les personnes seules, avec ou sans enfant, représentent près de 40 % de la population française. Moins de la moitié d'entre elles sont propriétaires, la proportion étant légèrement plus forte pour les personnes seules (43,6 %) que pour les familles monoparentales (41,2 %). De ce fait, leur patrimoine immobilier médian est nul et, plus globalement, leur patrimoine privé médian peu élevé : 41 060 euros pour les personnes seules, et 34 900 pour les familles monoparentales, contre 112 180 euros pour l'ensemble de la population.

Les ménages dont la personne de référence exerce une profession libérale détiennent le patrimoine privé médian le plus élevé (443 030 euros en 2003) et présentent la plus forte proportion de propriétaires (81,5 %) en 2003. Mais bien que ce soit au sein de cette catégorie que la proportion de propriétaires a le plus fortement augmenté entre 1997 et 2003 (+ 5,4 points), la part de l'immobilier dans leur patrimoine croît moins vite que dans celui des professions intermédiaires et des employés.

Par ailleurs, le niveau d'étude, tout comme le revenu avec lequel il est fortement corrélé, joue un rôle important dans l'accumulation de patrimoine : plus la personne de référence du ménage a un diplôme élevé, plus son patrimoine privé est important. Les montants des patrimoines financier et immobilier détenus augmentent avec le décile de revenu. Par rapport à 1997, les niveaux de patrimoine ont d'autant plus augmenté que l'on se situait en haut de l'échelle des revenus. Mais, l'élasticité [8] du patrimoine au revenu étant identique aux deux dates, cela traduit seulement une évolution relative parallèle du patrimoine et des revenus.

La composition des patrimoines se révèle enfin très différente selon le lieu d'habitation des ménages. La part du patrimoine immobilier des ménages habitant à Paris est en moyenne inférieure (43,2 %) à celle de leur patrimoine financier, à l'inverse des ménages n'y habitant pas. Cela s'explique à la fois par la faible proportion de propriétaires dans la capitale (44,5 %, contre 60,5 % dans la France métropolitaine) et, dans une moindre mesure, par l'importance relative de leur patrimoine financier : les Parisiens non propriétaires ont un patrimoine financier médian (13 000 euros) plus élevé que celui des non-propriétaires installés en province (8 240 euros).

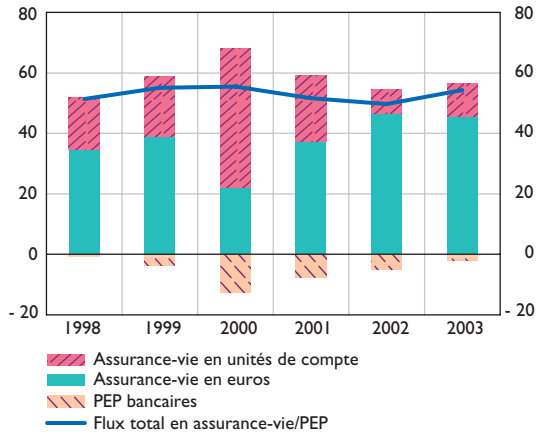
4| Le patrimoine financier des ménages s'est recomposé : renforcement de la part de l'assurance-vie au détriment de celle des autres produits d'épargne

Le patrimoine financier des ménages, tel que décrit par les comptes financiers nationaux selon des regroupements identiques à ceux des enquêtes Patrimoine 1998 et 2004, se décompose en dépôts de différentes formes (dépôts à vue, épargne logement, livrets d'épargne, autres dépôts), plans d'épargne populaire (PEP) bancaires, produits d'assurance-vie et valeurs mobilières (cf. encadré 2).

Sur la période étudiée, l'assurance-vie est le seul actif dont la part progresse dans des proportions importantes au sein du patrimoine financier des ménages (39,8 % en 2003, après 31,6 % en 1997, cf. tableau 3). Assortie d'avantages fiscaux spécifiques [9] ainsi que d'un rendement relativement stable sur les fonds en euros, l'assurance-vie a attiré des flux de placement réguliers et importants entre 1998 et 2003 : plus de 50 milliards d'euros chaque année (cf. graphique 4). Ce placement est également perçu

Graphique 4 Flux de placement en assurance-vie et en PEP bancaires

(en milliards d'euros courants)



Note : Les PEP assurances sont comptabilisés avec l'assurance-vie.
Source : Banque de France – comptes financiers

8 *L'élasticité du patrimoine au revenu permet de mesurer l'incidence de la variation du revenu sur le montant global du patrimoine. Une élasticité de 1,13 signifie qu'une variation de revenu de 1 % se traduit par une variation (de même signe) de patrimoine de 1,13 %.*

9 *Notamment l'exonération des droits de succession sur les primes versées avant 70 ans dans la limite de 152 500 euros et l'exonération, dans la limite d'un plafond annuel, de l'imposition sur les produits des contrats*

Tableau 3 Patrimoine financier des ménages

(encours, flux et valorisations en milliards d'euros courants ; parts en %)

	1997		2003		Flux cumulés 1998-2003	Valorisation 1998-2003
	Encours	Part	Encours	Part		
Dépôts à vue	172	11,1	218	10,5	58	ns
Épargne logement	187	12,0	253	12,1	66	ns
Livrets d'épargne	229	14,8	308	14,7	79	ns
Autres dépôts	52	3,3	35	1,7	- 17	ns
PEP bancaires	78	5,0	46	2,2	- 32	ns
Assurance-vie	490	31,6	830	39,8	349	- 9
Valeurs mobilières	343	22,1	396	19,0	- 8	44
Patrimoine financier	**1 550**	**100,0**	**2 085**	**100,0**	**497**	**34**

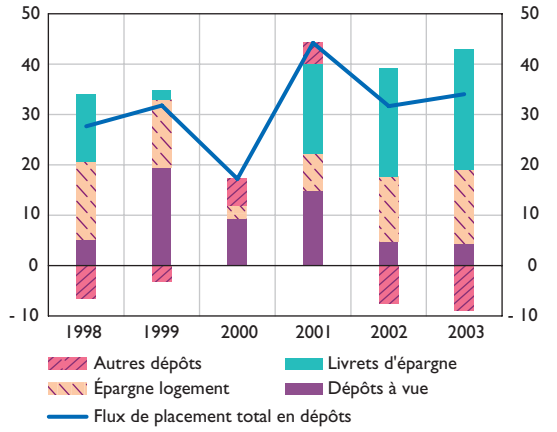
Lecture : la part des valeurs mobilières dans le patrimoine financier des ménages est passée de 22,1 % fin 1997 à 19,0 % fin 2003. Le flux cumulé de leurs placements en valeurs mobilières, négatif sur la période 1998-2003 (- 8 milliards d'euros), signifie que les ménages ont été vendeurs nets tandis que la valorisation cumulée positive (44 milliards d'euros) indique que leurs avoirs correspondants se sont appréciés.
ns : non significatif
Source : Banque de France – comptes financiers et statistiques monétaires

par les ménages comme un produit leur permettant de constituer une épargne à long terme dans un contexte persistant d'incertitude sur le niveau des retraites futures. Du fait de l'érosion des taux servis sur les contrats en francs puis en euros et de la bonne orientation des marchés boursiers, la part des contrats libellés en unités de compte [10], dont la valeur dépend largement du cours des actions, a fortement progressé jusqu'en 2000 pour atteindre environ 22 % des réserves des sociétés d'assurance, contre 10 % en début de période. Cette part a ensuite baissé en 2001 et surtout en 2002 (17,4 %) du fait de la baisse des cours boursiers et partant, du moindre attrait des supports libellés en unités de compte, avant de remonter légèrement à partir de 2003 (18,4 %). La part de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages est proche de 40 % (39,8 % en 2003), mais le taux de détention de ce type de placements reste encore relativement faible en 2003 (28 %), signe d'une forte concentration des souscripteurs chez certaines catégories de ménages.

S'agissant des placements en dépôts, les flux sur dépôts à vue ont été positifs chaque année entre 1998 et 2003, les ménages ayant cherché à disposer d'une part relativement stable de leurs avoirs sous une forme liquide, tandis que les autres catégories de dépôts, notamment ceux à terme, ont fait l'objet de retraits en fin de période (cf. graphique 5). Les livrets d'épargne et l'épargne logement ont été eux aussi régulièrement alimentés, sauf pendant les années 1999 et 2000, ce qui laisse à penser qu'une partie des flux qui leur sont habituellement destinés ont été réorientés vers d'autres produits, tels que les contrats d'assurance-vie en unités de compte ou les titres d'OPCVM.

Graphique 5 Flux de placement en dépôts

(en milliards d'euros courants)



Source : Banque de France – comptes financiers

10 *Un contrat en unités de compte est un contrat dont les garanties sont exprimées par référence à un ou plusieurs supports (parts ou actions de valeurs mobilières ou immobilières) : elles varient comme les valeurs qui leur servent de référence.*

5| L'évolution des portefeuilles de valeurs mobilières reflète davantage celle des cours boursiers que des flux de placement

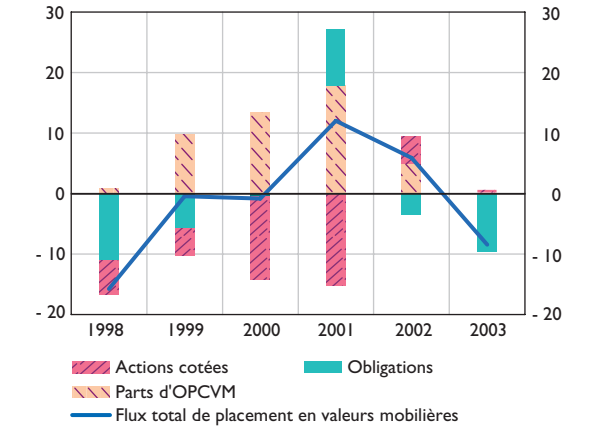
Si l'on cumule les flux de placement sur la période, il apparaît que les ménages ont été au total vendeurs nets d'obligations (à hauteur de 21,2 milliards d'euros) et d'actions cotées (33,3 milliards d'euros) alors qu'ils ont été acheteurs nets de titres d'OPCVM (pour 47 milliards, cf. graphique 6).

Compte tenu de ce renforcement de la détention collective de titres, la part des valeurs mobilières dans le patrimoine financier des ménages ne s'est que légèrement réduite.

Déjà faible en début de période, le montant des obligations détenues en direct par les ménages a été quasiment divisé par deux. La part des actions cotées s'est aussi globalement réduite (4,2 % en 2003, contre 4,9 % en 1997), tout en fluctuant au gré des évolutions boursières avec un point haut en 1999-2000 (6,5 %) avant l'éclatement de la bulle internet, et un point bas en 2002 (3,7 %). La part des titres d'OPCVM a en revanche peu varié : de l'ordre de 12,7 % en 2003, elle n'a diminué que de 0,5 point par rapport à 1997. Elle a fluctué avec les variations des cours boursiers observées sur la période, moins nettement il est vrai que celle des actions cotées, en raison de la plus grande diversité des actifs figurant dans le portefeuille des OPCVM.

Graphique 6 Flux de placement en valeurs mobilières

(en milliards d'euros courants)



Source : Banque de France – comptes financiers

De nombreux déterminants influencent les décisions que prennent les ménages concernant le niveau de leur épargne et la composition de leur patrimoine, et en particulier leurs choix d'investir dans des produits plus ou moins risqués. La propension des ménages à la prise de risque et leur attitude vis-à-vis du temps jouent un rôle important, de même que les caractéristiques des actifs offerts à leur choix, leur complémentarité ou substituabilité, ou encore les coûts de transaction qui y sont associés (INSEE, 2004). Pour éclairer les comportements patrimoniaux, il importe également d'apprécier le degré d'exposition au risque dans ses différentes dimensions (famille, emploi, santé, longévité). La typologie des portefeuilles financiers qui suit s'appuie notamment sur quelques éléments d'appréciation de l'incertitude à laquelle le ménage peut être confronté.

6| Cinq portefeuilles financiers types plus ou moins diversifiés

À l'aide des méthodes statistiques d'analyse de données (dans notre cas une classification ascendante hiérarchique), une typologie des portefeuilles financiers des ménages selon les caractéristiques des détenteurs a pu être réalisée sur la base des données de l'enquête Patrimoine 2004. Chaque ménage peut composer son portefeuille de livrets d'épargne (hors comptes chèques), d'épargne logement, d'assurance-vie ou de valeurs mobilières. L'analyse souligne l'importance de trois facteurs dans la composition du portefeuille financier des ménages : l'âge, le revenu et le niveau de patrimoine. En effet, les ménages ont naturellement des besoins différents en début de vie active et une fois à la retraite, et ils n'ont pas les mêmes capacités d'épargne selon qu'ils disposent d'un faible revenu ou d'un revenu élevé. Ainsi, cinq portefeuilles financiers types peuvent être mis en évidence selon la capacité d'épargne et les besoins des ménages (cf. tableaux 1 et 2 en annexe).

32 % des ménages ont un portefeuille financier composé exclusivement de livrets d'épargne

Le portefeuille le plus répandu chez les Français (32,0 %) est uniquement constitué de livrets d'épargne, produits sûrs et liquides. Les détenteurs de ce type de portefeuille ont des revenus et patrimoines faibles. Ils sont pour la plupart ouvriers ou employés (62 %) et sont soit en début de vie active (moins de 30 ans), soit à la retraite (70 ans ou plus). Compte tenu de leur faible capacité d'épargne, ils privilégient des placements liquides adaptés à leurs besoins d'encaisses de transaction et répondant de surcroît, par leur nature non risquée, à un motif de précaution. L'augmentation de la capacité d'épargne des ménages semble les conduire dans un premier temps à adopter des stratégies d'épargne à plus long terme, mais privilégiant toujours des produits non risqués, comme l'épargne logement et l'assurance-vie.

11 % des ménages combinent comptes sur livret et assurance-vie au sein de leur portefeuille

En 2003, 10,8 % des ménages placent l'essentiel de leur épargne dans des contrats d'assurance-vie et dans des livrets, avec pour objectifs de préparer leur retraite et de protéger leurs proches. Ce sont principalement des ménages âgés, à revenu moyen mais également des familles monoparentales et des ménages ayant connu de longues périodes de chômage. Ce sont donc vraisemblablement les motifs de précaution, de préparation de la retraite ou de protection des accidents de la vie qui prédominent.

17 % des ménages privilégient l'épargne logement

Les ménages plus jeunes (moins de 40 ans) non propriétaires, ayant un enfant et des revenus inférieurs au niveau médian privilégient l'épargne logement (placement à la fois long et non risqué). C'est ainsi que 17,2 % des ménages composent en 2003 leur portefeuille d'épargne logement et de livrets d'épargne principalement dans un but d'accession à la propriété. Ces ménages ont, pour certains d'entre eux, connu de courtes périodes de chômage. Leur épargne, qui s'inscrit plutôt dans une logique de cycle de vie, leur permet de constituer un apport personnel alors qu'ils ont des besoins probablement croissants en matière de logement, mais butent sur leur faible capacité d'épargne.

24 % des ménages ont un portefeuille diversifié

Pour les ménages propriétaires de leur résidence principale et dont la capacité d'épargne est plus importante, on observe une diversification du patrimoine financier. C'est ainsi que 24,5 % d'entre eux retiennent dans la composition de leur portefeuille les quatre grandes familles d'actifs : livrets d'épargne, épargne logement, assurance-vie et titres. Les ménages les plus représentatifs de cette classe sont aisés. Un tiers des ménages de cette classe possèdent un patrimoine et un revenu disponible très élevés (supérieurs au neuvième décile), ils exercent une profession de cadre, sont titulaires d'un diplôme d'une grande école ou d'un deuxième ou troisième cycle d'université. On peut y associer les ménages ayant une profession intermédiaire (25,3 %), titulaires d'un diplôme du premier cycle et détenant un patrimoine compris entre le sixième et le septième décile (11,5 % des ménages de la classe).

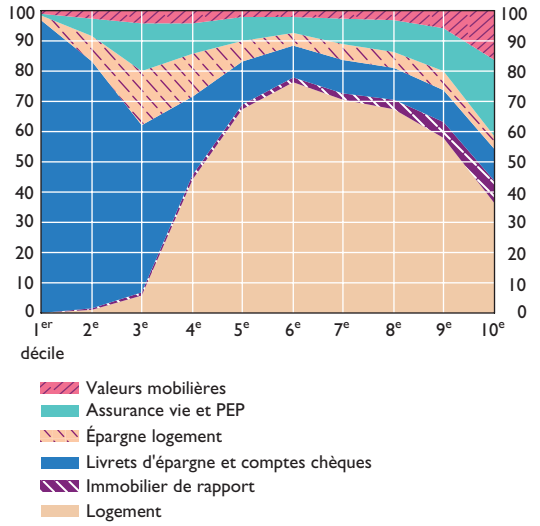
16 % des ménages privilégient les valeurs mobilières et l'assurance-vie

Les ménages à haut revenu ne choisissent pas tous de diversifier leurs placements financiers. En effet, 15,5 % des Français détiennent un patrimoine financier composé essentiellement d'actifs risqués tels que des valeurs mobilières et contrats d'assurance-vie libellés en unités de compte. Ils perçoivent de hauts revenus et possèdent un patrimoine élevé (dernier décile), leurs parents possédant ou ayant également possédé des titres. Ils ont pour la plupart entre 50 et 60 ans, sont propriétaires de leur résidence principale, et souvent d'une résidence secondaire, et n'ont connu aucune période de chômage.

Cette typologie renvoie à la structure du patrimoine privé par décile (cf. graphique 7), les ménages diversifiant plus facilement leur patrimoine privé lorsqu'ils bénéficient d'un environnement favorable : cadre familial stable, revenu élevé, absence de risque de chômage. Ainsi, les 10 % les mieux lotis disposent d'un patrimoine privé composé pour 36,2 % de logement, 7,7 % d'immobilier de rapport, 10,1 % de livrets d'épargne et de comptes chèques, 4,3 % d'épargne logement, 25,4 % d'assurance-vie et 16,3 % de valeurs mobilières tandis que les 10 % les moins riches détiennent 96,9 % de leur patrimoine privé sous forme de livrets d'épargne et de comptes chèques.

Graphique 7 Structure du patrimoine privé par décile de patrimoine en 2003

(en %)



Lecture : Les 10 % des ménages les plus riches en termes de patrimoine privé (10e décile) ont un patrimoine privé composé pour 36,2 % de logement, 7,7 % d'immobilier de rapport, 10,1 % de livrets d'épargne et de comptes chèques, 4,3 % d'épargne logement, 25,4 % d'assurance-vie et 16,3 % de valeurs mobilières.

Source : INSEE – enquête Patrimoine 2004

7| Actifs financiers risqués : une détention plus marquée en 2003 qu'en 1997

Le patrimoine financier des ménages peut également être caractérisé par la détention et l'importance des actifs risqués. Un actif est dit risqué s'il peut connaître de fortes variations de prix ; tel est le cas notamment des actions cotées, ainsi que des parts d'OPCVM non monétaires et des contrats d'assurance-vie en unités de compte.

Sur la période étudiée et selon cette définition, l'épargne financière des ménages s'est davantage orientée vers des placements risqués : la part des actifs risqués dans leur patrimoine financier est ainsi passée de 14,0 % en 1997 à 19,2 % en 2003, après avoir connu un point haut à 23,8 % en 2000. Cette progression est due largement aux contrats d'assurance-vie en unités de compte : si on les exclut des actifs risqués, le ratio correspondant passe de 10,8 % en 1997 à 11,8 % en 2003 (et 16,0 % en 2000). L'enquête Patrimoine de 1998 ne distinguant pas les contrats en unités de compte, ceux-ci sont considérés comme non risqués dans les analyses « toutes choses égales par ailleurs » réalisées pour les deux années 1997 et 2003, ce qui conduit à sous-estimer quelque peu la détention d'actifs risqués. Dans un contexte marqué par d'amples fluctuations des cours sur les marchés financiers, il est intéressant d'appréhender les caractéristiques des ménages détenant des actifs financiers risqués et de chercher à expliquer leur comportement à l'aide d'une analyse « toutes choses égales par ailleurs » en 1997 et 2003. Le modèle qualitatif présenté dans le paragraphe suivant (cf. tableau 4) mesure l'incidence de chacune des caractéristiques des ménages (âge, catégorie socioprofessionnelle, type de ménage, détention d'actif risqué par les parents, revenu, etc.) sur la probabilité de détenir un actif financier risqué. Plus exactement, ce qui est mesuré est l'écart entre la probabilité de détenir un actif financier risqué dans la situation de référence et dans la situation étudiée, la situation de référence étant celle des chefs de ménage de 40 à 49 ans, exerçant une profession intermédiaire dans le secteur public, vivant en couple avec deux enfants et appartenant au 5e décile de patrimoine et de revenus.

La théorie économique met l'accent sur l'importance, dans la détermination des comportements d'épargne et des choix de portefeuille, de caractéristiques telles que le degré d'aversion à l'égard du risque, la prudence, la tempérance et la préférence temporelle pour le présent. Les données des enquêtes Patrimoine 1998 et 2004 ne permettent pas l'introduction directe de ces variables (cf. encadré 3). Cependant, la présence dans les modèles retenus de l'âge et du sexe, auxquels ces caractéristiques d'aversion au risque ou de prudence sont liées, permet une prise en compte indirecte et très partielle. Par ailleurs, des variables visant à décrire l'exposition des ménages au risque (stabilité de l'emploi, difficultés financières) ont été introduites dans un modèle initial. Elles n'ont finalement pas été retenues, ne s'étant pas révélées significatives.

Entre 1997 et 2003, la proportion de ménages détenant un actif risqué a augmenté ; en particulier, la probabilité de détenir un produit de ce type pour un ménage dans la situation de référence est passée de 7,0 % en 1997 à 9,4 % en 2003 [11] (cf. tableau 4). En 1997, le chef de

11 *Cette même probabilité est de 10,1 % lorsque l'on classe les contrats d'assurance-vie en unités de compte avec les actifs risqués en 2003.*

Tableau 4 Probabilité de détenir un actif financier risqué en 1997 et en 2003 (modèle qualitatif – logit)

(probabilité en %)

	1997		2003	
Probabilité de la situation de référence *(en %)*	7,0		9,4	
	Coefficient (a)	**Effet marginal**	**Coefficient** (a)	**Effet marginal**
CONSTANTE	**- 2,59**		**- 2,27**	
Âge (b)				
Moins de 30 ans	ns		ns	
De 30 à 39 ans	ns		0,29 **	2,8
De 40 à 49 ans	*réf.*		*réf.*	
De 50 à 59 ans	ns		ns	
De 60 à 70 ans	ns		ns	
70 ans ou plus	ns		- 0,31 *	- 2,3
Catégorie socioprofessionnelle (b)				
Indépendant	ns		n.s.	ns
Salarié				
Cadre	n.s.		0,25 **	2,4
Profession intermédiaire	*réf.*		*réf.*	
Employé	ns	ns	n.s.	n.s.
Ouvrier	- 0,59 ***	- 3,0	- 0,36 ***	- 2,7
Autre salarié	ns		ns	
Inactif	- 0,62 **	- 3,1	- 0,76 *	- 4,8
Travaille dans le secteur privé (b)				
Oui	0,29 ***	2,1	0,14 *	1,3
Non	*réf.*		*réf.*	
Type de ménage				
Personne seule	0,74 ***	6,6	0,92 ***	11,2
Couple sans enfant	0,35 **	2,7	0,40 ***	4
Couple avec 1 enfant	ns		0,30 **	2,9
Couple avec 2 enfants	*réf.*		*réf.*	
Couple avec 3 enfants ou plus	0,27 *	- 1,6	ns	
Famille monoparentale	0,34 *	2,6	ns	
Autres cas	ns		ns	
Parents détenteurs				
Oui	0,80 ***	7,2	0,60 ***	6,8
Non	*réf.*		*réf.*	
Décile de revenu disponible				
1er décile	ns		ns	
2e décile	- 0,37 *	- 2,1	- 0,24 *	- 1,9
3e décile	- 0,45 **	- 2,4	- 0,22 *	- 1,7
4e décile	ns		ns	
5e décile	*réf.*		*réf.*	
6e décile	ns		ns	
7e décile	ns		ns	
8e décile	0,41 **	3,1	0,41 **	4,1
9e décile	0,44 **	3,5	0,45 **	4,5
10e décile	0,62 ***	5,2	0,61 ***	6,6
Décile de patrimoine privé				
1er décile	- 2,54 ***	- 6,4	- 2,72 ***	- 8,7
2e décile	- 1,36 ***	- 5,1	- 1,16 ***	- 6,2
3e décile	- 0,78 ***	- 3,6	- 0,55 ***	- 3,8
4e décile	ns		ns	
5e décile	*réf.*		*réf.*	
6e décile	ns		ns	
7e décile	0,67 ***	5,8	0,41 ***	4,1
8e décile	0,88 ***	8,3	0,67 ***	7,5
9e décile	1,20 ***	12,9	1,11 ***	14,5
10e décile	2,34 ***	36,7	1,94 ***	32,4

*(a) Réf. : situation de référence, *** coefficient significatif au seuil de 1 %, ** coefficient significatif au seuil de 5 %, * coefficient significatif au seuil de 10 %, ns : coefficient non significatif*
(b) Âge, catégorie socioprofessionnelle et statut d'emploi de la personne de référence du ménage
Note : Dans cette analyse, les contrats en unités de compte ne sont pas considérés comme des actifs financiers risqués. Par ailleurs, afin d'intégrer l'aversion au risque dans le modèle, les variables « risque de chômage » et « problème d'argent » ont été introduites mais ressortent non significatives.
Lecture : En 2003, les ménages dont la personne de référence est âgée de 30-39 ans ont une probabilité de détenir un actif risqué supérieure de 2,8 points aux ménages âgés de 40-49 ans (situation de référence), soit 12,2 %, toutes leurs autres caractéristiques prises en compte dans le modèle étant identiques et égales à la situation de référence.
Champ : Ménages ayant un patrimoine financier.
Source : INSEE – enquêtes Patrimoine 1998 et 2004

ménage détenteur type d'un actif risqué perçoit un revenu élevé et détient un patrimoine important. Issu d'une famille dont les parents détenaient eux-mêmes des actifs risqués, il vit dans un ménage sans enfant. En 2003, le chef de ménage détenteur type a les mêmes caractéristiques qu'en 1997 mais l'écart s'est creusé avec les ménages ayant les caractéristiques de référence. De plus, certaines caractéristiques d'âge et de catégorie sociale deviennent significatives : les cadres et les ménages de 30 à 39 ans détiennent plus fréquemment des produits risqués. Enfin, les salariés du privé restent plus souvent détenteurs que ceux du public mais l'écart diminue.

En effet, les ménages qui disposent d'un patrimoine important sont mieux à même de le diversifier : ayant couvert leurs besoins prioritaires de logement, d'encaisses de transaction et de précaution, ils peuvent plus facilement consacrer une partie de leur patrimoine à des actifs plus risqués, dont ils espèrent sans doute un meilleur rendement. S'agissant des ménages à hauts revenus, leur capacité d'épargne élevée est de nature à faciliter l'aménagement de leur structure de patrimoine, et en particulier vers les produits risqués. Néanmoins, l'écart en termes de détention d'actifs risqués entre les ménages à faible patrimoine et ceux à patrimoine élevé est resté stable entre 1997 et 2003. La correction boursière du début des années 2000 n'a donc pas dissuadé les ménages à patrimoine élevé de détenir des actifs risqués.

Des considérations analogues semblent prévaloir chez les cadres qui, en 2003, détiennent un peu plus souvent des actifs risqués que les autres catégories sociales. Ainsi, la probabilité pour les cadres de détenir un actif risqué est, en 2003, supérieure de 2,4 points à ce qu'elle est pour les ménages exerçant une profession intermédiaire. Une interprétation possible est que l'environnement socioprofessionnel des cadres facilite leur accès à l'information sur les différents actifs financiers.

Enfin, si l'on constate de manière générale une forte reproduction des comportements patrimoniaux d'une génération à l'autre, il semble que ce soit également le cas pour la détention d'actifs risqués : les ménages dont les parents détenaient de tels produits sont toutes choses égales par ailleurs plus susceptibles d'en détenir eux-mêmes, soit qu'ils en aient hérité, soit qu'ils soient devenus plus familiers de la possession de ce type d'actifs.

Au total, la taille du patrimoine, le niveau de revenu et le degré d'information sur les placements financiers dont les ménages peuvent disposer restent des facteurs déterminants de la détention d'actifs risqués.

ENCADRÉ 3

Aversion/exposition au risque et choix de portefeuille

La théorie économique standard du cycle de vie (cf. Brumberg R. et Modigliani F., 1954) décrit un monde sans incertitude où les individus sont supposés patients et rationnels et où les marchés financiers sont parfaits. Les développements ultérieurs de cette théorie ont cherché à s'affranchir de ces hypothèses réductrices et ont mis l'accent sur l'importance, dans les comportements d'épargne et les choix de portefeuille, des préférences individuelles telles que le degré d'aversion à l'égard du risque, la prudence, la tempérance, la préférence temporelle pour le présent ou encore l'altruisme.

*Depuis 1998, les enquêtes Patrimoine comportent un volet complémentaire (questionnaire recto-verso) qui vise à apprécier l'exposition et le degré d'aversion au risque des individus. En 1997, 2 950 ménages ont fourni des réponses exploitables à ce volet complémentaire, soit 28,9 % des 10 200 ménages interrogés au questionnaire principal. Le dispositif de 1998 (mais pas celui de 2004) a été complété par une enquête spécifique sur les comportements face au risque et à l'avenir qui a permis la construction de scores mesurant directement ces paramètres de préférence. 1 135 questionnaires complets de cette enquête spécifique ont ainsi été recueillis. L'aversion au risque et la préférence pour le présent sont mesurées à l'aide de questions portant sur trois aspects : choix de loteries, opinions ou intentions, réactions à des scénarios fictifs. Chaque question se rattache à au moins une de ces caractéristiques que l'on cherche à mesurer et chacune des modalités de réponse proposées est censée correspondre à un degré de son expression chez le sujet interrogé. On peut ainsi construire pour chaque individu enquêté un « score » individuel résumant son attitude face au risque et au temps ou quant à son degré d'altruisme. Pour compléter ce score, chaque enquêté est invité à se positionner sur des échelles graduées, exprimant ainsi la perception qu'il a lui-même de son profil au regard des caractéristiques considérées. Comme à l'accoutumée, s'agissant de variables qualitatives et subjectives, les régressions opérées sur ces variables ont un faible pouvoir explicatif. Cependant, l'âge et le sexe paraissent exercer une influence significative sur chacune d'entre elles. La méthodologie et les résultats de l'enquête de 1998 ont été publiés dans le numéro spécial 374-375 d'*Économie et Statistique *(INSEE, 2004).*

Compte tenu des différences entre 1997 et 2003 dans le protocole de recueil d'information sur l'aversion au risque et de la taille réduite des échantillons de répondants, les modélisations de détention d'actifs présentées ici ne retiennent pas d'indicateurs directs de l'aversion au risque parmi les variables explicatives. L'approche retenue dans cet article pour modéliser la détention d'actifs risqués s'appuie sur l'étude « Gestion du risque et comportements patrimoniaux » (cf. Arrondel L. et Masson A., 1996). Cette étude, menée à partir de l'enquête Actifs financiers de 1992, prend en compte les éléments d'environnement et d'exposition au risque des individus à travers des variables comme le secteur d'activité professionnelle, la catégorie socioprofessionnelle, l'âge, le niveau de patrimoine et de revenu. Le rôle important de l'information sur les transactions en matière de comportement de détention d'actifs risqués se reflète dans le niveau de diplôme et la présence des mêmes actifs dans le portefeuille des parents. Par ailleurs, la fréquente dégressivité des coûts de transaction, de détention et de gestion de portefeuille peut aussi induire des différences de comportements financiers en fonction du niveau de revenu et de patrimoine du ménage. Enfin, l'attrait ou l'aversion pour le risque sont partiellement pris en compte par les différences d'âge et de patrimoine, mais peuvent également se refléter dans la situation professionnelle du ménage (choix du secteur d'activité, catégorie sociale, etc.).

Annexe

Tableau 1 Évolution du montant moyen de chaque famille d'actifs financiers entre 1997 et 2003

(en euros courants)

	Dépôts		Assurance vie et PEP		Valeurs mobilières	
	1997	2003	1997	2003	1997	2003
Âge						
Moins de 30 ans	3 930	3 630	11 840	12 270	5 570	8 570
De 30 à 40 ans	5 230	4 820	21 880	25 560	9 360	11 430
De 40 à 50 ans	5 740	6 340	34 090	49 030	20 140	22 180
De 50 à 60 ans	9 240	8 840	44 870	59 610	36 370	26 600
De 60 à 70 ans	9 450	9 330	38 770	104 690	36 180	65 190
70 ans ou plus	10 770	10 760	47 830	81 280	72 040	55 250
Catégorie socioprofessionnelle						
Agriculteur exploitant	9 140	8 990	37 220	80 740	35 070	28 720
Artisan, commerçant, chef d'entreprise	12 020	10 300	68 120	108 000	63 080	70 210
Profession libérale	12 920	17 450	82 850	87 290	121 030	73 180
Cadre, profession intellectuelle supérieure	9 770	10 880	45 080	80 640	44 940	37 890
Profession intermédiaire	7 570	7 020	33 090	51 930	21 240	20 530
Employé	5 960	5 370	33 890	48 810	24 300	18 690
Ouvrier	4 980	4 660	21 150	31 390	7 380	12 370
Inactif	2 970	2 620	20 620	22 720	3 380	6 450
Type de ménage						
Personne seule	8 350	8 410	37 960	74 610	35 110	39 380
Couple sans enfant	9 580	9 650	42 780	79 360	41 040	43 850
Couple avec 1 enfant	6 360	6 640	34 660	44 420	19 980	21 700
Couple avec 2 enfants	5 440	5 080	26 300	38 170	20 080	18 430
Couple avec 3 enfants ou plus	3 950	5 670	30 550	44 750	27 280	17 550
Famille monoparentale	5 070	4 800	29 090	44 870	12 380	22 550
Autres cas	10 310	7 080	42 990	50 250	72 610	21 580
Diplôme obtenu						
3ème cycle, grandes écoles	9 910	12 000	50 400	83 190	53 300	50 840
1er et 2ème cycle université, DUT, BTS	7 550	7 580	31 360	60 250	24 360	20 580
Bac général	9 740	8 060	59 830	96 260	63 660	39 310
Bac technique	6 330	7 460	31 120	49 980	23 940	13 060
BEPC	7 180	6 770	42 660	71 390	27 020	26 450
CAP, BEP	5 880	5 370	27 220	45 190	10 920	18 710
CEP, DFEO	8 040	7 850	38 470	65 130	32 790	23 180
Sans diplôme	6 200	5 830	27 110	50 270	19 600	53 990

Source : INSEE – enquêtes Patrimoine 1998 et 2004

Tableau 2 Typologie des portefeuilles financiers détenus par les ménages français en 2003
Caractéristiques des ménages sur-représentés pour chaque portefeuille, par ordre décroissant de sur-représentation

Portefeuille 1 : 32,0 % des ménages Livrets d'épargne uniquement
1er et 2e déciles de patrimoine global
1er décile de revenu disponible
Non propriétaire
Sans diplôme
Ouvrier
Employé
Plus de 70 ans
Moins de 30 ans

Portefeuille 2 : 10,8 % des ménages Livrets et assurance-vie
60-70 ans, 70 ans ou plus
CEP, sans diplôme
3e et 5e déciles de patrimoine global
4e et 5e déciles de revenu disponible
Famille monoparentale
Chômage de longue durée

Portefeuille 3 : 17,2 % des ménages Livrets et épargne logement
Moins de 40 ans
3e et 4e déciles de patrimoine global
Courte période de chômage
1 enfant
Non propriétaire
Employé du secteur public
Commune de moins de 20 000 habitants

Portefeuille 4 : 24,5 % des ménages Portefeuilles diversifiés : détention croisée de livrets d'épargne, assurance-vie, épargne logement et valeurs mobilières
9e et 8e déciles de patrimoine global
9e décile de revenu disponible
Cadre
Diplôme du 2e ou 3e cycle, grandes écoles
Propriétaire (résidence principale et résidence secondaire)
Profession intermédiaire
7e décile de patrimoine global
Diplôme du 1er cycle

Portefeuille 5 : 15,5 % des ménages Assurance-vie, PEP et valeurs mobilières
Propriétaire (résidence principale et résidence secondaire)
Cadre
9e décile de patrimoine global
9e décile de revenu disponible
Diplôme du 2e ou 3e cycle, grandes écoles
Indépendant
Marié
50 à 60 ans
Profession libérale
Paris

Note : Ces différents portefeuilles sont issus d'une classification ascendante hiérarchique effectuée sur les ménages possédant un patrimoine financier.
Source : INSEE – enquête Patrimoine 2004

Bibliographie

Arrondel (L.) (1996)
« Patrimoine des ménages : toujours le logement, mais aussi les actifs de précaution », *Économie et Statistique*, n° 296-297, INSEE

Arrondel (L.) et Masson (A.) (1996)
« Gestion du risque et comportements patrimoniaux », *Économie et Statistique*, n° 296-297, INSEE

Boissinot (J.) et Friez (A.) (2006)
« Épargne et patrimoine des ménages : données macroéconomiques et données d'enquête », dans *L'économie française*, édition 2006, INSEE Références

Brumberg (R.) et Modigliani (F.) (1954)
"*Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data*", Éd. Kurihara, *Postkeynesian Economics*, Rutzers University Press

Cordier (M.) et Girardot (P.) (2007)
« Comparaison et recalage des montants de l'enquête Patrimoine sur la comptabilité nationale », *Document de travail*, n° F0702, INSEE

Cordier (M.), Houdré (C.) et Rougerie C. (2006)
« L'évolution des inégalités de patrimoine entre 1992 et 2004 », dans *Les revenus et le patrimoine des ménages*, édition 2006, INSEE Références, octobre

Cordier (M.) et Rougerie (C.) (2004)
« Patrimoine des ménages début 2004 : le déploiement de l'épargne salariale », INSEE Première, n° 985

INSEE (1999)
« Revenus et patrimoine des ménages », *Synthèses*, n° 28, INSEE

INSEE (2004)
« Préférences de l'épargnant et accumulation patrimoniale », *Économie et Statistique*, n° 374-375

Kessler (D.) et Masson (A.) (1988)
« Qui possède quoi, et pourquoi ? », *Revue financière*, n° 10

Lollivier (S.) et Verger (D.) (1988)
« D'une variable discrète a une variable continue, une application de la méthode des résidus simulés », Mélanges économiques en l'honneur d'Edmond Malinvaud, *Economica*

Marionnet (D.) (2005)
« Placements financiers des ménages français : comparaisons européennes (1995-2004) », *Bulletin* de la Banque de France, n° 143, novembre

Marionnet (D.) (2007)
"*The final financial investment of French households*", *Irving Fisher Committee Bulletin*, n° 25, Banque des Règlements internationaux, mars

La destination finale de l'épargne des ménages

Annabelle RINCON
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études et Statistiques des opérations financières

Cet article vise à décrire l'allocation finale du patrimoine financier des ménages français, à savoir sa contribution aux différents types de financement des activités économiques non financières. En effet, si la composition initiale des portefeuilles des ménages renseigne sur leurs choix globaux en matière de gestion d'actifs et de risques, elle éclaire peu sur leur contribution aux différents circuits de financement. Pour mesurer celle-ci, il convient d'identifier les emplois auxquels les institutions financières consacrent in fine *les placements qu'elles collectent auprès des ménages.*

À la différence des actifs directement investis auprès des agents non financiers (actifs dits « finaux »), les actifs placés auprès des institutions financières (établissements de crédit, OPCVM, sociétés d'assurance,…) sont donc retraités afin de mettre en transparence ces intermédiaires. En partant de l'hypothèse qu'il n'y a pas d'affectation des ressources aux emplois, cette mise en transparence s'obtient en appliquant aux opérations internes au secteur financier la structure de leurs emplois finaux : la répétition de ce calcul permet ainsi de converger vers une estimation de la destination finale des placements des ménages.

Cette démarche fait apparaître que les emplois auxquels les institutions financières destinent ces placements sont assez diversifiés au plan géographique, une bonne part étant investie hors de France, en actifs d'autres pays de la zone euro ainsi que du reste du monde. Elle montre également qu'ils sont principalement consacrés à des investissements en titres de dette publique : alors que les titres émis par les administrations publiques, françaises et de la zone euro, représentent une part marginale dans les placements directs des ménages, le processus d'intermédiation de l'épargne aboutit ainsi à leur donner une place prépondérante dans les emplois finaux de leur patrimoine financier.

Mots-clés : Ménages, patrimoine financier, enquête patrimoine, épargne, intermédiation, diversification, dépôts, crédits, titres de créance, valeurs mobilières, actions, OPCVM, sociétés d'assurance

Codes JEL : G00, G11, G2, D01, D14

1| La composition initiale des placements des ménages

1|1 Les placements intermédiés représentent une part prépondérante de l'épargne des ménages

À fin 2006, les placements des ménages français intermédiés par les institutions financières représentent 2 853 milliards d'euros, soit 87 % des 3 286 milliards d'euros de leur patrimoine financier. Le rôle de l'intermédiation est donc prépondérant dans la gestion de l'épargne des ménages en France, ces derniers ne consacrant qu'une part modeste de leurs placements aux actifs « finaux » finançant directement les agents non financiers (13 %, soit 433 milliards d'euros).

Les placements directs des ménages en actifs « finaux » sont constitués, pour l'essentiel, de valeurs mobilières (63,7 % en actions cotées et 15,7 % en titres de créance) et, dans une moindre mesure, de crédits aux agents non financiers (17,4 %).

Structure des placements des ménages
À fin 2006

(montant en milliards d'euros et part en %)

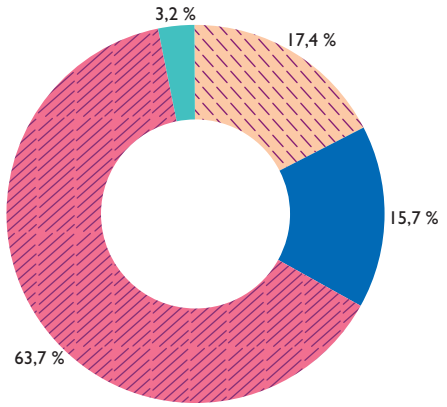
	Montant	Part
Dépôts et crédits	1 007,4	30,7
Titres de créance	168,8	5,1
Actions cotées	336,4	10,2
Actions non cotées	13,8	0,4
Titres d'OPCVM monétaires	110,6	3,4
Titres d'OPCVM non monétaires	414,3	12,6
Produits d'assurance	1 234,8	37,6
Total	**3 286**	**100**

Note : Dans un souci de simplification, la nomenclature utilisée dans cette étude regroupe les opérations de dépôt et de crédit. La prise en compte de la catégorie à laquelle appartiennent le créancier et le débiteur permet néanmoins de distinguer clairement la nature de ces opérations : les dépôts figurent essentiellement au passif des institutions financières, mais peuvent être détenus par tous les types d'agents, alors que les crédits sont un instrument de financement des agents non financiers.

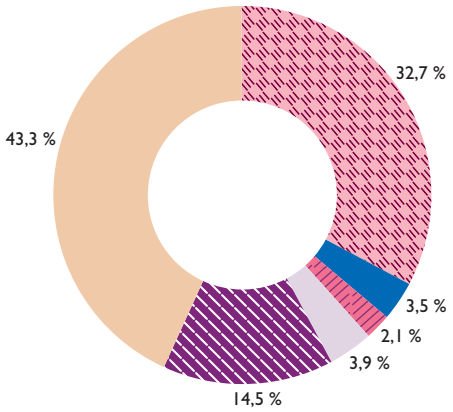
L'épargne des ménages confiée à des institutions financières est placée, pour l'essentiel, en produits d'assurance (43,3 %), en dépôts (32,7 %) et en titres d'OPCVM généraux et monétaires (respectivement 14,5 % et 3,9 %).

Graphiques 1 et 2 Structure des placements directs et intermédiés des ménages

Auprès des agents non financiers (ANF)



Auprès des agents financiers



Actions cotées | Actions non cotées | Crédits aux ANF | Dépôts et crédits
Produits d'assurance | Titres de créance | Titres d'OPCVM monétaires | Titres d'OPCVM non monétaires

Source : Banque de France, DESM-SESOF

1|2 La structure des placements des institutions financières diffère selon les catégories d'intervenants

Chaque catégorie d'intermédiaire financier se caractérise par une structure spécifique de ses placements :

• Le secteur des *établissements de crédit et entreprises d'investissement* consacre environ 73 % de ses placements financiers à l'acquisition de créances sur les agents non financiers, le reste étant constitué essentiellement d'opérations internes à ce secteur. S'agissant des actifs « finaux », la part des opérations de crédit et de dépôt s'élève à 52 % et celle des titres de créance à 15 %.

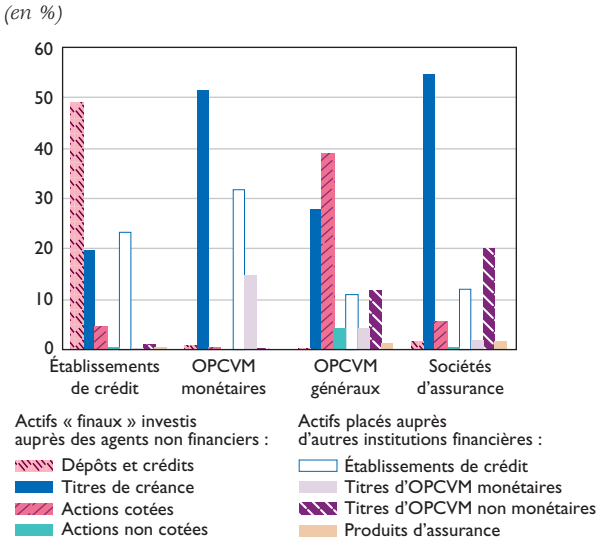
• Les *OPCVM monétaires* placent 53 % de leurs actifs directement auprès des agents non financiers, principalement sous forme de titres de créance. Près d'un tiers (32 %) de leurs placements sont effectués auprès des établissements de crédit et près d'un sixième (15 %) sont internes au secteur (détention de titres d'OPCVM monétaires par des OPCVM monétaires).

• Les *OPCVM généraux* investissent directement en titres émis par des agents non financiers près de 71 % de leurs actifs, notamment en actions cotées (39 % des actifs). Les 29 % restants sont constitués de placements auprès des intermédiaires financiers, dont 12 % en titres d'OPCVM généraux et 11 % auprès des établissements de crédit.

• Les *sociétés d'assurance* investissent très majoritairement leurs ressources en actifs « finaux » émis par des agents non financiers (63 %) et placent le solde auprès d'autres intermédiaires financiers, surtout auprès des OPCVM généraux (20 %) et des établissements de crédit (12 %). Les titres de créance prédominent au sein de leur portefeuille d'actifs, puisqu'ils en représentent près de 55 %.

Le graphique ci-après présente la structure des placements des différentes catégories d'institutions financières.

Graphique 3 Structure des placements des institutions financières



Source : Banque de France, DESM-SESOF

2| La destination finale des placements des ménages

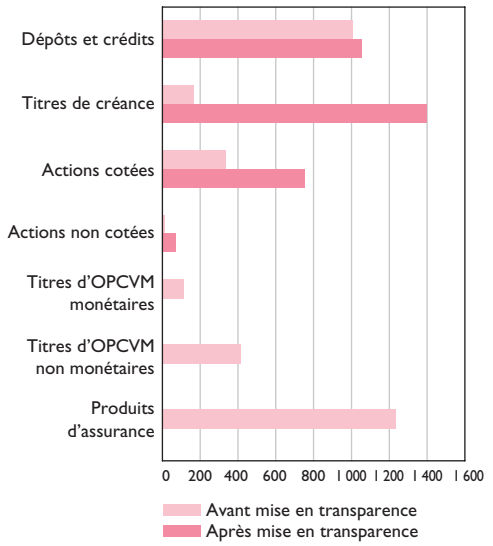
2|1 Une vision différente de l'allocation des placements

La mise en transparence des placements intermédiés modifie bien évidemment de manière très sensible la structure par instrument du patrimoine financier des ménages. Tout d'abord, par construction, les placements en titres d'OPCVM et en produits d'assurance disparaissent. Ensuite, les titres de créance, très peu détenus de manière directe par les ménages, voient leur part augmenter pour atteindre près de la moitié des emplois finaux des patrimoines financiers. Enfin, la part des actions est aussi fortement accrue, tandis que celle des dépôts-crédits est inchangée [1]. Ainsi, la part des emplois finaux de l'épargne des ménages exposés aux fluctuations des marchés financiers se révèle sensiblement plus importante que dans les portefeuilles primaires des ménages.

1 *Étant entendu que la mise en transparence des établissements de crédit conduit, pour une bonne part, à substituer aux dépôts bancaires détenus par les ménages des crédits aux agents non financiers.*

Graphique 4 Montant des actifs investis par les ménages

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

La très forte proportion des titres de créance détenus indirectement par les ménages témoigne des effets de l'intermédiation des sociétés d'assurance et également des OPCVM monétaires qui investissent massivement dans ces actifs (respectivement 1 087 milliards d'euros et 107 milliards d'euros, soit 86 % et 97 % de leurs emplois en actifs finaux). L'intermédiation des établissements de crédit y contribue également de manière significative (224 milliards d'euros) bien que les titres de créance représentent une proportion moins importante de leurs investissements.

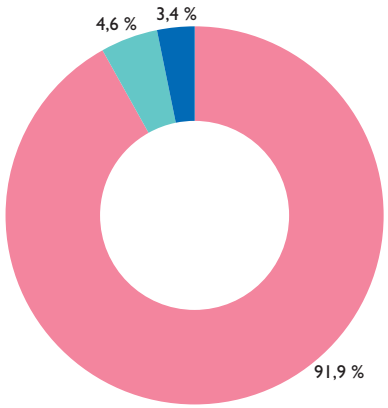
Les placements des ménages en actions, cotées et non cotées, sont également fortement accrus. Les OPCVM généraux allouent notamment plus de la moitié des fonds collectés auprès des ménages aux actions cotées (54 %, soit environ 580 milliards d'euros). De même, ces organismes portent la plus grande partie des actions non cotées attribuées aux ménages (63 milliards d'euros), n'y affectant toutefois pas plus de 6 % des fonds collectés auprès de ces derniers.

2|2 L'intermédiation financière contribue à la diversification internationale des placements des ménages…

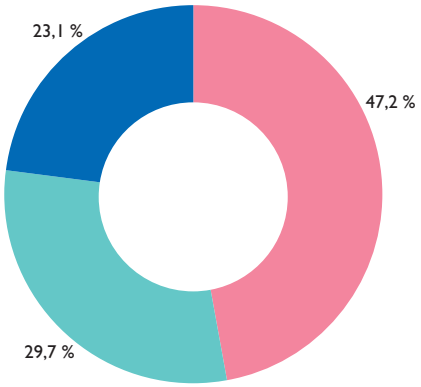
Les ménages investissent assez peu en actifs « finaux » finançant des non-résidents [2]. Avant mise en transparence, ceux-ci représentent seulement 8,1 % de leurs placements, dont 4,6 % dans la zone euro et 3,5 % auprès du reste du monde (cf. graphiques ci-dessous).

Graphiques 5 et 6 Structure d'affectation par zone géographique des actifs finaux des ménages

Avant mise en transparence



Après mise en transparence



France — Zone euro (hors France) — Reste du monde

Source : Banque de France, DESM-SESOF

2 *À défaut de pouvoir mettre en transparence les institutions financières non résidentes, on considère ici comme des actifs finaux l'ensemble des avoirs des ménages sur les non-résidents, qu'il s'agisse d'agents non financiers ou financiers (cf. Annexe n° 1 « Concepts, données et sources »).*

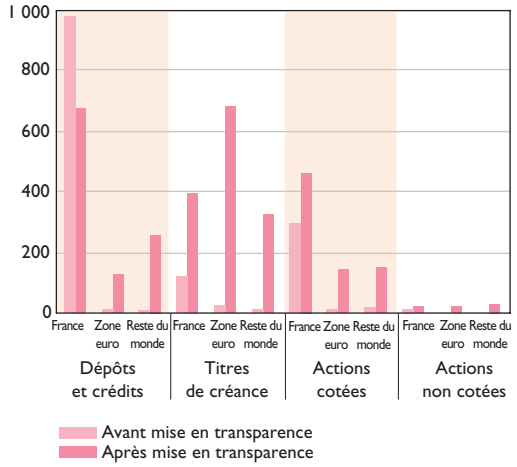
Après mise en transparence, la part des actifs « finaux » des ménages français finançant les non-résidents passe à plus de la moitié (dont près de 30 % vers la zone euro et 23 % vers le reste du monde) et celle de leurs avoirs sur des agents non financiers résidents tombe à 47 %. Les institutions financières jouent donc un rôle-clé dans la diversification géographique des emplois de l'épargne des ménages.

En effet, sur 1 euro placé auprès de celles-ci, en moyenne 57 centimes sont finalement réinvestis en actifs sur des non-résidents. Cette proportion est encore plus élevée s'agissant des OPCVM monétaires, puisque pour 1 euro placé auprès d'eux, 83 centimes sont réinvestis en actifs sur des non-résidents, dont 47 centimes sur des signatures de la zone euro hors France.

S'agissant des titres de créance, les OPCVM monétaires et les sociétés d'assurance canalisent respectivement 64 % et 70 % de leurs placements vers la zone euro dans son ensemble — France comprise. La zone euro offre, en effet, aux investisseurs institutionnels l'accès à un éventail d'émetteurs et de lignes de titres beaucoup plus large que le marché national et exempt de toute exposition au risque de change.

Graphique 7 Répartition des emplois par zone géographique (France, zone euro hors France et reste du monde)

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

Globalement, les titres de créance indirectement affectés au patrimoine financier des ménages français sont majoritairement émis par des résidents de la zone euro hors France (53 % des montants après réaffectation, soit 650 milliards d'euros) ou des signatures du reste du monde (25 %), la part des émetteurs français étant un peu moins élevée (22 %).

En revanche, les réaffectations d'actions cotées concernent d'abord des titres français (40 % des montants réaffectés, soit 166 milliards d'euros), puis de la zone euro hors France (30 %) et du reste du monde (30 %). C'est principalement la mise en transparence des OPCVM généraux qui fait croître le montant des actifs finaux détenus par les ménages sous la forme d'actions cotées.

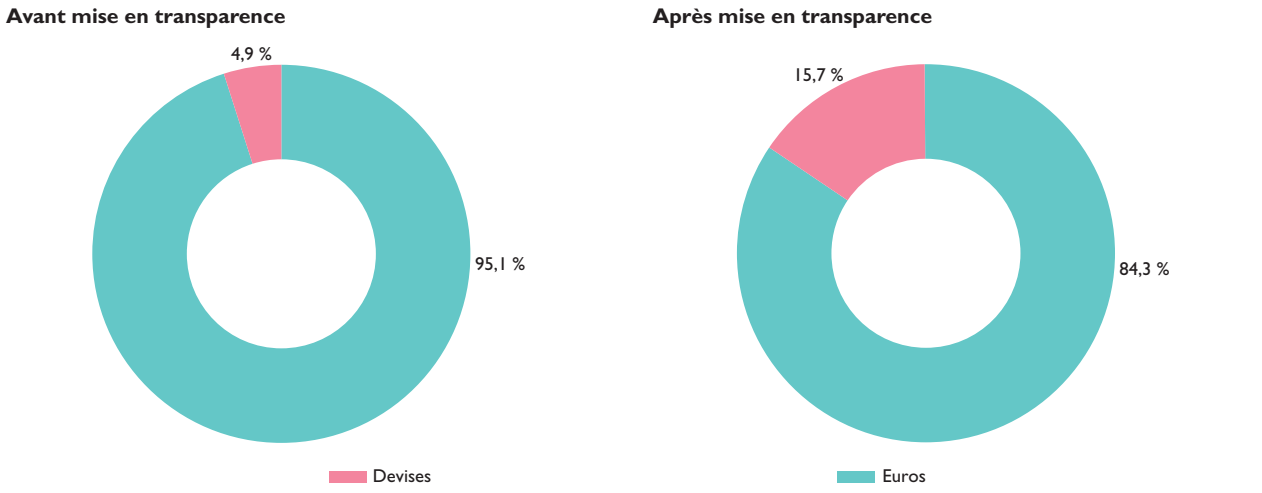
Enfin, concernant les actions non cotées, les réallocations les plus substantielles portent sur les titres d'émetteurs implantés hors de la zone euro (29 milliards d'euros), puis sur ceux émis par les résidents de la zone euro hors France (19 milliards d'euros) et ceux des émetteurs français (11 milliards d'euros).

2|3 … mais ne fait que légèrement baisser leur part investie en euros

Avant mise en transparence de leurs placements intermédiés, les ménages n'investissent que 5 % de leur patrimoine financier en devises. Environ 16 % des actifs « finaux » qu'ils détiennent directement sont placés en devises (soit 70 milliards d'euros) mais cette proportion tombe à moins de 1 % s'agissant de leurs actifs « intermédiés ».

Après mise en transparence des institutions financières, la proportion d'actifs finaux des ménages libellés en devises passe de 5 % à 16 % du total de leurs avoirs financiers. Ce renforcement de la part des actifs en devises est essentiellement dû aux allocations d'actifs des établissements de crédit et des compagnies d'assurance. Les actifs finaux libellés en devises sont principalement des titres de créance et, dans une moindre mesure, des actions cotées, voire des opérations de dépôt ou de crédit.

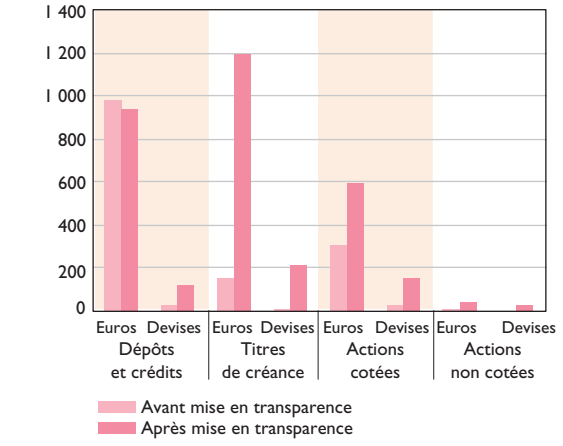
Graphiques 8 et 9 Proportion des actifs finaux libellés en euros et devises



Source : Banque de France, DESM-SESOF

Graphique 10 Comparaison de la détention d'actifs avant et après mise en transparence

(en milliards d'euros)



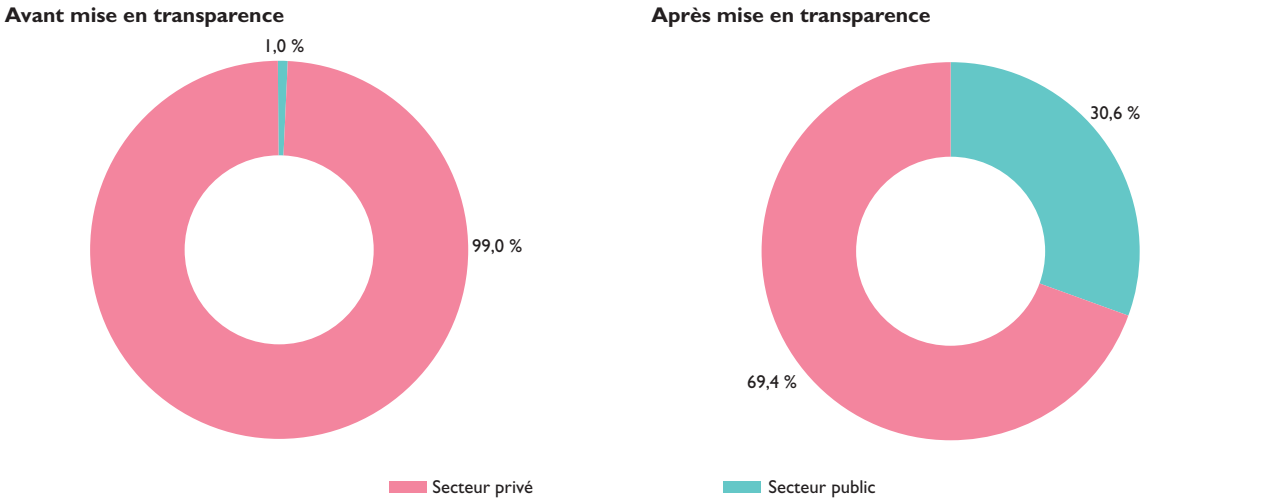
Source : Banque de France, DESM-SESOF

2|4 Les placements des ménages s'orientent largement vers les titres des administrations publiques françaises et de la zone euro

Après mise en transparence des institutions financières, la part des placements des ménages allouée au financement des administrations publiques françaises et des autres pays de la zone euro s'accroît de manière très significative, passant d'un niveau négligeable (14 milliards d'euros, soit 1 %), à près d'un tiers (1 093 milliards d'euros, soit 31 %).

Ainsi, les institutions financières réinvestissent une bonne part des fonds qu'elles collectent auprès des ménages en titres de dette publique. L'intensité de ce réinvestissement est toutefois variable selon les catégories d'intermédiaires financiers.

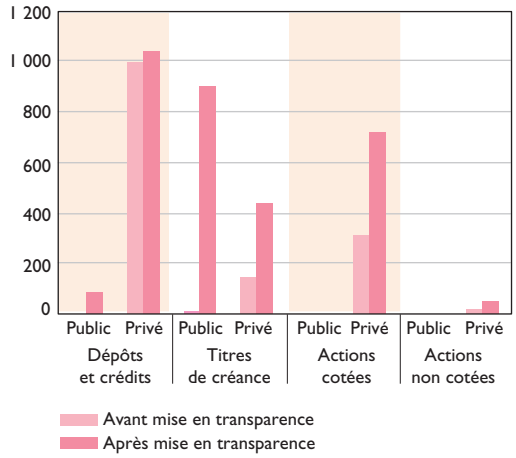
Graphiques 11 et 12 Partage des actifs finaux des ménages entre financement des administrations publiques et du secteur privé



En effet, pour 1 euro placé auprès des sociétés d'assurance et des OPCVM monétaires, respectivement 54 et 51 centimes sont réinvestis en titres publics. En revanche, les établissements de crédit canalisent davantage l'épargne des ménages vers le financement du secteur privé (c'est-à-dire essentiellement les entreprises non financières et les ménages) auquel sont alloués 79 % des fonds collectés auprès de ces derniers.

Graphique 13 Répartition de l'actif des ménages entre les secteurs public et privé

(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, DESM-SESOF

Au total, la mise en transparence des intermédiaires financiers révèle que ceux-ci emploient principalement les flux d'épargne collectés auprès des ménages à l'acquisition de titres de dette publique. Ces emplois finaux apparaissent dans le même temps assez diversifiés au plan géographique, une bonne part étant investie hors de France, en actifs des autres pays de la zone euro ainsi que du reste du monde.

Annexe 1

Concepts, données et sources

L'étude porte sur les actifs financiers détenus à fin 2006 par les ménages français, y compris les entrepreneurs individuels, mais hors les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM). Elle prend en compte l'ensemble des actifs financiers recensés par la comptabilité nationale, à l'exception des « autres comptes à recevoir ou à payer » et des « produits dérivés ». Ces actifs sont répartis entre actifs « finaux » et actifs « intermédiés ».

Les ménages détiennent :

• des actifs « intermédiés », constitués de ressources mises à la disposition des agents financiers (établissements de crédit, entreprises d'investissement, OPCVM, sociétés d'assurance) ;

• des actifs « finaux » détenus en direct et constitués d'avoirs sur les agents non financiers. Les agents non financiers sont les ménages eux-mêmes, les sociétés non financières, les administrations publiques, les ISBLSM et les non-résidents.

Les actifs finaux sur les secteurs non financiers ont pour support les instruments suivants :

• les dépôts et crédits, regroupés en une seule catégorie ;
• les titres de créance ;
• les actions cotées ;
• les actions non cotées.

Les actifs intermédiés sont constitués de placements auprès des agents financiers réalisés sur les supports suivants :

• tous les instruments évoqués précédemment comme supports des actifs finaux ;
• les titres d'OPCVM monétaires ;
• les titres d'OPCVM généraux et titres de fonds d'investissement divers ;
• les provisions techniques d'assurance.

Les actifs sont répartis selon trois critères :

• l'appartenance au secteur des administrations publiques ou au secteur privé des agents financés (créances sur le secteur privé ou sur les administrations publiques de la zone euro) [1] ;

• leur monnaie de libellé (euro ou devises) ;

• la zone de résidence des bénéficiaires finaux des financements : France/zone euro/reste du monde.

1 Les données disponibles permettent difficilement d'identifier de manière systématique les opérations réalisées avec des administrations publiques autres que celles de la zone euro.

Différentes sources d'informations ont été utilisées afin de constituer les séries de données auxquelles sont appliqués les calculs. Les principales sont les suivantes :

Les comptes financiers trimestriels (CFT)

Les CFT fournissent des informations en « qui-à-qui » [2] pour les opérations de dépôt et de crédit ainsi que pour la détention des ménages en OPCVM et en produits d'assurance.

Cependant, ces informations ne permettent pas toujours de faire la distinction entre les contreparties publiques et privées, notamment pour des opérations réalisées avec les non-résidents. Aussi, les dépôts et les crédits des ménages et des sociétés d'assurance vis-à-vis des non-résidents de la zone euro ont été considérés comme effectués avec des contreparties du secteur privé.

Le portefeuille-titres des sociétés d'assurance

Les portefeuilles-titres d'un échantillon de compagnies d'assurance permettent d'estimer la structure en « qui-à-qui » des actifs financiers détenus par ce secteur : à partir du code de chaque titre, on identifie le code SIREN de son émetteur puis son secteur institutionnel de rattachement en comptabilité nationale.

Ce traitement permet, après calage sur les encours des CFT, d'obtenir la détention de titres de créance et d'actions cotées des compagnies d'assurance en « qui-à-qui ». Les données de la nouvelle enquête « Protide » (cf. *infra*) permettent également de compléter certaines décompositions.

Les données sur les OPCVM

La base de données sur les OPCVM gérée par la Banque de France permet d'établir le portefeuille en « qui-à-qui » des OPCVM monétaires et généraux en titres de créance et en actions et également de ventiler sur leurs opérations de refinancement.

L'enquête auprès des conservateurs sur la détention de titres (collecte « Protide »)

La collecte « Protide », mise en place récemment par la Banque de France, vise à mesurer la détention par les agents économiques de titres inscrits en compte chez les établissements déclarants, que ces titres soient émis par des résidents ou par des non-résidents.

Les données collectées auprès d'un échantillon de déclarants ont permis d'obtenir les montants de titres de créance et d'actions détenus par les ménages et par le secteur des institutions financières monétaires.

2 *Les données des statistiques financières sont dites établies en « qui-à-qui » lorsque, pour une opération donnée, elles permettent d'identifier à la fois le secteur créancier et le secteur débiteur. Aisées à obtenir pour les opérations de dépôts et de crédits avec les IF, les données de « qui-à-qui » sont plus délicates à établir pour les opérations sur titres, notamment parce que l'émetteur n'a pas toujours une connaissance précise de la répartition par secteur détenteur.*

Annexe 2

La mise en transparence des institutions financières

La ventilation des placements des ménages en fonction de leur destination finale est obtenue en appliquant une méthode de calcul matriciel initialement développée par M. Boutillier [1]. Dans le prolongement de travaux récemment menés à la Banque de France [2], la mise en transparence a été étendue à l'ensemble des intermédiaires financiers (IF).

On considère comme actifs finaux l'ensemble des financements dont bénéficient directement les agents non financiers (ANF) : ménages, sociétés non financières résidentes, administrations publiques, institutions sans but lucratif au service des ménages et non-résidents. Les institutions financières sont les établissements de crédit et les entreprises d'investissement (EC), les OPCVM monétaires (OM), les OPCVM généraux (OG) et les sociétés d'assurance (SA).

Soit le vecteur *f* des montants d'actifs finaux détenus directement par les ménages sur des ANF :

$$f = \begin{Bmatrix} dc \\ tc \\ ac \\ an \end{Bmatrix} = \begin{Bmatrix} \text{Dépôts et crédits} \\ \text{Titres de créance} \\ \text{Actions cotées} \\ \text{Actions non cotées} \end{Bmatrix}$$

Soit le vecteur *b* correspondant aux montants investis par les ménages auprès des différentes catégories d'IF, tous actifs confondus :

$$b = \begin{Bmatrix} EC \\ OM \\ OG \\ SA \end{Bmatrix}$$

Soit enfin le vecteur *e* correspondant au portefeuille total des ménages et donc à la juxtaposition des vecteurs *f* et *b* :

$$e = \begin{Bmatrix} f \\ b \end{Bmatrix}$$

On définit ensuite la matrice *A* des parts des différents types d'actifs finaux dans le bilan des différentes catégories d'IF.

$$A = \begin{Bmatrix} a_{dc}^{EC} & a_{dc}^{OM} & a_{dc}^{OG} & a_{dc}^{SA} \\ a_{tc}^{EC} & a_{tc}^{OM} & a_{tc}^{OG} & a_{tc}^{SA} \\ a_{ac}^{EC} & a_{ac}^{OM} & a_{ac}^{OG} & a_{ac}^{SA} \\ a_{an}^{EC} & a_{an}^{OM} & a_{an}^{OG} & a_{an}^{SA} \end{Bmatrix}$$

1 *Cf. M. Boutillier, A. Labye, C. Lagoutte, N. Lévy, A. Mapacko Priso, V. Oheix, S. Justeau et B. Séjourné (2002) : « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur »,* Économie et Statistiques, *n° 354. Une version plus récente et plus exhaustive (États-Unis et Japon) a été rédigée par Boutillier, Lévy et Oheix (2007) :* "Financial intermediation in developed countries: heterogeneity, lengthening and risk transfer", *document de travail, Économie n° 2007-22, Université Paris X.*

2 *Cf. D.Marionnet (2006) :* "The final financial investment of French households", *présenté à la conférence de l'Irving Fisher Committee, Bâle, août*

La matrice *B* est constituée des parts dans le bilan de chacune des catégories d'IF de leurs actifs sur des IF. Sur la diagonale figure donc la part d'actif que chaque famille d'IF détient sur elle-même.

$$B = \begin{Bmatrix} b_{EC}^{EC} & b_{EC}^{OM} & b_{EC}^{OG} & b_{EC}^{SA} \\ b_{OM}^{EC} & b_{OM}^{OM} & b_{OM}^{OG} & b_{OM}^{SA} \\ b_{OG}^{EC} & b_{OG}^{OM} & b_{OG}^{OG} & b_{OG}^{SA} \\ b_{SA}^{EC} & b_{SA}^{OM} & b_{SA}^{OG} & b_{SA}^{SA} \end{Bmatrix}$$

Les catégories d'IF créancières sont représentées en colonne et les catégories débitrices en ligne. Les coefficients de cette matrice sont également des pourcentages du total de l'actif des catégories d'IF créancières.

On construit ensuite la matrice *P* à partir des matrices *A* et *B* définies ci-dessus.

$$P = \begin{Bmatrix} I_4 & A \\ 0 & B \end{Bmatrix}$$

En multipliant le vecteur *e* par la matrice *P*, on obtient le vecteur $e_1 = (P.e)$ qui enregistre une première réaffectation de l'épargne des ménages placée auprès des IF.

$$e_1 = P.e = \begin{Bmatrix} f + Ab \\ Bb \end{Bmatrix}$$

Le terme *Ab* enregistre la répartition entre les différentes classes d'actifs finaux des avoirs *b* détenus par les ménages auprès des différentes catégories d'IF, proportionnellement à leur part dans le bilan de chacune de ces catégories. Le terme *Bb* représente la répartition des avoirs des ménages *b* entre les actifs sur les différentes catégories d'IF, proportionnellement à leur part dans le bilan de chacune de ces catégories.

En réitérant l'opération de multiplication du vecteur e_1 par la matrice *P*, on réaffecte en actifs finaux des ménages une nouvelle part du vecteur *Bb* des actifs intermédiés :

$$e_2 = P.e_1 = \begin{Bmatrix} f + Ab + ABb \\ B.B.b \end{Bmatrix}$$

Au terme de *n* itérations de ce processus, on obtient le résultat suivant :

$$e_n = \begin{Bmatrix} f + (A + AB + \ldots + AB^{n-1})\, b \\ B^n\, b \end{Bmatrix}$$

Comme tous les éléments de *A* et de *B* appartiennent à l'intervalle *[0,1]* (car *A* et *B* sont des matrices de proportions), B^n tend vers *0* quand n tend vers l'infini.

Par ailleurs, la série $A + AB + AB^{2} + \ldots AB^{n-1}$ converge vers $A\,(I_4 - B)^{-1}$ quand n tend vers l'infini.

en tend donc vers :

$$e_n = \begin{Bmatrix} f + A.(I - B)^{-1}.\,b \\ 0 \end{Bmatrix}$$

Et en définitive, le vecteur f^* des montants investis dans chacun des actifs finaux est donné par :

$$f^* = f + A(I_4 - B)^{-1}.b$$

La situation des entreprises industrielles en 2006

Jean-Luc CAYSSIALS, Cécile GOLFIER, Ludovic KENDAOUI, Élisabeth KREMP
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

L'activité de l'industrie manufacturière s'accélère en 2006, avec une croissance du chiffre d'affaires en valeur de 4 %, malgré un repli dans le secteur automobile. Cette tendance est, pour une bonne part, soutenue par les PMI. Autre caractéristique : le taux d'investissement est stable.

Le taux de marge brute se situe à son plus bas niveau depuis 2000. Depuis cette date, la baisse est plus prononcée pour les grandes entreprises. Le recul des charges d'amortissement et la hausse des produits financiers permettent néanmoins à la rentabilité financière nette d'atteindre son plus haut niveau depuis dix ans, là aussi surtout du fait des grandes entreprises.

Les grandes entreprises profitent d'un contexte de taux encore favorable pour les emprunteurs et de l'écart avec la rentabilité économique : leur taux d'endettement augmente et elles bénéficient d'un effet de levier positif, favorable au rétablissement de leur rentabilité financière.

Les PMI réduisent, au contraire, leur taux d'endettement, qui atteint son plus bas niveau depuis dix ans. L'effet de levier ne joue pas : leurs rentabilités économique et financière évoluent plus en phase.

Dernier élément notable, l'essor des groupes se poursuit avec, en particulier, le développement des holdings *chargées de leur financement. Très présent dans les grandes entreprises, ce financement par le groupe et les associés représente en 2006 la moitié des dettes financières totales. Cette place des* holdings *impose qu'on leur accorde une attention particulière dans l'analyse des comptes sociaux : en 2006, les* holdings *portent plus d'un tiers de l'endettement bancaire des groupes industriels.*

Mots-clés : Industrie manufacturière, PMI, activité, rentabilité, endettement, structure financière, groupe

Codes JEL : E22, G32, L23, L25, L6

NB : Cette étude s'accompagne d'un dossier statistique *comportant des séries longues, disponibles exclusivement en ligne à l'adresse suivante :* http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/statent/sei_2006.htm. *Elle s'inscrit dans le prolongement de la publication « Premiers résultats des PMI en 2006 : meilleure rentabilité mais reprise de l'investissement », mise en ligne sur le site internet de la Banque de France en août 2007 (*http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/observatoire/SEI_N8_Note_PMI.pdf*). Elle s'appuie sur les comptes de l'exercice 2006, collectés au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année 2007. Elle couvre les petites et moyennes entreprises industrielles (PMI) et les grandes entreprises (GE) du secteur manufacturier.*

1| L'activité des PMI plus soutenue que celle des grandes entreprises

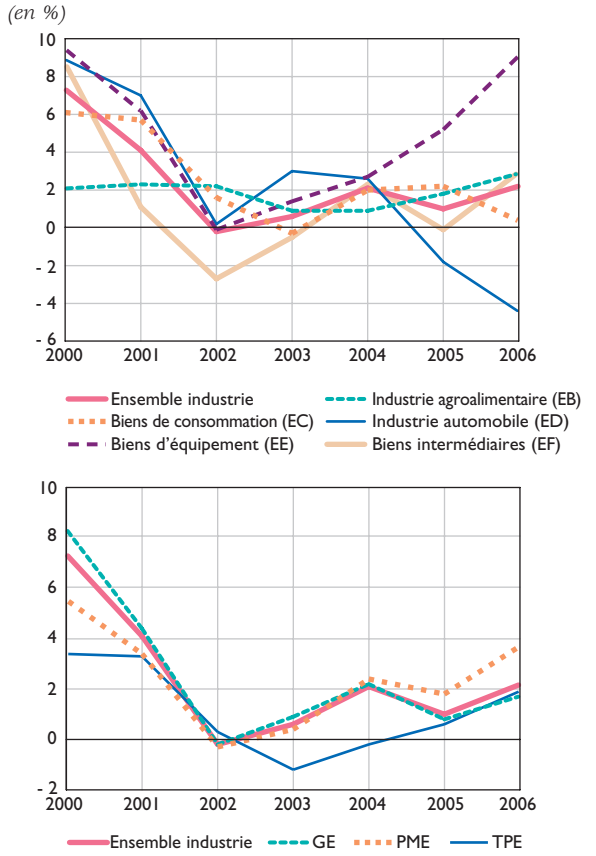
1|1 Les biens d'équipement plus dynamiques

En 2006, l'activité de l'industrie manufacturière est mieux orientée qu'en 2005 ; la croissance du chiffre d'affaires s'accélère, alors qu'elle avait ralenti l'année précédente : + 4,0 %, après + 2,0 % (en valeur). C'est le cas dans les biens intermédiaires, les biens d'équipement et l'industrie agroalimentaire. L'activité est plus modérée qu'en 2005 dans les biens de consommation ; dans l'industrie automobile, elle est en repli. Comme en 2005, les petites entreprises accroissent davantage leur chiffre d'affaires nominal que les grandes entreprises (cf. tableau 1).

En volume, la reprise est moins nette (cf. graphique 1). Les prix augmentent plus vite que l'année précédente, particulièrement dans les biens intermédiaires (+ 3,6 %), en liaison avec la hausse du coût des matières premières, et dans l'industrie agroalimentaire (+ 1,7 %). En 2005, les prix avaient peu varié dans la plupart des secteurs ; seuls les prix des biens intermédiaires avaient sensiblement progressé (+ 2,7 %).

Le secteur des biens d'équipement est le plus dynamique en termes de volume d'activité (+ 9,1 %, après + 5,2 % en 2005). L'activité accélère également nettement dans les biens intermédiaires et l'industrie agroalimentaire. Elle ralentit, en revanche, dans le secteur des biens de consommation et dans l'automobile, secteur où elle accentue le repli entamé en 2005.

Graphiques 1 et 2 Évolution du chiffre d'affaires en volume par secteur et par taille



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

La reprise de l'activité de 2006 pour toutes les tailles d'entreprises et tous secteurs confondus prolonge le mouvement à l'œuvre depuis le creux de 2002 (cf. graphique 2). Les PMI sont plus dynamiques que les grandes entreprises : respectivement + 3,7 % et + 1,7 % en 2006.

Tableau 1 Variation du chiffre d'affaires en valeur

	Ensemble		TPI		PMI		Grandes entreprises	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Industrie agroalimentaire	1,3	4,6	- 0,8	3,0	1,0	3,1	1,6	5,3
Biens de consommation	2,2	1,1	2,3	- 0,9	0,6	2,8	2,9	0,4
Industrie automobile	- 1,8	- 3,0	4,9	5,9	5,6	4,7	- 2,1	- 3,3
Biens d'équipement	5,7	9,1	1,5	5,6	5,0	7,6	6,4	10,3
Biens intermédiaires	2,6	6,7	3,1	5,4	3,0	7,0	2,4	6,7
Industrie	2,0	4,0	1,5	3,7	2,7	5,6	1,7	3,5

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

ENCADRÉ 1

Méthodologie

Les entreprises industrielles, en 2006, sont analysées à partir de l'échantillon Centrale des bilans, à début septembre 2007. Cet échantillon d'entreprises a un taux de couverture de l'ordre de 50 % en termes d'effectifs. L'analyse porte sur la période 1996-2006 et, quelle que soit l'année n, la comparaison est faite à échantillon constant par rapport à l'année précédente. Les résultats présentés font l'objet d'un redressement (secteur, taille) par rapport aux données exhaustives de l'INSEE.

Critères de taille :

Les définitions reposent sur trois des critères définis par la Commission européenne : effectifs, chiffre d'affaires (CA) et total du bilan, auxquels la Commission ajoute un critère d'indépendance.

- *TPE (très petite entreprise) : 10 à 19 salariés, avec CA inférieur à 10 millions d'euros et total de bilan de moins de 10 millions*
- *PME (petite ou moyenne entreprise) : 20 à 249 salariés, avec CA de 10 à 50 millions d'euros et total de bilan de 10 à 43 millions*
- *Grande entreprise : 250 salariés et plus ou CA supérieur à 50 millions d'euros ou total du bilan supérieur à 43 millions d'euros*
- *Petit groupe : effectifs cumulés inférieurs à 500 salariés avec CA de moins de 50 millions d'euros et nombre de filiales inférieur à 5*
- *Grand groupe : autres cas*

Une analyse spécifique se rapportant aux groupes industriels est proposée dans le paragraphe 4|, prenant en compte l'ensemble des filiales, industrielles ou non industrielles, des groupes industriels à partir de la base FIBEN. Sont appelés groupes industriels, les groupes dont plus de la moitié de l'effectif est dans l'industrie.

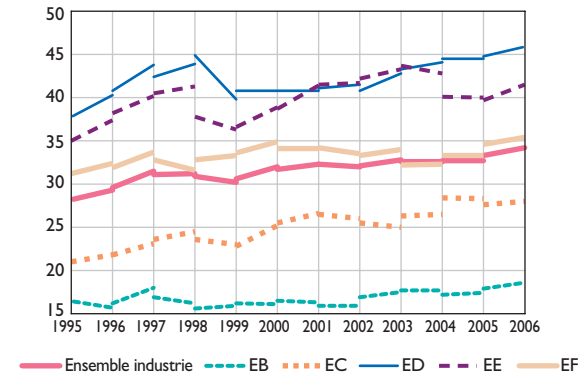
Les principales variables économiques sont étudiées au niveau de chacun des secteurs industriels de la NES16 : industries agroalimentaires (IAA), biens de consommation, industrie automobile, biens d'équipement, biens intermédiaires, en comparant les trois types d'entreprises.

En effet, pour la seconde année consécutive, l'activité dans les grandes entreprises est en retrait, principalement en raison du secteur automobile, où les grandes entreprises sont très présentes. Tous secteurs confondus, les très petites entreprises industrielles (TPI) poursuivent le redressement entamé en 2005 ; seules les TPI du secteur des biens de consommation enregistrent un repli en 2006.

Après avoir marqué un palier depuis 2001, la part du chiffre d'affaires réalisée à l'exportation augmente légèrement en 2006 et gagne près d'un point (cf. graphique 3). L'ouverture sur les marchés étrangers enregistrée en 2006 est surtout le fait des grandes entreprises, déjà deux fois plus tournées vers les marchés étrangers que les PMI : respectivement 41,5 % et 18,6 %. Elle s'explique aussi par un recul du chiffre d'affaires global du secteur automobile plus fort que celui de son chiffre d'affaires à l'exportation. Les biens

Graphique 3 Part du chiffre d'affaires à l'exportation par secteurs

(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

ENCADRÉ 2

L'ouverture à l'exportation des entreprises industrielles

Une concentration sur certaines entreprises

Dans le secteur manufacturier, 67 % des entreprises exportent, à hauteur de 37 % de leur chiffre d'affaires en moyenne. Les exportations sont concentrées sur certaines entreprises : la proportion d'entreprises industrielles qui exportent plus de 5 % de leur chiffre d'affaires n'est que de 43 % et, si l'on porte le seuil à 20 % du chiffre d'affaires, la proportion s'abaisse à 23 %. Pour ces entreprises avec un taux d'exportation supérieur à 20 %, la part moyenne du chiffre d'affaires réalisée à l'exportation atteint 53 %.

Les entreprises appartenant à un groupe sont davantage exportatrices que les entreprises indépendantes, et la part du chiffre d'affaires exporté est pour elles plus élevée. Ceci est d'autant plus vrai que le groupe d'appartenance est grand : 76 % des filiales de grand groupe sont exportatrices, tandis que seules 61 % des entreprises indépendantes le sont.

Tableau 2 Entreprises exportatrices résidant en France

	Ensemble	Taille			Statut		
		TPI	PMI	Grandes entreprises	Indépendantes	Filiales d'un petit groupe	Filiales d'un grand groupe
Entreprises exportatrices							
Pourcentage	67	57	73	93	61	71	76
Part du chiffre d'affaires à l'exportation	37	20	24	42	20	26	41
Entreprises dont le CA à l'exportation excède 5 %							
Pourcentage	43	32	47	79	36	46	54
Part du chiffre d'affaires à l'exportation	43	31	33	46	31	35	45
Entreprises dont le CA à l'exportation excède 20 %							
Pourcentage	23	16	25	57	17	25	36
Part du chiffre d'affaires à l'exportation	53	48	48	53	47	49	53

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Les grandes entreprises plus régulières à l'exportation

Les entreprises du secteur manufacturier n'exportent pas forcément tous les ans. Seules 55 % des entreprises ont exporté à la fois en 2005 et 2006 et 47 % à la fois en 2004, 2005 et 2006. Calculées sur la population des entreprises exportant plus de 20 % de leur chiffre d'affaires en 2006, ces proportions tombent respectivement à 18 % et 15 %.

Plus une entreprise est grande, plus elle bénéficie des avantages de compétitivité procurés par la taille, qui lui permettent d'accéder aux marchés étrangers et de s'y maintenir (cf. tableaux 2 et 3). Parmi les grandes entreprises qui exportent en 2006, 93 % exportaient déjà en 2004 et 2005 ; pour les PMI, cette part atteint 86 %. De même, plus une entreprise exporte, plus elle a de chances de conserver un taux d'ouverture élevé.

Tableau 3 Proportion d'entreprises exportatrices

(en %)

	Ensemble	TPI	PMI	Grandes entreprises
Période 2005 et 2006				
Entreprises dont la part du chiffre d'affaires réalisé à l'exportation :				
• est positive chaque année	55	42	62	81
• excède 20 % chaque année	18	10	20	48
Période 2004 à 2006				
Entreprises dont la part du chiffre d'affaires réalisé à l'exportation :				
• est positive chaque année	47	34	54	73
• excède 20 % chaque année	15	8	17	43

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

.../...

Le chiffre d'affaires à l'exportation dans les groupes industriels : essentiellement via les filiales industrielles

Le chiffre d'affaires à l'exportation des entreprises industrielles correspond à leurs exportations directes de produits et services, telles que comptabilisées dans les bilans des entreprises. Une partie de ce chiffre d'affaires à l'exportation peut correspondre à des produits — ou services — hors industrie. En outre, du fait de l'organisation en groupes, une partie des exportations industrielles de ces entreprises est réalisée par des filiales non industrielles (cf. encadré 1). Cependant une reconstitution des groupes industriels effectuée en agrégeant les comptes sociaux de toutes les filiales des groupes, quel que soit leur secteur d'appartenance, montre que les exportations directes continuent à représenter l'essentiel des exportations de ces groupes industriels. Alors que la part du chiffre d'affaires des groupes industriels réalisée par des filiales non industrielles est de 14 %, celle réalisée à l'exportation est de l'ordre de 9 % (cf. tableau 4). La part prépondérante du chiffre d'affaires à l'exportation des groupes industriels se fait donc directement par les entreprises industrielles. À ce titre, l'automobile et les biens intermédiaires concentrent la plupart des exportations des groupes industriels.

Tableau 4 Répartition du chiffre d'affaires et du chiffre d'affaires à l'exportation selon le secteur d'appartenance des entités des groupes industriels en 2006

(en %)

	Chiffre d'affaires	Chiffre d'affaires à l'exportation
Industries agroalimentaires	13	7
Biens de consommation	12	12
Industrie automobile	23	26
Biens d'équipement	13	17
Biens intermédiaires	25	29
Commerce	11	7
Services aux entreprises	2	2
Autres	1	0
Total	**100**	**100**

Champ : Ensemble des filiales des groupes industriels (groupes dont plus de la moitié de l'effectif est dans le secteur industriel)
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

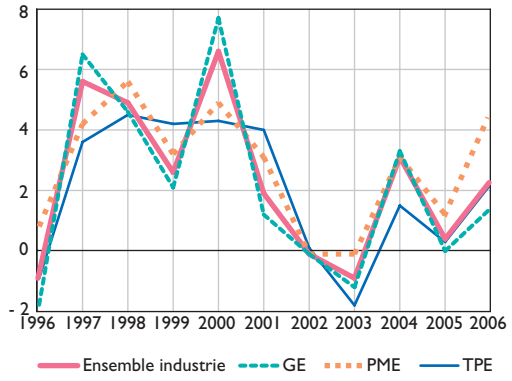
d'équipement affichent la plus forte progression ; à l'inverse, les biens de consommation sont le plus en retrait du mouvement. Par rapport à 1995, la part du chiffre d'affaires à l'exportation a gagné 6 points sur l'ensemble de l'industrie, tirée principalement par l'automobile, les biens de consommation et les biens d'équipement. Sur la période 1995-2006, et tous secteurs confondus, les grandes entreprises ont augmenté de 6,6 points la part du chiffre d'affaires réalisée à l'exportation, tandis que les PMI et TPI l'ont accrue de respectivement 1,5 point et 1,3 point.

1|2 Poursuite de la hausse de la valeur ajoutée malgré une croissance des consommations intermédiaires

La part du chiffre d'affaires absorbée par le coût des matières premières augmente en 2006. Ces hausses prolongent la tendance des deux années précédentes. Sur la période 1995-2006, le poids du coût des matières premières a progressé de plus de 2 points dans les biens intermédiaires et dans les biens d'équipement et, de façon très marquée, dans l'automobile. Dans l'industrie agroalimentaire, il recule de plus de 4 points.

Graphique 4 Variation de la valeur ajoutée produite selon la taille de l'entreprise

(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Malgré la croissance des consommations intermédiaires, la progression de la valeur ajoutée de l'industrie est plus forte en 2006 qu'en 2005 : 2,3 %, après + 0,4 % (cf. graphique 4). Elle augmente surtout dans les secteurs des biens d'équipement et des biens intermédiaires, et chute dans le secteur automobile. Dans ce contexte, la valeur ajoutée des

grandes entreprises est, comme en 2005, affectée par les résultats de l'industrie automobile tandis que celle des PMI rebondit. Ainsi, pour les PMI, le taux de croissance de la valeur ajoutée rejoint-il un niveau comparable à celui de la fin des années quatre-vingt-dix.

1|3 Des charges de personnel en hausse malgré une réduction des effectifs

L'emploi industriel confirme son recul initié en 2002. Le plus fort repli est celui de l'industrie automobile (– 5,2 %), mais sont toujours également concernés les biens de consommation et les biens intermédiaires (– 1,4 % chacun). Dans ces trois secteurs, l'emploi recule quelle que soit la taille des entreprises. Dans l'agroalimentaire et les biens d'équipement, les effectifs augmentent dans les PMI et dans les grandes entreprises. Tous secteurs confondus, seules les PMI parviennent à enrayer la baisse de l'emploi industriel amorcée en 2002. À l'inverse, les destructions d'emplois s'accélèrent dans les grandes entreprises.

En dépit du recul de l'emploi industriel, les charges de personnel progressent dans tous les secteurs, excepté l'automobile. Les plus fortes progressions sont celles des biens d'équipement et de l'agroalimentaire.

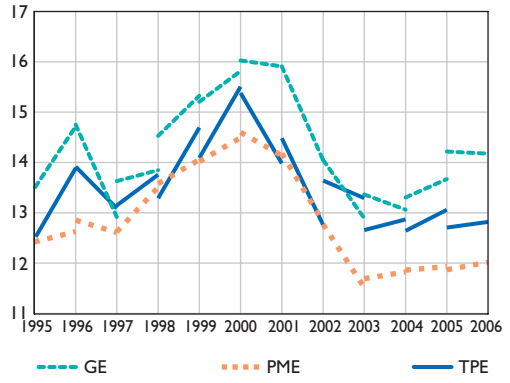
1|4 Une reprise de l'investissement modeste, accompagnée d'une légère hausse des dépenses immatérielles

Les dépenses d'investissement productif augmentent modérément en 2006 (+ 2,5 % toutes tailles confondues), à un rythme équivalent à celui de la valeur ajoutée. Ce léger regain de l'investissement combiné au recul des effectifs industriels se traduit par un renforcement de l'intensité capitalistique de 3,3 points. Les PMI sont plus dynamiques que les TPI ou les grandes entreprises. La hausse se concentre sur deux secteurs : les industries agroalimentaires et les biens d'équipement. Parmi les biens d'équipement,

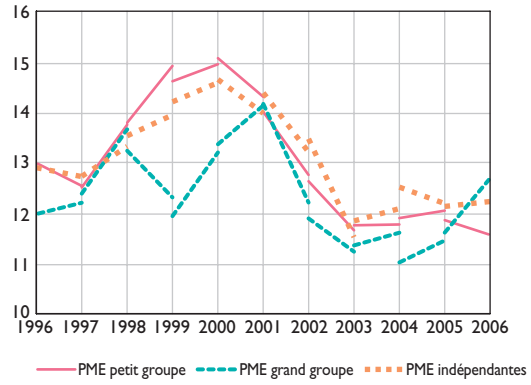
Graphiques 5 et 6 Taux d'investissement : investissement productif sur valeur ajoutée produite

(en %)

Ensemble industrie



PMI selon leur statut



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

les équipements mécaniques, électriques et électroniques se montrent les plus dynamiques, principalement dans les grandes entreprises. Dans les PMI, la hausse de l'investissement concerne particulièrement les biens de consommation et les industries agroalimentaires. Pour sa part, l'automobile se démarque par la décrue de l'investissement, et ce, quelle que soit la taille de l'entreprise.

Rapporté à la valeur ajoutée, l'investissement demeure en deçà du niveau atteint en 2000 et la reprise initiée en 2004 n'est pas confirmée (cf. graphique 5). Le taux d'investissement est stable par rapport à 2005, quelle que soit la taille. Il est plus élevé

Tableau 5 Taux d'investissement par taille et par secteurs

(en %)

	2005	2006
Industries agroalimentaires	13,7	15,3
Biens de consommation	11,6	11,7
Industrie automobile	20,9	21,5
Biens d'équipement	8,7	8,7
Biens intermédiaires	14,5	14,1
TPI	12,7	12,8
PMI	11,9	12,0
GE	14,2	14,2
Ensemble	**13,4**	**13,4**

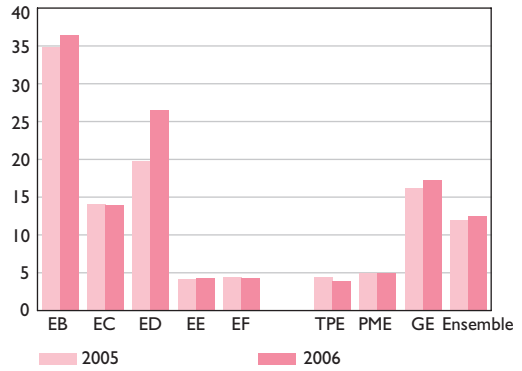
Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

dans les grandes entreprises que dans les autres (cf. tableau 5). En segmentant la population des PMI selon leur statut, le taux d'investissement dans les PMI liées à un grand groupe augmente nettement alors qu'il est stable dans les PMI indépendantes et les PMI de petit groupe (cf. graphique 6).

Si le taux d'investissement des industries agroalimentaires est en hausse du fait des fortes dépenses d'investissement dans ce secteur, dans l'automobile le taux ne progresse que parce que la valeur ajoutée diminue fortement. Dans les PMI,

Graphique 7 Les dépenses immatérielles dans la valeur ajoutée produite

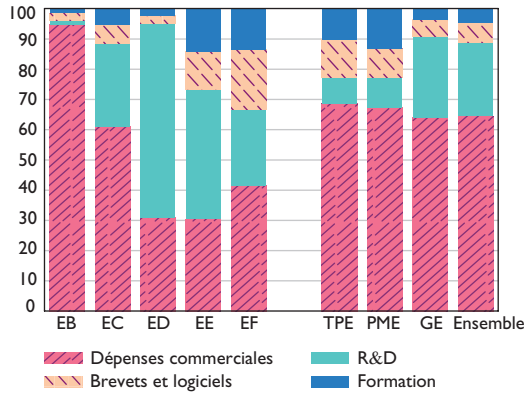
(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Graphique 8 Décomposition des dépenses immatérielles en 2006

(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

le taux d'investissement augmente dans les biens de consommation, plus particulièrement dans la pharmacie, parfumerie et entretien, et surtout dans les équipements du foyer.

Les dépenses immatérielles et l'investissement (corporel et incorporel) représentent 26 % de la valeur ajoutée produite en 2006, soit un demi-point de plus qu'en 2005. Bien que comptabilisées pour partie en compte de charges, les dépenses immatérielles participent également à l'effort d'amélioration des processus de production et de commercialisation. Sur longue période, la part des dépenses immatérielles dans la valeur ajoutée a plus que doublé dans les grandes entreprises, pour atteindre 17 % en 2006 (cf. graphique 7). Cette part y est maintenant trois fois plus élevée que dans les PMI. Elle est particulièrement importante dans les IAA, du fait des dépenses commerciales, et dans le secteur automobile, en raison également des frais de recherche et développement (R&D). En 2006, la croissance des dépenses immatérielles, de l'ordre de 7 %, porte plus particulièrement sur les frais de R&D (cf. graphique 8).

Les acquisitions de participations dans quelques grandes entreprises, principalement situées dans les IAA et les biens de consommation, entraînent une hausse plus marquée de leur taux d'investissement net [1], alors que ce taux est stable dans les TPI et PMI.

1 *Investissement net = investissement d'exploitation + acquisition de participations et titres immobilisés + variation des autres actifs immobilisés – cessions d'immobilisations et de participation*

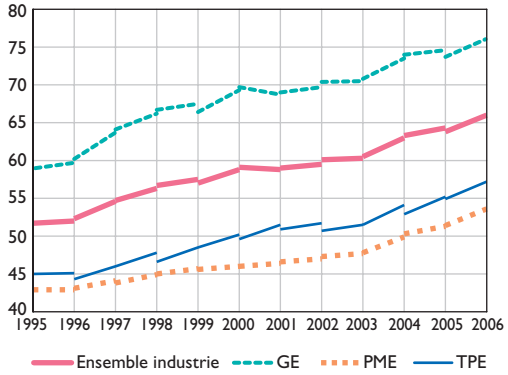
1|5 Un meilleur rendement de la main-d'œuvre grâce au niveau d'équipement par salarié

Le rendement de la main-d'œuvre de l'industrie manufacturière augmente en 2006 grâce à l'augmentation de l'intensité capitalistique (niveau d'équipement par salarié) ; le rendement des équipements est stable. Sur la période 1995-2006, le rendement de la main-d'œuvre progresse continûment : il augmente au total de 14,3 milliers d'euros par salarié.

Le rendement de la main-d'œuvre s'élève dans tous les secteurs excepté l'automobile, où il se replie nettement. L'intensité capitalistique progresse mais le rendement des équipements ne s'accroît que dans les secteurs des biens d'équipement et, à la marge, dans le secteur des biens intermédiaires ; il diminue dans les trois autres secteurs.

Graphique 9 Rendement de la main-d'œuvre (valeur ajoutée sur effectifs) selon la taille de l'entreprise

(en milliers d'euros)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

En 2006, le rendement de la main-d'œuvre progresse de manière équivalente pour les PMI et pour les grandes entreprises, mais pas pour les mêmes motifs : dans les PMI, c'est grâce au rendement des équipements, tandis que dans les grandes entreprises, c'est exclusivement dû à la croissance de l'intensité capitalistique.

2| L'endettement financier augmente, surtout dans les biens de consommation et l'automobile

2|1 L'accroissement des dettes bancaires et financières, plus marqué dans les grandes entreprises

En termes d'encours, l'endettement financier s'accroît de 7 % (+ 11,5 % pour les dettes bancaires). Tous les secteurs sont concernés, mais la hausse est plus marquée dans les biens de consommation et, dans une moindre mesure, dans l'automobile. En outre, elle affecte davantage les grandes entreprises, y compris pour les dettes bancaires, ce que confirment les données issues de la Centrale des risques, qui mettent en évidence un plus grand dynamisme des encours de crédits portés par les grandes entreprises en 2006.

ENCADRÉ 3

Les données issues de la Centrale des risques de la Banque de France

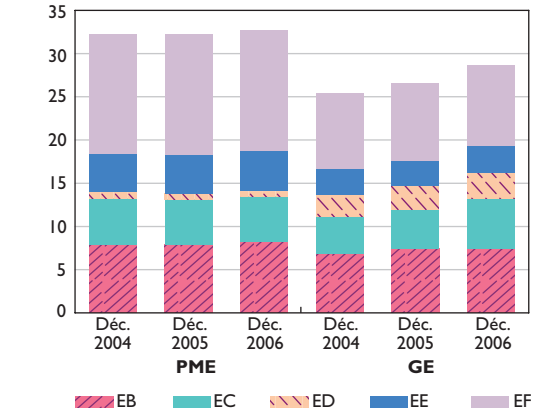
Les encours de crédits aux entreprises de l'industrie s'affichent à 61,3 milliards d'euros en décembre 2006, en hausse de 4,3 % en glissement annuel. Les grandes entreprises (chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros) augmentent leurs encours de 8 %, alors que les encours des PME restent quasiment stables (+ 1 %).

Depuis début 2001, les encours de crédits à l'industrie connaissent trois phases. Jusqu'à septembre 2001, ils augmentent aussi bien pour les grandes entreprises que pour les PME. De septembre 2001 à juin 2004, les encours baissent fortement pour toutes les entreprises. Depuis juin 2004, la reprise des encours de crédits est surtout portée par les grandes entreprises.

Les entreprises de l'industrie adossées à un groupe portent la majorité des concours octroyés : 73 % des encours déclarés en 2006 au service central des Risques (SCR)concernent des entreprises contrôlées par un groupe ; cette proportion n'était que de 63 % en 2000. Pour les seules PME de l'industrie, cette part passe en six ans de 46 % à 57 % car le nombre d'entreprises indépendantes diminue.

Graphique 10 Encours déclarés par les établissements de crédit

(en milliards d'euros, en glissement annuel)



Champ : Entreprises industrielles résidentes
Source : Banque de France – Fichier central des Risques

2|2 Un fort développement du financement par le groupe et les associés en dix ans

L'endettement bancaire représente la source de financement externe privilégiée dans les petites entreprises (près de 75 % de l'endettement financier). Il est composé aux deux tiers d'emprunts bancaires à moyen et long terme (cf. graphiques 11 et 12). La part des dettes bancaires dans l'endettement financier y est stable.

Autre composante de l'endettement financier : la part du poste « groupe et associés » (cf. graphiques 13 et 14). Ce mode de financement est très présent dans les grandes entreprises, pour lesquelles il représente la moitié des dettes financières. Il est particulièrement important dans le secteur automobile (les trois quarts de l'endettement financier) et en forte augmentation par rapport à 1996, au détriment des financements de marché et des dettes bancaires, puisqu'une partie de ces financements est en réalité comprise dans le financement du groupe et des associés, *via* des *holdings*. Seule une approche sur base consolidée permettrait d'évaluer ces postes correctement sur l'ensemble du périmètre des groupes, quelle que soit leur localisation. L'agrégation des comptes sociaux de l'ensemble des filiales des groupes industriels ne constitue qu'une première approche, qui permet de rester sur le territoire national (cf. paragraphe 4).

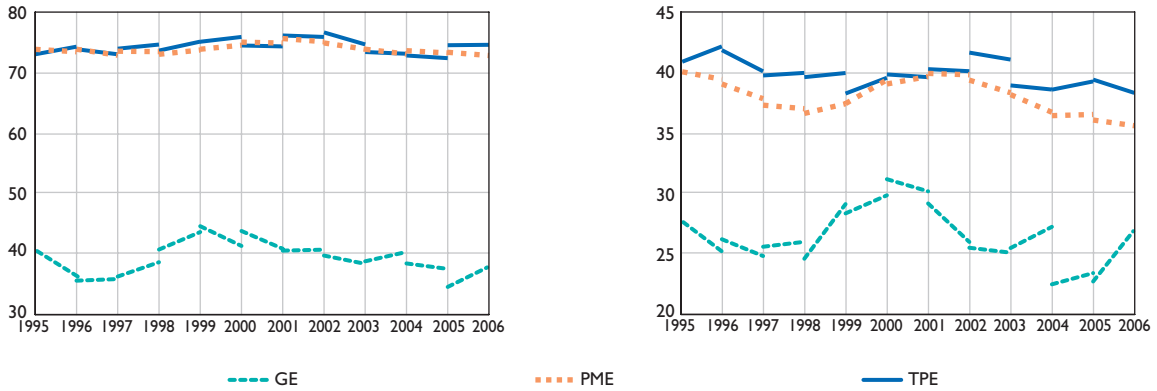
En 2006, les financements de marché ont donc un poids limité, à l'exception des grandes entreprises des biens intermédiaires, où ils se concentrent sur quelques unes d'entre elles.

Ainsi, les structures de financement se sont profondément modifiées en dix ans, du fait de l'organisation de plus en plus fréquente en groupe. Les forts écarts sectoriels entre part du financement groupe, part du financement de marché et part de l'endettement bancaire reflètent sans doute surtout des modes d'organisation avec une place plus ou moins grande dédiée aux *holdings* qui, n'appartenant pas à l'industrie, ne sont pas prises en compte à ce stade de l'analyse. Dans l'industrie automobile, structurée autour de grands groupes, la part des

Graphiques 11 et 12 Part des dettes bancaires

(en %)

Dans l'endettement financier **Dans la valeur ajoutée produite**



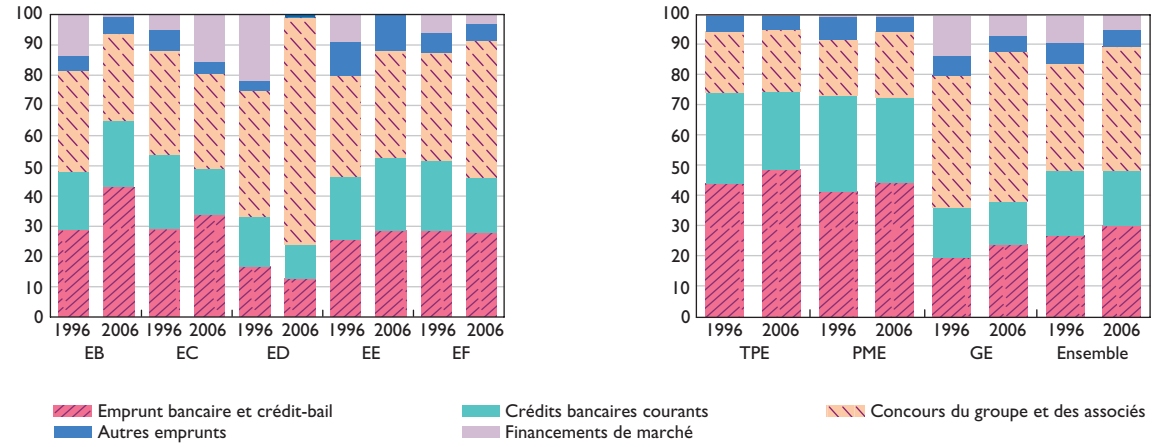
Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

dettes auprès du groupe et des associés prédomine et s'est accentuée. Le mouvement est de moindre ampleur dans les biens d'équipement et les biens intermédiaires. Dans les industries agroalimentaires, les dettes bancaires prévalent encore. Dans les biens de consommation, la situation est plus équilibrée car certaines grandes entreprises industrielles, tout en conservant des activités opérationnelles, ont développé aussi des fonctions de financement de l'ensemble du groupe.

Graphiques 13 et 14 Structure de l'endettement financier par secteurs et par taille en 1996 et 2006

(en %)

Secteurs **Taille**



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

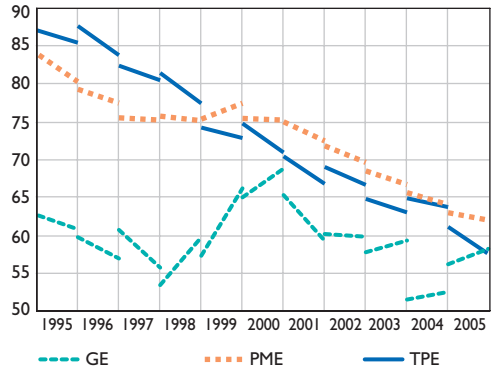
2|3 En 2006, le poids de l'endettement financier : en hausse dans les grandes entreprises, en baisse dans les PMI

Le taux d'endettement financier (endettement financier rapporté aux capitaux propres) augmente dans l'industrie manufacturière, essentiellement du fait des grandes entreprises (cf. graphiques 15 et 16). Cette hausse concerne plus particulièrement deux secteurs : les biens de consommation, en liaison avec la hausse des dettes financières mentionnées plus haut, et l'automobile, où la hausse de l'endettement s'accompagne d'un repli des capitaux propres.

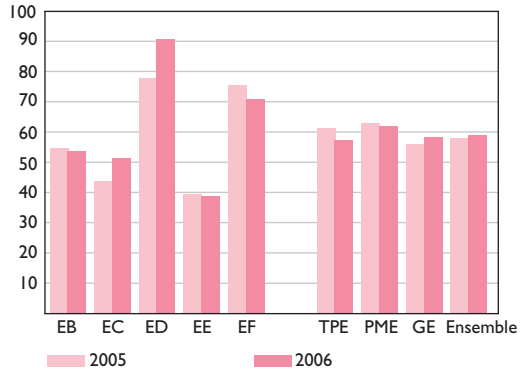
Graphiques 15 et 16 Endettement financier sur capitaux propres

(en %)

Selon la taille de l'entreprise



Par secteurs



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Le taux d'endettement financier des entreprises selon leur taille est désormais très proche, alors que l'écart était très important en 1995 avec les PMI et TPI. De fait, les PMI et TPI poursuivent la baisse de leur taux d'endettement, qui se situe, en 2006, à un niveau historiquement bas.

2|4 Un coût de l'endettement resté faible et une solvabilité à court terme très satisfaisante

En 2006, le montant des intérêts versés augmente de 10 % dans l'industrie manufacturière, avec la hausse de l'endettement et la remontée des taux d'intérêt depuis la fin de 2005. L'impact sur le compte de résultat reste néanmoins limité et porte davantage sur les grandes entreprises de certains secteurs. Le poids des intérêts dans le résultat brut global se stabilise dans les PMI et TPI et augmente faiblement dans les grandes entreprises. Le coût apparent de l'endettement financier remonte légèrement en 2006, tout en demeurant à un niveau historiquement bas.

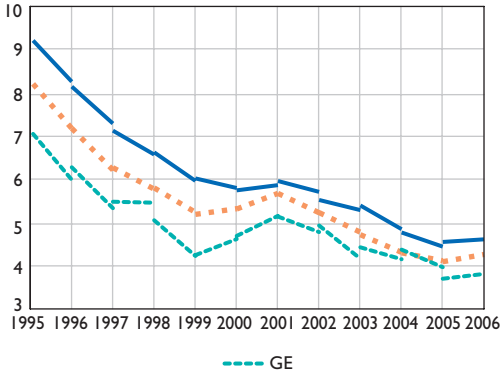
Les intérêts versés augmentent néanmoins fortement dans les biens de consommation et dans l'automobile, principalement dans les grandes entreprises. Dans ces deux secteurs, la contrainte de solvabilité se dégrade d'ailleurs sensiblement, le poids des intérêts dans le résultat brut global passant de 5,6 % à 8,5 % pour les biens de consommation, et de 4,5 % à 11,5 % pour l'automobile.

La capacité d'endettement, mesurée par le rapport entre la capacité d'autofinancement et l'endettement financier, se renforce dans les PMI et TPI alors qu'elle recule dans les grandes entreprises, notamment celles du secteur automobile

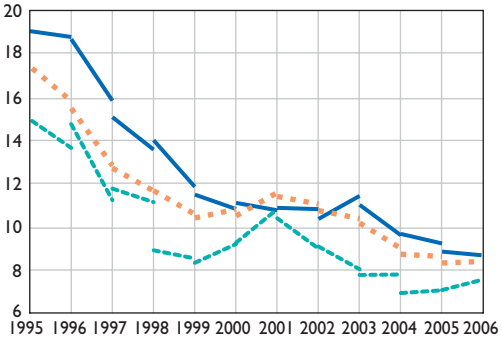
Graphiques 17 et 18 La solvabilité à court terme

(en %)

Coût apparent de l'endettement



Poids des intérêts dans le résultat brut global



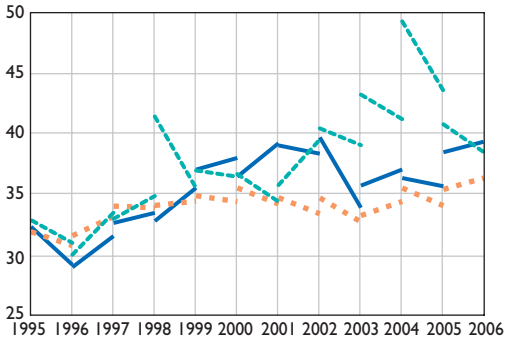
GE PME TPE

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

et des biens de consommation (cf. graphique 19). Sur longue période, la capacité d'endettement des PMI et TPI est à son plus haut niveau depuis dix ans. De même, la part des capitaux propres dans le total des ressources augmente en 2006. Elle n'a jamais été aussi forte dans les PMI. Elle s'accroît également dans les grandes entreprises, même si elle n'atteint pas le niveau de 1998.

Graphique 19 Capacité d'endettement : capacité d'autofinancement (CAF) sur endettement financier

(en %)



GE PME TPE

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

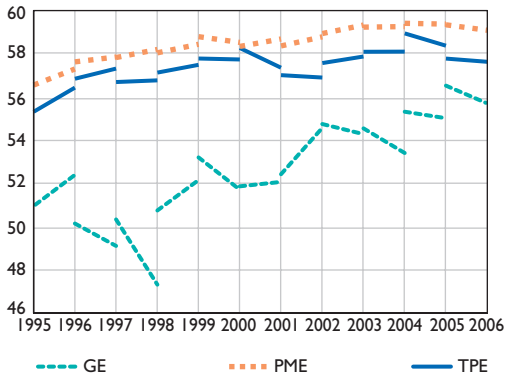
2|5 Dans les grandes entreprises, un poids important des participations, une diminution des besoins en fonds de roulement d'exploitation

Sur longue période, le poids des immobilisations d'exploitation augmente légèrement dans les TPI et les PMI et de façon plus prononcée dans les grandes entreprises, de sorte que l'écart s'est réduit (cf. graphique 20). En revanche, les grandes entreprises se démarquent par le poids plus important des participations et des immobilisations financières : 20 % environ, contre moins de 3 % dans les autres entreprises. Le niveau est particulièrement élevé dans l'automobile (22 % en 2006) et dans les biens de consommation (37 %) où certaines grandes entreprises ont développé des activités de financement — type *holding* — tout en conservant les activités opérationnelles.

La part des besoins en fonds de roulement d'exploitation dans le total des actifs est plus faible dans les grandes entreprises (11,3 % en 2006) que dans les PMI ou TPI (24,5 % dans les deux cas, cf. graphique 21). Elle a perdu plus de 4 points en dix ans dans les grandes entreprises. Le poids des besoins en fonds de roulement d'exploitation est plus élevé dans les biens d'équipement et les biens intermédiaires où le cycle long d'activité nécessite des stocks de produits structurellement importants et un encours élevé de

Graphique 20 Part des immobilisations d'exploitation dans le total des actifs

(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

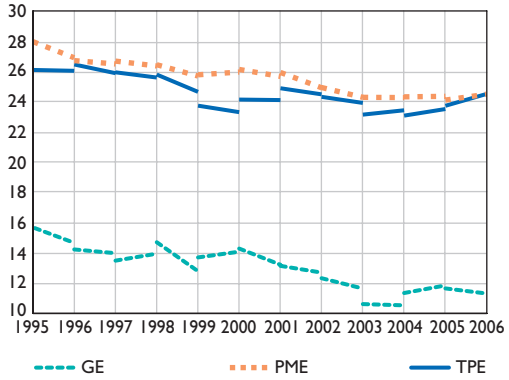
crédits interentreprises. L'industrie automobile se distingue au contraire par des ressources en fonds de roulement, grâce à une gestion de stocks à flux tendus et à un solde du crédit interentreprises négatif.

Exprimés en jours de chiffre d'affaires, les besoins en fonds de roulement d'exploitation baissent régulièrement dans les grandes entreprises, perdant plus de 15 points en l'espace de dix ans pour atteindre 35,6 jours en 2006. Leur solde du crédit interentreprises est peu important, le pouvoir de négociation permettant aux grandes sociétés d'obtenir des délais de règlement plus courts. Les besoins en fonds de roulement d'exploitation sont plus élevés dans les PMI, où leur part est stable sur la période, et en augmentation dans les TPI. Ce niveau plus important s'explique par le poids des stocks et du crédit interentreprises.

Graphiques 21 et 22 Poids des besoins en fonds de roulement d'exploitation

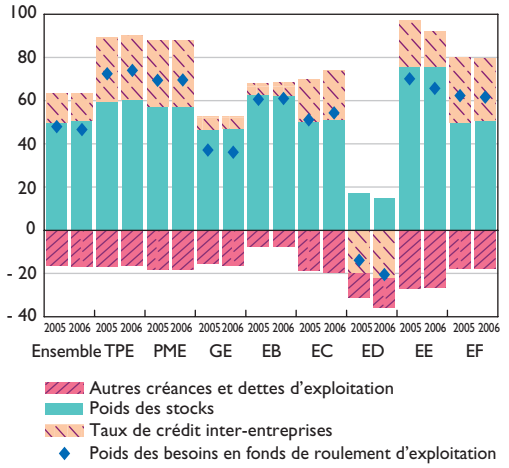
Dans le total des actifs par taille

(en %)



Et de ses composantes par taille et par secteurs

(en jours de chiffre d'affaires élargi)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

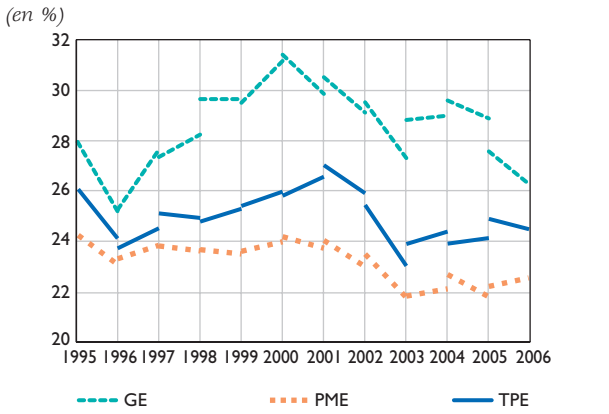
3| En 2006, la rentabilité économique est mieux orientée dans les PMI que dans les grandes entreprises

3|1 Le taux de marge s'érode dans les grandes entreprises et se stabilise à un faible niveau dans les autres

Toutes tailles d'entreprises confondues, le résultat brut d'exploitation (RBE) recule légèrement en 2006 (cf. graphique 23 et tableau 6). D'une part, les charges de personnel augmentent un peu plus rapidement que la valeur ajoutée (respectivement +2,9 % et + 2,3 %). D'autre part, les impôts, taxes et versements assimilés progressent de 5,9 %. Le résultat brut d'exploitation augmente de 6 % dans les PMI, mais de 1 % seulement dans les TPI. Il recule de 4 % dans les grandes entreprises affectées par la situation du secteur automobile.

Le taux de marge (part du RBE dans la valeur ajoutée) perd 0,8 point, revenant à 25 %, son niveau minimum depuis 1995. Suivant les évolutions du RBE, le taux de marge augmente faiblement dans les PMI et stagne dans les TPI. Sur longue période, il se situe en 2006 à l'un de ses plus bas niveaux. Le taux de marge des grandes entreprises recule nettement et est désormais très en deçà du niveau atteint en 2000 et plus proche, tout en lui demeurant supérieur, de celui des autres catégories d'entreprises.

Graphique 23 Taux de marge : RBE sur valeur ajoutée selon la taille de l'entreprise et par secteurs



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Tableau 6 Résultat brut d'exploitation sur valeur ajoutée par secteurs et par taille en 2005 et 2006

	2005	2006
Industries agroalimentaires	31,9	30,7
Biens de consommation	26,6	24,9
Industrie automobile	29,3	20,3
Biens d'équipement	22,1	23,4
Biens intermédiaires	24,0	24,8
TPI	24,9	24,5
PMI	22,2	22,5
GE	27,6	26,2
Ensemble	**25,8**	**25,0**

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

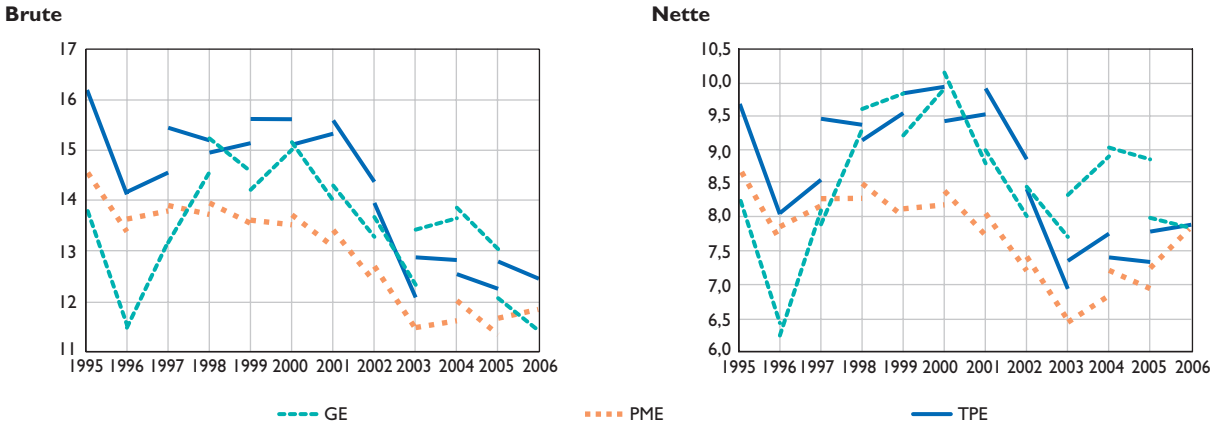
Le taux de marge des entreprises des biens d'équipement et des biens intermédiaires s'améliore en 2006, alors qu'il se replie dans les autres secteurs, surtout dans l'automobile (– 9 points). Par rapport à 1995, il s'inscrit en retrait dans tous les secteurs, excepté dans les biens d'équipement. Le taux de marge de ce dernier secteur continue à se rapprocher de celui des autres secteurs, alors qu'en 1995 il se situait nettement en dessous. À l'opposé, celui de l'industrie agroalimentaire demeure nettement au-dessus de ceux des autres secteurs.

3|2 Contrairement à la rentabilité brute, les différentes rentabilités nettes s'améliorent en 2006

Le recul du résultat brut d'exploitation se traduit par une baisse de la rentabilité économique brute (résultat d'exploitation rapporté au capital d'exploitation) dans les TPI et dans les grandes entreprises (cf. graphique 24). Cette dernière augmente faiblement dans les PMI mais demeure à un bas niveau (moins de 12 %). Elle baisse fortement dans le secteur automobile (– 4,8 points), plus modérément dans l'industrie agroalimentaire et dans les biens de consommation ; elle augmente en revanche dans les biens intermédiaires et dans les biens d'équipement.

Graphiques 24 et 25 Rentabilité d'exploitation

(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Du fait de la baisse des charges d'amortissement (– 8 %), le résultat net d'exploitation est mieux orienté, notamment dans les PMI (+ 13 %). Il stagne en revanche dans les grandes entreprises, toujours en raison du secteur automobile, de sorte que la rentabilité nette d'exploitation converge, quelle que soit la taille, à 8 % en 2006, tout en demeurant en deçà du niveau atteint au début des années 2000 (cf. graphique 25).

Le redémarrage de l'activité n'a pas profité à tous les secteurs. La rentabilité économique nette s'améliore fortement dans les biens d'équipement, où toutes les activités sont dynamiques. La hausse est particulièrement marquée dans la construction navale, aéronautique et ferroviaire. Dans les biens intermédiaires, la situation est plus disparate, avec une forte hausse dans la métallurgie et dans les composants électriques et électroniques, mais une baisse dans l'industrie textile. La rentabilité économique nette stagne dans l'agroalimentaire, tandis qu'elle s'érode légèrement dans les biens de consommation, essentiellement dans l'habillement-cuir et dans l'équipement du foyer. Le secteur automobile, enfin, est lourdement affecté par l'atonie de l'activité ; sa rentabilité économique nette chute de 4,2 points.

Le résultat net global prend en compte les opérations d'exploitation et hors exploitation. Toutes tailles confondues, il augmente de 9,9 %. Les PMI affichent la plus forte hausse (+ 14,8 %), devant les grandes entreprises (+ 8,8 %) et les TPE (+ 5,9 %). Les produits financiers augmentent quelle que soit la taille de l'entreprise (+ 12,1 %). Leur poids est néanmoins beaucoup plus marqué dans les grandes entreprises, notamment celles du secteur des biens de consommation. Au contraire, dans les grandes entreprises du secteur automobile, les produits financiers sont en recul, amplifiant le repli de la rentabilité économique.

La rentabilité nette globale rapporte le résultat net global au capital financier (capitaux propres et endettement financier). Elle retrouve, en 2006, le niveau du début des années 2000 de l'ordre de 12 % dans les PMI et les TPI et de 13 % dans les grandes entreprises. En revanche, la dégradation est forte dans le secteur automobile, en contraste avec la hausse observée dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement.

La capacité nette d'autofinancement augmente de 13 % et permet à la rentabilité financière nette (CAF nette sur capitaux propres) de gagner un point en 2006, à 13,4 % (cf. graphique 26). La rentabilité financière des grandes entreprises augmente et reste supérieure à celles des PMI et TPI, même si elle est affectée par les difficultés du secteur automobile.

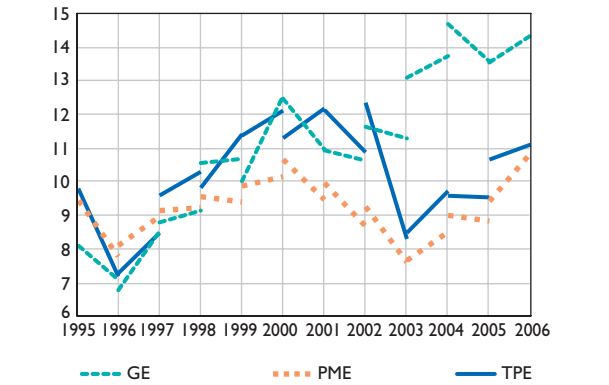
La rentabilité financière des PMI et TPI s'améliore fortement : ces dernières bénéficient d'une activité bien orientée et de revenus hors exploitation en hausse. S'agissant des secteurs, la rentabilité financière augmente dans les biens d'équipement et les biens intermédiaires, alors qu'elle est en recul dans les biens de consommation, et se dégrade dans l'automobile.

En 2006, la rentabilité financière retrouve son niveau du début des années 2000 dans les PMI. Pour les grandes entreprises, elle atteint un niveau historiquement élevé, malgré une rentabilité économique qui stagne et les difficultés de l'automobile.

L'explication provient de structures de financement, différentes selon la taille des entreprises industrielles, et de l'évolution de ces structures de financement sur la période. Le taux d'endettement des grandes entreprises est proche, en 2006, de celui atteint en 1995 et s'est même accru sur la période récente. Les grandes entreprises ont profité de la baisse du coût de l'endettement et de l'écart avec la rentabilité économique pour s'endetter, notamment depuis deux ans. Elles ont bénéficié d'un effet de levier positif, leur permettant d'accroître la rentabilité financière. Le phénomène est moins marqué dans les PMI et les TPI de l'industrie manufacturière, engagées au contraire dans un processus de réduction du taux d'endettement. Dans ce cas, l'effet de levier ne joue pas et la rentabilité financière évolue au même rythme que la rentabilité économique.

Graphique 26 Rentabilité financière : CAF nette sur capitaux propres

(en %)



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Tableau 7 CAF nette sur capitaux propres selon la taille de l'entreprise et par secteurs

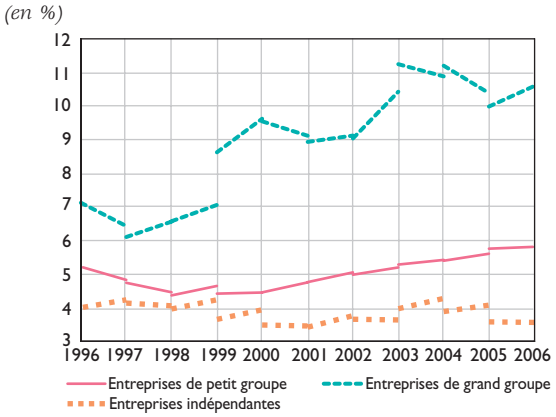
	2005	2006
Industries agroalimentaires	12,5	13,9
Biens de consommation	14,8	12,9
Industrie automobile	14,3	- 2,9
Biens d'équipement	12,9	15,6
Biens intermédiaires	10,0	15,1
TPI	10,7	11,1
PMI	9,4	10,8
GE	13,5	14,3
Ensemble	**12,4**	**13,4**

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

3|3 Un partage des revenus dont l'évolution reflète celle des structures de financement

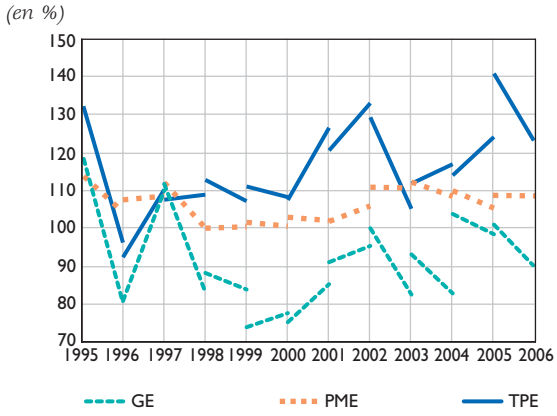
Le revenu global intègre l'ensemble des résultats de l'entreprise, résultat brut d'exploitation et résultat sur opérations hors exploitation. Il s'accroît plus rapidement dans les PMI que dans les TPI ou dans les grandes entreprises. Ces revenus globaux se répartissent entre les différents acteurs et partenaires économiques de l'entreprise. Sur longue période, la part du personnel, de loin la plus importante, et celle de l'État sont stables. En revanche, la part de l'entreprise (autofinancement) est plus volatile. Celle des prêteurs a diminué de plus de moitié en dix ans, et ce quelle que soit la taille des entreprises. La part des actionnaires, c'est-à-dire la distribution sous forme de dividendes, s'accroît : dans les grandes entreprises, elle atteint près de 11 % en 2006 ; dans les entreprises petites et moyennes, elle s'accroît également, mais reste à un niveau inférieur (6 % environ). Dans les deux cas, le développement des structures de groupe y contribue largement (cf. graphique 27).

Graphique 27 Part des actionnaires dans le revenu global selon le statut des entreprises



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

Graphique 28 Taux d'autofinancement : autofinancement sur investissement direct



Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

3|4 Un taux d'autofinancement en baisse en 2006 sauf dans les PMI

La baisse du taux d'autofinancement est importante pour les TPI et les grandes entreprises de l'industrie manufacturière ; elle touche particulièrement les biens de consommation et l'industrie automobile (cf. tableau 8 et graphique 28). Les PMI, en revanche, maintiennent un taux d'autofinancement élevé, du fait de meilleurs résultats en 2006 et de dépenses d'investissement qui demeurent modestes. Sur longue période, le taux d'autofinancement est stable dans les PMI tandis que l'évolution est plus heurtée dans les TPI et dans les grandes entreprises.

Tableau 8 Taux d'autofinancement : autofinancement sur investissement direct

	2005	2006
Industries agroalimentaires	113,9	105,6
Biens de consommation	145,6	84,0
Industrie automobile	103,6	29,6
Biens d'équipement	95,7	159,4
Biens intermédiaires	87,4	103,2
TPI	141,0	123,2
PMI	18,6	108,5
GE	101,0	90,0
Ensemble	**104,6**	**95,8**

Champ : Industrie manufacturière – entreprises présentes par périodes successives de deux ans
Source : Banque de France – Centrale des bilans, Observatoire des entreprises

4| Une approche plus complète des groupes dans l'industrie grâce à la prise en compte de l'ensemble de leurs filiales

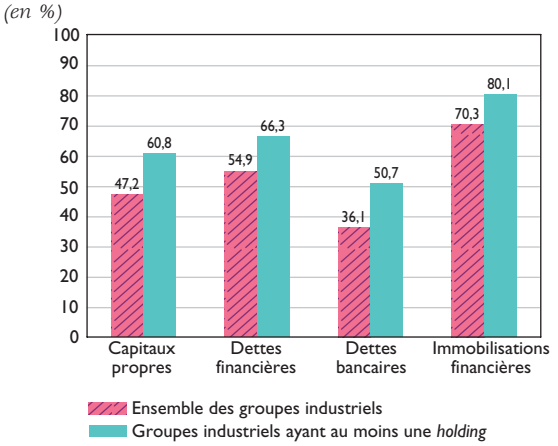
4|1 Les *holdings*, indispensables pour évaluer l'endettement bancaire, mais source de doubles comptes dans l'endettement financier

Les structures de groupe sont de plus en plus courantes dans le secteur industriel. La multiplication des entités de type *holding* au sein de ces groupes nécessite une attention particulière dans l'analyse des comptes sociaux, du fait de la présence de flux intra-groupe. Si le rôle des *holdings* est de gérer la plupart des flux de financement au niveau du groupe, ces entités ont peu d'activité opérationnelle au sens propre du terme.

Ainsi, une partie de l'endettement bancaire ou du financement de marché est dorénavant portée par ces *holdings*. Ces dernières doivent donc être prises en compte dans l'analyse de certains postes. Par contre, pour d'autres indicateurs, comme

Graphique 29 Poids des *holdings* dans les groupes industriels en 2006

(en %)



Champ : Groupes dont plus de la moitié de l'effectif est dans le secteur industriel
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

l'endettement financier ou les capitaux propres, l'analyse est beaucoup plus délicate du fait des doubles comptes. Ceux-ci sont plus ou moins importants selon la complexité des structures mises en place et l'éventuelle superposition de *holdings* en cascade. Enfin, certains ratios des groupes industriels, structures ayant la majorité de leurs salariés dans le secteur de l'industrie, évoluent de la même manière que ceux des grandes entreprises industrielles.

En 2006, le poids des *holdings* au sein des groupes industriels est de 36 % dans les dettes bancaires, de l'ordre de 50 % dans les capitaux propres et de 70 % dans les immobilisations financières (cf. graphique 29). Ainsi, tous groupes industriels confondus, plus d'un tiers de leur endettement bancaire passe par leurs *holdings*. Mais le poids très important des *holdings* cache aussi le problème des doubles comptes observés au sein des groupes. Pour donner une idée plus précise de l'ampleur du phénomène, le poids des *holdings* dans les groupes industriels est calculé uniquement sur les groupes comprenant au moins une *holding*. Dans ce cas, le poids des *holdings* est de 80 % dans les immobilisations financières et de 60 % dans les capitaux propres et de 50 % dans les dettes bancaires.

ENCADRÉ 4

Démographie des groupes industriels

Le développement des structures de groupe dans l'industrie

Le nombre de groupes industriels a plus que doublé au cours de la dernière décennie. Du fait de leur plus grande fréquence, la taille moyenne des groupes s'amenuise ces dernières années par rapport aux années antérieures à 2000, et ce aussi bien du point de vue de leurs effectifs et que de leur chiffre d'affaires. Les petits groupes sont plus nombreux, en rupture avec l'image usuelle que l'on peut avoir des groupes.

Les structures holdings *sont de plus en plus fréquentes au sein des groupes. En 2006, près d'un tiers des groupes industriels comportent au moins une* holding.

Tableau 9 Évolution des groupes industriels : chiffres-clés

(chiffre d'affaires en millions d'euros, proportion en %)

	Nombre de groupes	Nombre d'entreprises	Effectifs			Chiffre d'affaires			Proportion de groupes possédant au moins une *holding*
			T1	T2	T3	T1	T2	T3	
1997	6 174	12 038	41	108	409	5,1	16,3	75,4	21,5
2000	8 611	17 586	41	111	439	5,4	17,7	87,7	23,7
2003	10 894	23 260	36	98	404	4,6	15,5	79,6	29,1
2006	11 866	25 596	31	83	338	4,4	14,5	74,9	32,2

Champ : Filiales des groupes industriels
Source : Banque de France – Fichier bancaire des entreprises

.../...

Tableau 10 Ensemble des groupes industriels

(effectifs en milliers ; CA, valeur ajoutée, endettement bancaire, endettement financier, capitaux propres en milliards d'euros)

	Nombre de groupes	Nombre d'entreprises	Effectifs	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Endettement bancaire	Endettement financier	Capitaux propres
2000	8 611	17 586	2 159	641	163	83	264	369
2001	9 515	19 625	2 243	668	166	82	294	389
2002	10 346	21 786	2 328	698	173	74	309	435
2003	10 894	23 260	2 383	732	180	71	315	429
2004	11 559	24 778	2 364	749	188	66	286	393
2005	11 828	25 590	2 322	772	194	72	269	415
2006	11 866	25 596	2 167	751	187	76	307	474

Champ : Entreprises industrielles résidentes
Source : Banque de France – Fichier bancaire des entreprises

Une part importante de l'activité des groupes industriels est réalisée dans le secteur du commerce

En 2006, plus de 42 % des groupes industriels ont au moins une filiale en dehors du secteur de l'industrie. Les filiales des biens intermédiaires et de l'automobile réalisent près de la moitié du chiffre d'affaires de l'ensemble des groupes industriels ; les filiales dans le commerce se situent au même niveau que celles des autres secteurs de l'industrie (11 %). Cette activité marchande des groupes industriels est principalement portée par les filiales dans le commerce de gros. En revanche, la part des salariés employés par ces groupes, en dehors du secteur industriel, est plus faible, de l'ordre de 7 %. Le secteur des biens intermédiaires est prépondérant : un quart du chiffre d'affaires et un tiers des effectifs des groupes industriels.

Sur la dernière décennie, l'activité hors industrie des groupes industriels s'est développée : le chiffre d'affaires réalisé en dehors de l'industrie est de 14 % en 2006, contre moins de 6 % en 1996.

Tableau 11 Répartition du chiffre d'affaires et des effectifs selon le secteur d'appartenance des entités des groupes industriels en 2006

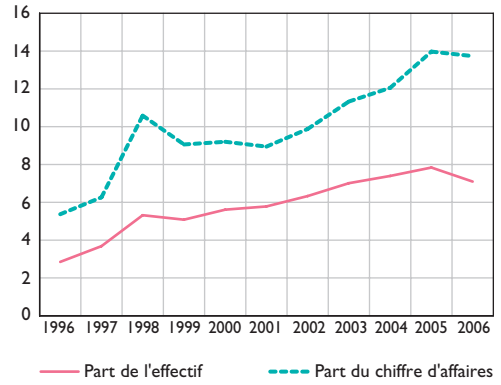
(en %)

	Chiffre d'affaires	Effectifs
Industries agroalimentaires	13	12
Biens de consommation	12	15
Industrie automobile	23	12
Biens d'équipement	13	20
Biens intermédiaires	25	34
Commerce	11	4
Services aux entreprises	2	2
Autres	1	1
Total	**100**	**100**

Champ : Ensemble des filiales des groupes industriels
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

Graphique 30 Part de l'activité hors industrie des groupes industriels

(en %)



Champ : Ensemble des filiales des groupes industriels
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

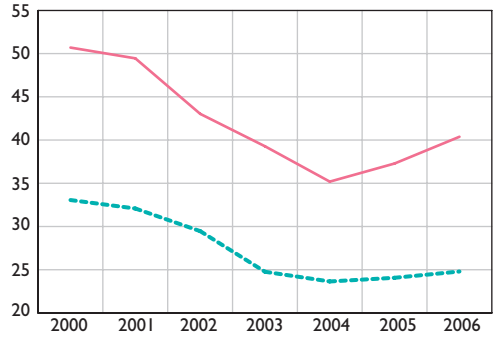
4|2 La part de l'endettement bancaire dans la valeur ajoutée augmente depuis deux ans, par l'intermédiaire des *holdings*

Les structures *holdings* portent en moyenne une partie importante de l'endettement bancaire des groupes industriels. La part de l'endettement bancaire dans la valeur ajoutée s'est accrue de cinq points depuis 2004, alors que cette part paraît stable lorsque l'on ne prend pas en compte ces structures dans le périmètre des groupes (cf. graphiques 31 et 32). Cette reprise de l'endettement est observée après une baisse conséquente depuis 2000. La capacité d'endettement, mesurée par le rapport entre la capacité d'autofinancement et l'endettement bancaire, atteint 87 % en 2006, alors qu'elle était de 60 % en 2000. Ce résultat est le fruit d'une augmentation croissante de la capacité d'endettement durant cette période, malgré un léger décrochage en 2005.

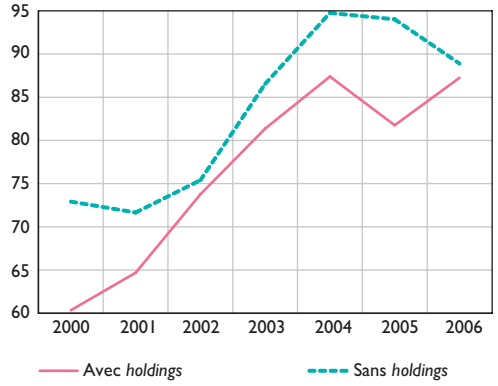
Graphiques 31 et 32 La prise en compte des *holdings* dans le contour des groupes industriels

(en %)

Part de l'endettement bancaire dans la valeur ajouitée



Capacité d'endettement

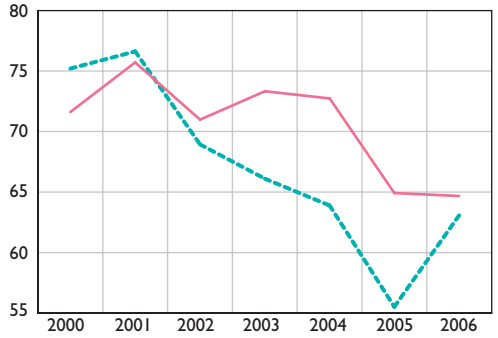


Champ : Ensemble des filiales des groupes industriels
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

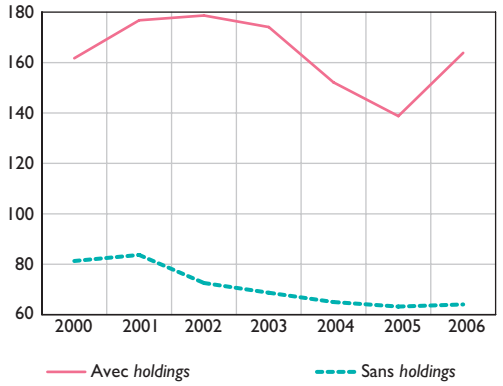
Graphiques 33 et 34 La prise en compte des *holdings* dans le contour des groupes industriels

(en %)

Part de l'endettement financier dans les capitaux propres



Part de l'endettement financier dans la valeur ajoutée



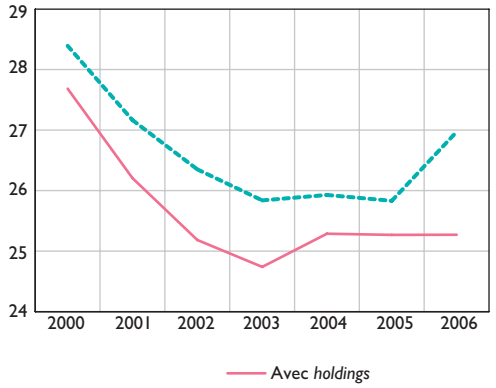
Champ : Ensemble des filiales des groupes industriels
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

Les ratios concernant l'endettement financier, très perturbés par l'effet de doubles comptes, sont plus délicats à interpréter. Si l'endettement financier est rapporté au montant des capitaux propres, alors les deux données sont concernées par les effets de doubles comptes. Si l'endettement financier est rapporté à la valeur ajoutée, alors le niveau de ratio est surestimé, compte tenu de la présence de doubles comptes pour l'endettement et non pour la valeur ajoutée. Néanmoins, la tendance de ce ratio semble plus proche de la réalité économique, l'endettement financier étant en augmentation en 2006 en phase avec l'endettement bancaire.

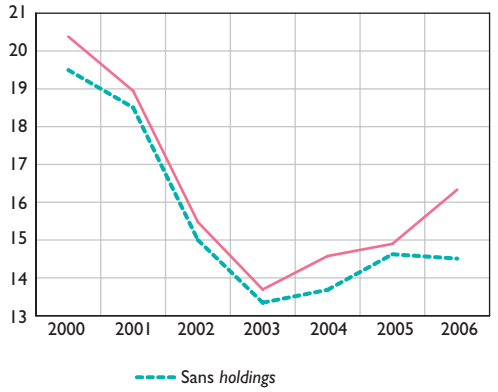
Graphiques 35 et 36 La prise en compte des *holdings* dans le contour des groupes industriels

(en %)

Taux de marge



Taux d'investissement



Champ : Ensemble des filiales des groupes industriels
Source : Banque de France – FIBEN, Observatoire des entreprises

La prise en compte des *holdings* est moins cruciale dans l'interprétation de ratios tels que le taux de marge ou le taux d'investissement. Les niveaux sont tout à fait comparables, qu'on les intègre ou non dans le contour des groupes. Cependant, pour chacun des deux ratios, l'évolution récente est différente suivant le contour pris en compte. Ainsi, sur la dernière année, le taux de marge évolue moins favorablement si l'on regarde la population avec le périmètre élargi. Au contraire, le taux d'investissement des groupes industriels sur le périmètre élargi redémarre, alors qu'il stagne sur un périmètre hors *holdings*.

Concepts comptables

Valeur ajoutée : production + ventes de marchandises + subvention d'exploitation en complément de prix – consommation élargie

Résultat brut d'exploitation : valeur ajoutée + autres produits et charges d'exploitation – charges de personnel – impôts, taxes et versements assimilés

Résultat net d'exploitation : résultat brut d'exploitation + transferts de charges d'exploitation – dotation d'exploitation aux amortissements et aux provisions (nettes des reprises). Rapporté au capital d'exploitation, le résultat net d'exploitation mesure la rentabilité nette d'exploitation

Résultat brut global : résultat brut d'exploitation + résultat des opérations hors exploitation

Capacité nette d'autofinancement : valeur ajoutée + autres produits et charges d'exploitation + résultat hors exploitation – charges de personnel – impôts, taxes et versements assimilés – intérêts et charges assimilées – dotations nettes aux amortissements et provisions – impôts sur les sociétés

La capacité nette d'autofinancement permet d'évaluer la capacité de l'entreprise à financer sa croissance de façon autonome. Rapportée aux capitaux propres, elle fournit un indicateur de la rentabilité financière

Investissement d'exploitation : acquisition d'immobilisations corporelles + immobilisations nouvelles en crédit bail – opérations de "lease back" + acquisition d'immobilisations incorporelles

Capital d'exploitation : immobilisations d'exploitation et besoins en fonds de roulement d'exploitation

Endettement financier : ensemble des ressources financières à long, moyen et court terme, prêtées à l'entreprise par ses banquiers, ses associés ou le groupe, ou bien levées sur les marchés financiers

Endettement bancaire : emprunts bancaires (y compris crédit-bail) + crédits bancaires (y compris effets escomptés non échus)

Bibliographie

BNP Paribas (2007)
« Enquête PME-PMI 2006-2007 », enquête annuelle

Cabarouy (C.), Parmentier (P.) et Thomas (J.) (2007)
« Le coût du crédit aux entreprises », *Bulletin de la banque de france*, n° 163, juillet

Cayssials (J.-L.), Kremp (E.) et Peter (C.) (2007)
« Premiers résultats des PMI en 2006 : meilleure rentabilité mais reprise de l'investissement », Observatoire des entreprises, disponible sur internet, *http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/observatoire/SEI_N8_Note_PMI.pdf*

Cayssials (J.-L.), Kremp (E.) et Peter (C.) (2007)
« Dix années de dynamique financière des PME en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 165, septembre

Ceci (N.) et Valersteinas (B.) (2006)
« Structure et comportement des entreprises françaises », *Diagnostics prévisions et analyses économiques,* DGTPE, n° 102, mars

Consalès (G.) (2007)
« Une consommation toujours dynamique en 2006 malgré le recul de l'automobile », *INSEE première*, n° 1143

Fresson-Martinez (C.) (2007)
« L'industrie automobile française en perte de vitesse en 2006 », *INSEE première*, n° 1149

INSEE (2007)
« Enquête sur les investissements dans l'industrie – avril 2007 », *Informations rapides*, n° 147

Jacod (C.) et Piquet (E.) (2007)
« L'industrie manufacturière en 2006 : les exportations tirent la croissance», *Le 4 pages*, SESSI, n° 236

Marionnet (D.) (2007)
« Les comptes financiers de la Nation en 2006 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 161, mai

Nahmias (L.) (2007)
« Groupes de sociétés et analyse du tissu productif : enjeux et premiers constats », *Bulletin de la Banque de France*, n° 159, mars

Nefussi (B.) (2007)
« Les groupes absorbent des sociétés à fort potentiel », *INSEE première*, n° 1144

Roger (F.) (2006)
« Structure d'endettement et développement des entreprises françaises », *Crédit agricole éclairages recherche*, n° 3

Maquette d'inflation zone euro

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

Avec la monnaie unique et l'intégration économique européenne, l'analyse fine de l'inflation et des tensions inflationnistes ne peut plus se limiter au niveau national, mais doit également porter sur l'ensemble de la zone euro. Cet élargissement du champ de l'analyse concerne en particulier les prévisions réalisées au sein de l'Eurosystème. Dans cette perspective, la Banque de France développe des outils pour la zone euro parallèlement à ceux déjà utilisés pour la France. La présente étude propose une modélisation des évolutions à court terme de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) sur l'ensemble de la zone euro dans une maquette très simple. Un prolongement de ce travail consistera en une modélisation des liens entre activité et inflation, plus à même de rendre compte du développement des tensions inflationnistes à moyen terme.

La maquette comprend sept équations, qui expliquent chacune l'IPCH de la zone euro, ou l'une de ses composantes sectorielles, à l'aide du coût du travail, des prix d'importation, des indicateurs de tension sur le marché des biens et du travail et des indicateurs de fiscalité indirecte. Si, au niveau des composantes les plus désagrégées, les équations structurelles ne sont pas statistiquement plus performantes que des équations naïves fondées sur la seule inflation passée, elles restent pourtant plus informatives, du fait précisément des éléments de structure qui les sous-tendent. Par ailleurs, par un effet de compensation des erreurs, l'agrégation des prévisions des composantes apparaît significativement meilleure que la prévision effectuée directement pour l'IPCH total. Sur la période récente, l'agrégation des composantes retrace également mieux l'évolution de l'IPCH sous-jacent que l'équation globale.

L'approche est avant tout empirique dans la mesure où l'adéquation aux données est privilégiée par rapport aux formes structurelles issues d'un comportement théorique. Ces prévisions permettent néanmoins une lecture économique des évolutions de l'inflation. Ainsi, la maquette fait apparaître que la modération de l'inflation sous-jacente de 2004 à 2006 a d'abord été due à la diffusion du ralentissement du prix des importations, suite à l'appréciation de l'euro et à l'absence de tensions cycliques marquées, puis à la modération des coûts salariaux. En 2007, la reprise de l'inflation sous-jacente est la conséquence de tensions cycliques, mesurées par exemple par les baisses cumulées depuis 2005 du taux de chômage, et de la vive progression passée des prix d'importations, suite à la dépréciation de l'euro observée temporairement en 2005 et à la forte augmentation des prix du pétrole. Compte tenu de leurs délais de diffusion, les effets de l'appréciation de l'euro sur l'inflation sous-jacente restent encore, pour l'essentiel, à venir.

Mots-clés : Inflation, modélisation économique, prévision

Codes JEL : C52, E37

NB : Les auteurs remercient Laëtitia Francart et Claudine Guibert pour leur contribution technique à la construction de la maquette ainsi qu'à la réalisation de cette étude. Ils remercient également Hervé Le Bihan pour la pertinence de ses commentaires.

Dans le cadre de la préparation des décisions de politique monétaire de la zone euro, les équipes de l'Eurosystème effectuent quatre fois par an des prévisions d'inflation à court terme (*Narrow inflation projection exercise* – NIPE) et deux fois par an des prévisions d'ensemble (inflation, activité) à moyen terme (*Broad macroeconomic projection exercise*), en agrégeant les prévisions nationales fournies par les Banques centrales de l'Eurosystème, et notamment la Banque de France. Les prévisions à moyen terme sont mises à jour deux fois par an par les services de la Banque centrale européenne (BCE) [1].

Membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, le gouverneur de la Banque de France prend part aux décisions de politique monétaire. C'est pourquoi la Banque de France, outre son analyse détaillée des évolutions macroéconomiques pour la France, se dote d'outils de projection et d'analyse économique de la zone euro dans son ensemble et notamment d'une maquette de prévision et d'analyse fine de l'IPCH de la zone euro. Celle-ci est inspirée de la maquette de prévision d'inflation pour la France utilisée depuis 1999 par la Banque de France dans le cadre du NIPE [2].

Cette approche globale de la zone euro se justifie car les économies de la zone présentent de fortes similitudes sur le passé récent. À titre d'exemple, une étude a démontré que les divergences en termes de dynamique inflationniste entre les États membres de la zone euro présentaient une variabilité moindre qu'entre les États des États-Unis [3]. Cependant, la construction et l'estimation d'un modèle de prévision d'inflation pour la zone euro dans son ensemble se heurtent à un certain nombre de difficultés intrinsèques et le modèle sera certainement amené à évoluer. Tout d'abord, la nécessité de disposer d'échantillons d'estimation suffisamment longs nous contraint à utiliser des séries temporelles commençant à la fin des années quatre-vingt. Or les situations économique et politique des pays de la zone euro ont considérablement évolué depuis : avancement différencié selon les pays dans le processus de convergence monétaire au cours des années quatre-vingt-dix, mise en place d'une politique monétaire commune en 1999. Ces évolutions rendent, en effet, fragile la stabilité des mécanismes inflationnistes agrégés sur l'ensemble de l'échantillon utilisé. Par ailleurs, la mesure de l'IPCH a sensiblement évolué au cours du temps, et les comptes trimestriels de la zone euro, dont sont issues les variables exogènes de notre maquette, sont sujets à de nombreuses révisions, ce qui constitue une difficulté supplémentaire pour l'estimation. Cet article présente la version actuelle de la maquette d'inflation pour la zone euro développée à la Banque de France. La première partie décrit les déterminants théoriques de l'inflation, qui définissent la structure générale des équations de la maquette, et la méthode d'estimation retenue. La seconde partie présente les résultats de l'estimation du modèle. Dans un troisième temps, nous proposons une analyse rétrospective de l'inflation de la zone euro depuis 1995, en nous appuyant sur les résultats de simulations dynamiques. Enfin, dans la quatrième partie, nous testons à l'aide d'outils statistiques la qualité prédictive de la maquette ainsi que les performances relatives, en prévision, des approches sectorielle et agrégée.

1| Principaux déterminants de l'inflation

Après avoir rappelé les principaux facteurs explicatifs de l'inflation, nous décrivons la méthode d'estimation retenue.

1|1 Facteurs explicatifs de l'inflation

On peut identifier plusieurs déterminants principaux des évolutions des prix à la consommation :

• les coûts de production des firmes : il s'agit principalement du coût du travail ainsi que du prix des biens intermédiaires importés ;

• le comportement de marge des entreprises : il explique l'écart entre les coûts de production et les prix à la consommation des biens et services domestiques ;

1 *BCE (2001) :* "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercices", *juin*
2 *Jondeau E., Le Bihan H. et Sédillot F. (1999) : « Modélisation et prévision des indices de prix sectoriels »,* Note d'études et de recherche, *Banque de France, n° 68*
3 *Moec G. (2003) : « Les écarts d'inflation dans la zone euro : éléments de quantification et d'analyse »,* Bulletin *de la Banque de France, n° 115, juillet*

• les prix des biens de consommation importés et directement consommés ;

• la fiscalité indirecte.

Les coûts de production sont introduits dans nos équations par le coût unitaire du travail (rapport entre la rémunération et la productivité) ainsi que par le prix du baril de pétrole libellé en euros. Le prix des importations de la zone euro, représentant à la fois les variations du coût des consommations intermédiaires importées par les entreprises et les évolutions des prix des biens de consommation importés, sera aussi utilisé. En théorie, on s'attend à ce que, à moyen terme, les entreprises répercutent entièrement dans leurs prix les coûts de production et ne modifient pas de façon durable leur taux de profit. Le prix de la demande finale de moyen terme est donc une moyenne des prix d'importation et des coûts unitaires du travail, pondérés par leur poids dans les ressources totales (importations et valeur ajoutée). La somme de ces coefficients de pondération doit être égale à un [4].

Sur le court terme, les entreprises modifient leurs prix selon l'existence ou non d'excès de la demande par rapport à l'offre puisqu'elles ne peuvent agir sur leurs capacités de production dans un temps si court. Elles modifient alors leurs marges. Deux indicateurs rendent compte de ces tensions : le taux d'utilisation des capacités de production mesure celles propres au marché des biens dans le secteur manufacturier et le taux de chômage le complète en ce qui concerne le marché du travail dans tous les secteurs, notamment les services.

Enfin l'impact de la fiscalité indirecte frappant les biens de consommation concerne la TVA, les taxes sur les produits pétroliers et sur le tabac.

Les séries de données utilisées sont présentées plus en détail en annexe.

1|2 Équations avec une cible

La maquette proposée ici comprend sept équations d'IPCH sectoriels estimées de façon indépendante les unes des autres [5] : IPCH total, sous-jacent — représentant le total hors énergie et alimentaire non transformé —, services, produits manufacturés, produits alimentaires transformés, produits alimentaires non transformés et énergie. Les équations prennent la forme d'un modèle à correction d'erreur : on s'attend à ce que les prix s'accroissent quand ils sont inférieurs à leur cible de long terme, et qu'ils diminuent quand ils y sont supérieurs. Formellement, la cible de long terme s'écrit :

$$log(P_t) = a.log(CUT_t) + b.log(PM_t) + \sum_j c_j.Z_t^j + d$$

avec P l'IPCH concerné, CUT le coût unitaire du travail qui est le rapport entre la rémunération et la productivité, PM le déflateur des importations et Z toute variable intégrée d'ordre 1 pertinente et utilisée en niveau [6]. Pour toute variable x, on note $\Delta x_t = x_t - x_{t-1}$ et $\Delta log\ x_t \approx \Delta x_t / x_{t-1}$ mesure le taux de croissance.

L'équation complète s'exprime de la façon suivante :

$$\begin{aligned}\Delta log(P_t) &= \alpha.\Delta log(P_{t-1}) + \sum_j \beta_j.\Delta Z_{t-j} + \gamma.log(P_{t-i}) \\ &+ \delta.log(CUT_{t-i}) + \varepsilon.log(PM_{t-i}) + \sum \zeta_j.Z_{t-i}^j + \eta + u_t\end{aligned} \quad (1)$$

Les coefficients de la relation de long terme se retrouvent comme suit :

$$a = -\frac{\delta}{\gamma},\ b = -\frac{\varepsilon}{\gamma},\ c = -\frac{\zeta_j}{\gamma}$$

Avec ces notations, et d'après la discussion de la section 1|1, on a théoriquement : $a + b = 1$.

4 *Empiriquement, cela n'est pas nécessairement le cas pour chacune des composantes de la demande finale et a fortiori pour les composantes sectorielles de l'IPCH, du fait de comportements différenciés. Cependant, nous avons opté pour des équations qui s'approchaient le plus de cette règle.*

5 *Cf. 1|3 pour les implications de cette approche.*

6 *Statistiquement, on distingue les processus aléatoires stationnaires (au deuxième ordre) — qui sont de moyenne et de dispersion autour de la moyenne (de variance) stables au cours du temps — des processus non stationnaires — pour lesquels l'une au moins de ces caractéristiques évolue au cours du temps. Les variables qui ont des tendances — ce qui est typiquement le cas des variables économiques considérées en niveau (ou en logarithmes comme ici) — entrent dans cette deuxième catégorie. Les variables non stationnaires en niveau mais dont les variations sont stationnaires sont dites intégrées d'ordre* 1 *— ce qui se note I (1).*

1|3 Une maquette trimestrielle non bouclée

Cette approche néglige les interactions réciproques qui existent à plus long terme entre les évolutions de prix et :

• les évolutions des salaires ; en effet, les prix à la consommation sont le principal déterminant des négociations salariales. Par ce canal, une variation des prix aura un impact significatif sur les coûts unitaires du travail, qui, en retour, impacteront les prix à la consommation ;

• les évolutions des prix d'importation ; les importateurs fixent leur prix en tenant compte en partie du niveau des prix sur le marché domestique ;

• les variations des grandeurs macroéconomiques réelles ; ainsi, les prix à la consommation jouent significativement sur le niveau de consommation des ménages, et subséquemment sur l'ensemble de la sphère réelle, impactant notamment le taux d'utilisation des capacités de production et le taux de chômage qui, eux-mêmes, auront un effet sur le niveau des prix.

Notre maquette ne prend pas en compte ces effets de bouclage, à la différence de la plupart des gros modèles macroéconomiques, puisque le coût unitaire du travail, le prix des importations ainsi que les variables de l'économie réelle y sont considérés comme des variables exogènes. Cependant, ces mécanismes ayant un délai d'action plus long sur les prix que les effets directs de leurs déterminants habituels, notre maquette est plus adaptée à une projection de l'inflation à horizon de court terme. La BCE utilise aussi cette approche pour la zone euro (cf. Benalal N., Diaz del Hoyo J. L., Landau B., Roma M. et Skudelny F., 2004). L'INSEE a développé une approche intermédiaire entre une maquette d'équations de prix et un modèle macroéconométrique complet, en intégrant une détermination simultanée des salaires et des prix (cf. Gallot P. et Heitz B., 2004).

2| La maquette

Après avoir estimé plusieurs équations selon ces grands principes, nous présentons celle que nous avons retenue pour chaque indice.

2|1 Caractéristiques de la maquette

Dans ces équations (cf. encadré), les prix dépendent positivement du coût du travail. Les tensions, mesurées par la hausse du taux d'utilisation des capacités de production ou la baisse du taux de chômage, sont également utilisées comme indicateurs de pressions sur les prix. Enfin, les prix d'importation représentent la partie importée de l'inflation.

Conformément à l'approche développée au 1|1, la somme des coefficients de long terme des coûts (coût unitaire du travail et prix d'importation) est proche de l'unité pour l'inflation totale, qu'elle soit modélisée directement ou par agrégation des composantes.

Le choix des séries explicatives appelle trois remarques. Premièrement, les prix de production sectoriels n'apparaissent pas dans nos équations. L'estimation a en effet révélé que ces séries avaient un pouvoir explicatif des évolutions de l'IPCH moindre que le coût du travail ou les prix d'importation. Cependant, cela ne signifie pas qu'ils ne contiennent pas d'information sur l'évolution des prix à la consommation.

Deuxièmement, le taux de chômage a été utilisé simultanément au coût unitaire du travail (CUT), ce qui n'est pas le cas dans des formes structurelles des équations d'inflation directement dérivées de la théorie économique : la baisse du taux de chômage amène une hausse des salaires et donc du CUT selon l'effet Phillips, ce qui pourrait laisser supposer que l'une des variables est redondante par rapport à l'autre. Néanmoins, l'analyse cyclique des prix et de leurs déterminants nous apprend que le taux de chômage et le CUT peuvent être informatifs simultanément : dans un contexte de reprise de l'activité, l'emploi ne redémarre pas immédiatement (cycle de productivité). Le taux de chômage reste alors stable, tout comme les salaires. La productivité augmente, ce qui fait mécaniquement baisser le CUT mais a un impact faible sur les prix car les entreprises accroissent leur marge. Dans un deuxième temps, la reprise crée des emplois et le taux de chômage commence à baisser. Cette amélioration de la situation du marché du travail entraîne progressivement une remontée des salaires, un ralentissement de la productivité et donc une hausse des coûts unitaires du travail qui se transmet aux prix.

De même, le taux d'utilisation des capacités de production, censé capter les comportements de

ENCADRÉ

Les équations

La maquette utilisant comme variables exogènes des séries trimestrielles désaisonnalisées issues des comptes nationaux trimestriels, et afin de neutraliser une partie des changements intervenus dans la saisonnalité de l'IPCH, les séries de prix sont corrigées des variations saisonnières et trimestrialisées pour l'estimation (cf. annexe) ; les projections d'IPCH zone euro réalisées au niveau trimestriel devront donc ensuite être mensualisées et « resaisonnalisées » pour obtenir des projections mensuelles.

Les notations utilisées sont les suivantes :

Notation	Libellé
P	Variable d'IPCH expliquée
P^M	Indice du prix des importations
ULC	Coût unitaire du travail
P^{Brent}	Prix du *Brent* en euro
CUR	Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie
VAT	Taux de TVA normal moyen pondéré par le poids des pays dans l'IPCH (variable IPCHTVATX)
U	Taux de chômage au sens du BIT
Variables muettes	
1990 T4	Irrégularité de l'IPCH dans les services en Allemagne non présente dans l'IPC (septembre/octobre)
1991 T3-1991 T4	Hausse du prix des télécommunications en Allemagne (juillet)
1991 T3	Hausse généralisée des prix des produits frais dans la zone euro du fait des conditions climatiques
1993 T4	Hausse du prix du tabac et changement de saisonnalité mal pris en compte en Italie
1994 T1	Hausse des accises sur le prix des produits pétroliers en Allemagne (janvier)
2000 T2	Baisse du taux de TVA normal en France (avril) et baisse temporaire du prix des voyages organisés en Allemagne (mai)
2001 T1-2001 T2	Changement de saisonnalité mal pris en compte en Italie et en Espagne
2001 T2	Hausse des prix suite aux crises alimentaires (ESB et fièvre aphteuse) et à un hiver rigoureux
2002 T1	Hausse des prix de l'alimentaire frais suite à un hiver rigoureux
2003 T1	Hausse du prix du tabac en France (janvier)
2003 T1	Hausses des prix du gaz et de l'électricité dans la zone euro
2003 T3	Hausse des prix des produits alimentaires frais suite à la canicule
2003 T4	Hausse du prix du tabac en France (octobre)
Mars 2004	Hausse du prix du tabac en Allemagne
2007 T1	Baisse des prix des produits alimentaires frais suite à un hiver doux

IPCH total

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[5,28]}{0,0065}\Delta\log(P_t^{Brent}) + \underset{[2,06]}{0,0005}\Delta CUR_{t-2} + \underset{[3,08]}{0,0546}\Delta\log(P_{t-1}^{M}) - \underset{[-10,3]}{0,0470}\log(P_{t-2})$$

$$+ \underset{[4,52]}{0,0374}\log(ULC_{t-2}) + \underset{[2,24]}{0,0117}\log(P_{t-2}^{M}) - \underset{[-6,68]}{0,0012}U_{t-3} + \underset{[3,35]}{0,0032}(\text{Dum 1991 T3} - \text{Dum 1991 T4})$$

$$- \underset{[-3,30]}{0,0033}(\text{Dum 2001 T1} - \text{Dum 2001 T2}) - \underset{[-3,40]}{0,0049}\ \text{Dum 2000 T2} + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,7812$ DW = 2,08

.../...

IPCH sous-jacent

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[2,64]}{0,2373}\Delta\log(P_{t-1}) + \underset{[3,61]}{0,0025}\Delta VAT_t - \underset{[-6,01]}{0,0512}\log(P_{t-3}) + \underset{[5,41]}{0,0449}\log(ULC_{t-3}) + \underset{[2,58]}{0,0131}\log(P^M_{t-3})$$

$$- \underset{[-4,37]}{0,0006}U_{t-3} - \underset{[-1,61]}{0,0293} - \underset{[-2,55]}{0,0020}\ \text{Dum 2000 T2} - \underset{[-1,86]}{0,0010}\ (\text{Dum 2001 T1} - \text{Dum 2001 T2})$$

$$- \underset{[-2,74]}{0,0022}\ \text{Dum 1993 T4} + \underset{[2,27]}{0,0018}\ \text{Dum 2004 T1} + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,929$ $DW = 2,16$

IPCH alimentaire transformé

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[4,84]}{0,3886}\Delta\log(P_{t-1}) + \underset{[2,00]}{0,0813}\Delta\log(ULC_{t-2}) - \underset{[-3,85]}{0,04001}\log(P_{t-2}) + \underset{[2,85]}{0,0319}\log(ULC_{t-2})$$

$$+ \underset{[3,50]}{0,0323}\log(P^M_{t-2}) - \underset{[-3,19]}{0,1156} + \underset{[4,38]}{0,0077}\ \text{Dum 2003 T1} + \underset{[3,66]}{0,0065}\ \text{Dum 2003 T4} + \underset{[3,14]}{0,0059}\ \text{Dum 2004 T2} + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,6710$ $DW = 2,25$

IPCH services

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[3,15]}{0,3111}\Delta\log(P_{t-1}) + \underset{[1,88]}{0,0004}\Delta CUR_{t-1} + \underset{[1,96]}{0,0019}\Delta VAT_t - \underset{[-5,53]}{0,0465}\log(P_{t-3}) + \underset{[5,13]}{0,0561}\log(ULC_{t-3})$$

$$+ \underset{[2,45]}{0,0164}\log(P^M_{t-3}) - \underset{[-3,47]}{0,0006}U_{t-3} - \underset{[-3,48]}{0,1171} + \underset{[2,75]}{0,0030}\ \text{Dum 1990 T4} + \underset{[4,66]}{0,0036}\ (\text{Dum 1991 T3} - \text{Dum 1991 T4}) + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,9400$ $DW = 1,80$

IPCH produits manufacturés

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[1,83]}{0,0016}\Delta VAT_t - \underset{[-10,85]}{0,0788}\log(P_{t-3}) + \underset{[6,82]}{0,0416}\log(ULC_{t-3}) + \underset{[3,28]}{0,0123}\log(P^M_{t-3}) + \underset{[12,64]}{0,1120} + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,8573$ $DW = 0,38$

IPCH alimentaire non transformé

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[3,09]}{0,0029}\Delta CUR_{t-2} - \underset{[-4,16]}{0,1507}\log(P_{t-2}) + \underset{[4,84]}{0,0112}\log(P^{Brent}_{t-2}) + \underset{[4,06]}{0,6186} + \underset{[2,98]}{0,0006}trend$$

$$+ \underset{[2,91]}{0,0153}\ \text{Dum 1991 T3} + \underset{[3,83]}{0,0200}\ \text{Dum 2001 T2} + \underset{[4,53]}{0,0234}\ \text{Dum 2002 T1} + \underset{[3,02]}{0,0155}\ \text{Dum 2003 T3} - \underset{[-1,90]}{0,0103}\ \text{Dum 2007 T1} + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,6691$ $DW = 2,09$

IPCH énergie

$$\Delta\log(P_t) = \underset{[10,06]}{0,0989}\Delta\log(P^{brent}_t) + \underset{[5,82]}{0,0518}\Delta\log(P^{Brent}_{t-1}) - \underset{[-2,63]}{0,0454}\log(P_{t-3}) + \underset{[3,35]}{0,0205}\log(P^{Brent}_{t-3}) + \underset{[2,39]}{0,1410}$$

$$+ \underset{[2,17]}{0,0213}\ \text{Dum 1994 T1} + \underset{[3,59]}{0,0252}\ (\text{Dum 2003 T1} - \text{Dum 2003 T2}) + \varepsilon_t$$

$R^2 = 0,7605$ $DW = 2,30$

.../...

Les équations sont estimées par la méthode des moindres carrés ordinaires. La période d'estimation s'étend de 1989 au premier trimestre 2007. Entre crochets apparaissent les statistiques de Student *associées à chaque coefficient. Par ailleurs, bien que n'apparaisse ci-dessus que la statistique de Durbin-Watson (DW), qui est biaisée en présence de l'endogène retardée parmi les régresseurs et donc fournie ici seulement à titre indicatif, nous avons testé avec succès la non-autocorrélation des résidus d'ordre supérieur à* 1.

La pertinence de la relation de long terme, c'est-à-dire l'existence de la relation de coïntégration, se teste à partir de la statistique de Student du coefficient γ *de l'équation (1) de la section 1/2, qui suit une loi non standard, tabulée par Ericsson et Mackinnon (2002). La loi dépend du nombre de variables muettes, du nombre d'exogènes et de la taille de l'échantillon. À titre d'exemple, sur un échantillon de la taille du nôtre (69 observations), avec une constante, 3 variables dans la relation de long terme et 15 régresseurs au total, la valeur critique du test au seuil de 5 % est 3,5. Notons que les statistiques de Student de tous les autres coefficients de la relation de long terme (c'est-à-dire devant toutes les variables intégrées d'ordre 1 et utilisées en niveau dans les équations) suivent cette loi ; ainsi, leur seuil de significativité à 5 % est aussi de 3,5, à la différence des coefficients des variables stationnaires, dont les statistiques de* Student *suivent une loi normale N(0,1).*

marge des entreprises, et dont l'évolution est très proche de celle du taux de chômage, n'est pas, de façon standard, utilisé simultanément dans une même équation. Cependant, d'autres approches intègrent l'*output gap*, qui résume l'information sur les tensions sur le marché des biens et du travail. Il n'a pas été retenu ici du fait de la fragilité de son calcul, tout particulièrement en fin d'échantillon et en prévision [7]. Les secteurs étant sensibles à des sources de tension différentes selon leur structure productive et concurrentielle, les résultats empiriques ont guidé le choix de la spécification. Cette démarche est donc essentiellement justifiée par la recherche de la robustesse et d'une bonne adéquation des équations aux données.

Troisièmement, pour l'équation de prix des produits alimentaires transformés, nous avons tenté d'introduire une variable de prix du tabac, afin de limiter le recours aux variables muettes, mais celle-ci apparaît peu significative et instable. En ce qui concerne l'équation de prix des produits alimentaires non transformés, l'écart aux températures moyennes habituellement observées un mois donné a un pouvoir explicatif trop faible pour être retenu dans le modèle. Cela s'explique par la difficulté de prendre en compte à la fois les différentes composantes du climat (température moyenne au cours de la journée, mais aussi gelées, précipitations,...), leur évolution géographique au niveau de la zone euro et le fait que des variations de même sens n'ont pas toujours le même effet (un hiver doux favorise l'offre et une baisse des prix, au contraire d'un été caniculaire). Mais cela ne pénalise pas la prévision. D'une part, les évolutions climatiques peuvent être considérées comme indépendantes des autres variables, si bien que l'impact des autres variables sur les prix est correctement mesuré en dépit de l'omission de cette variable. D'autre part, la prévision ferait généralement l'hypothèse d'un retour des conditions climatiques aux évolutions moyennes habituellement constatées.

Comme dans le modèle utilisé pour les prévisions du NIPE pour la France, nous avons privilégié les retards significatifs les plus longs pour les variables de comptabilité nationale. Ceci a pour avantage de ne pas cumuler deux types d'erreurs lors de la prévision des prix : celles de l'équation de prix, mais aussi celles sur la prévision des exogènes des équations (fournies en tant que de besoin par un modèle de projection macroéconomique). Les délais de diffusion des chocs affichés par nos équations, en conséquence très longs, ne sont cependant pas modifiés lorsque l'on prend le parti de minimiser la longueur des retards. Au final, cette approche est compatible avec la persistance de l'inflation observée dans les données.

7 *Cf. Orphanides A. et Van Norden S. (2005) :* "The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time", Journal of Money, Credit and Banking, *vol. n° 37, éd. 3, p. 583-601*

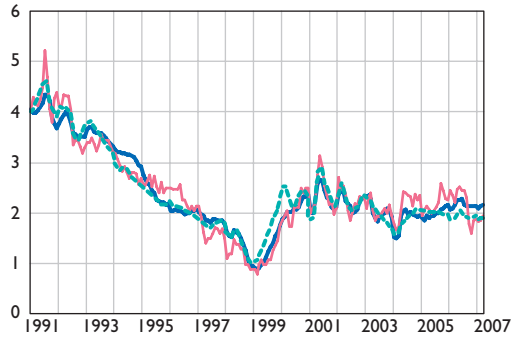
2|2 Simulations dynamiques à l'aide de la maquette

Les graphiques suivants représentent le glissement annuel des IPCH sectoriels, sous-jacent et total observés et obtenus par simulation dynamique [8] à l'aide de la maquette sur la période 1990-2007. On notera en particulier que la maquette capte correctement les retournements de tendance (lorsque l'inflation passe d'une tendance à la hausse à une tendance à la baisse par exemple, ce qui est matérialisé par des points d'inflexion sur une courbe d'inflation, cf. graphiques 1 à 7). Cette propriété est déterminante pour la qualité d'une prévision et du diagnostic qui l'accompagne.

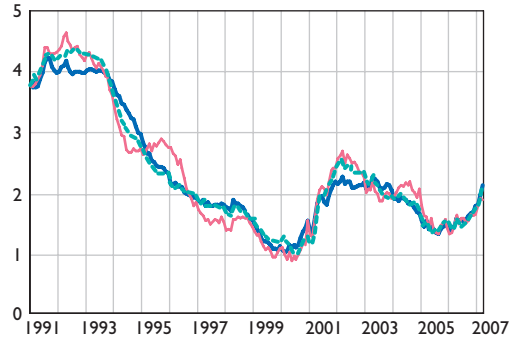
Graphiques 1 et 2 IPCH

(glissement annuel en %)

IPCH total



IPCH sous-jacent

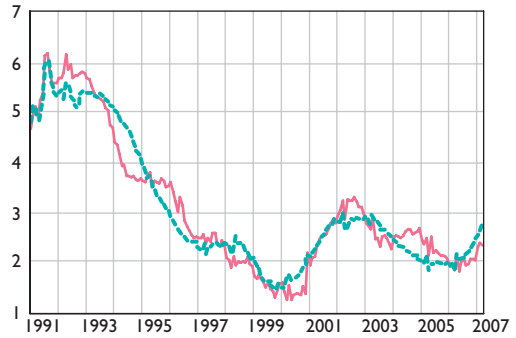


Observé — Simulé (approche directe) — Simulé (approche par agrégation)

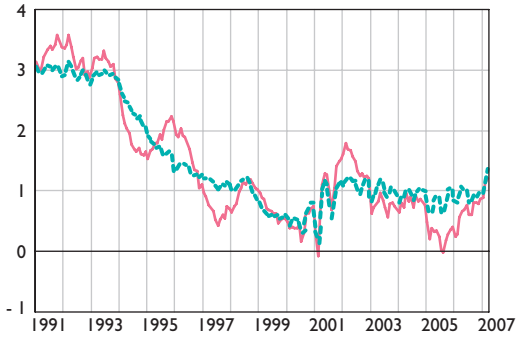
Graphiques 3 à 5 IPCH *suite*

(glissement annuel en %)

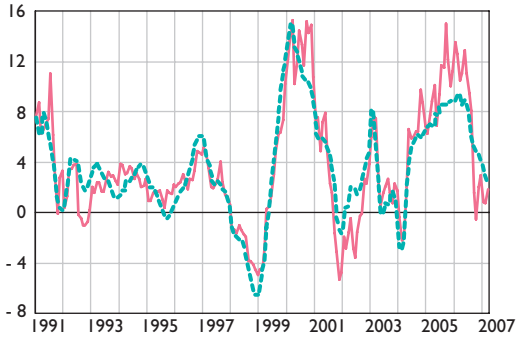
IPCH services



IPCH produits manufacturés



IPCH énergie



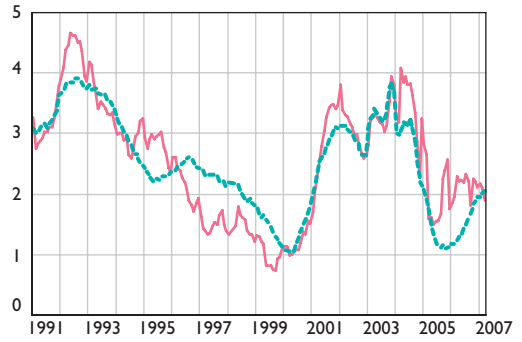
Observé — Simulé

8 *Dans une simulation dynamique, la variable expliquée est construite de façon récursive en utilisant la valeur simulée à la précédente période. Ici, pour les variables exogènes, on utilise les valeurs observées.*

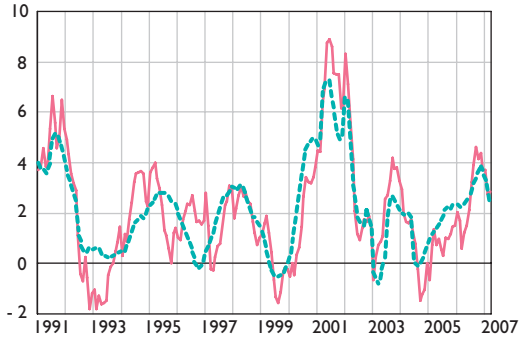
Graphiques 6 et 7 IPCH *suite*

(glissement annuel en %)

IPCH alimentaire transformé



IPCH alimentaire non transformé



Observé — Simulé

3| Analyse rétrospective de l'inflation de la zone euro depuis 1995 à l'aide de la maquette

La maquette permet d'analyser les principales caractéristiques de la dynamique de l'inflation sur la période. L'inflation totale de la zone euro a diminué de 1995 à 1998. Après une quasi-stabilité en 1999, elle a oscillé autour d'une moyenne de 2,1 % depuis 2000. L'inflation sous-jacente et ses composantes (alimentaire transformé, produits manufacturés, services) ont eu un profil similaire de baisse au début de la période, le point bas se situant plus tard, en 1999 ou 2000. L'inflation a diminué entre 2002 et 2005 (2006 pour les services) puis est repartie à la hausse. Cette différence entre l'évolution de l'inflation totale et celle de l'inflation sous-jacente est un des traits caractéristiques des années 2005 et 2006 [9].

La contribution dynamique des différentes variables exogènes aux évolutions de l'inflation permet d'éclairer les principales forces à l'œuvre sur la dernière décennie. La décélération des coûts unitaires du travail, *via* celle de la rémunération par tête, explique l'essentiel de la diminution de l'inflation dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix (cf. graphiques ci-après). La hausse des prix d'importation est à l'origine du redressement de l'inflation au début des années 2000, avec une reprise de l'inflation totale qui précède celle des composantes de l'inflation sous-jacente. L'impact de l'accélération progressive des coûts salariaux a compensé partiellement la baisse de la contribution des prix d'importation en 2003 et 2004. Les deux mouvements se sont inversés pour toutes les composantes en 2006 et 2007. La contribution des indicateurs de tension sur le marché des biens et/ou du travail à l'évolution de l'inflation est en général d'une importance limitée. Elle a participé toutefois à l'accélération de l'inflation totale, de l'inflation sous-jacente et celle des services en 2001 et 2002 et à nouveau en 2007.

3|1 Le ralentissement des salaires a contribué à celui de l'inflation à la fin des années quatre-vingt-dix

La contribution des coûts unitaires du travail à chacun des postes, matérialisée par la partie dénommée « *CUT* » dans les graphiques ci-dessous, a diminué jusqu'en 1999, est repartie à la hausse de 2002 à 2004 puis s'est modérée. Ce profil provient essentiellement de l'évolution des rémunérations par tête. De 1993 à 1998, elles ont fortement ralenti, sous le coup de mesures de désindexation des salaires sur les prix à la consommation dans certains pays de la zone euro et de la hausse du chômage. Après une accélération, elles ont connu depuis 2000 un taux de croissance annuel proche de 2,2 % : le creux observé à la charnière de 2004-2005 a en effet été peu marqué par rapport aux précédentes évolutions cycliques. Sur toute la

9 *Pour une analyse des évolutions de l'inflation totale et sous-jacente sur longue période, cf. Chauvin V., Le Bihan H. (2007) : « Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro »,* Bulletin *de la Banque de France, n° 160, avril*

période, la tendance de la productivité n'a pas connu d'inflexion notable dans la zone euro.

Les variations dues aux évolutions de très court terme (de la productivité, des rémunérations par tête, des indicateurs de tension,...) ne contribuent que peu à l'inflation. En effet, les délais de diffusion impliquent qu'à un instant donné les effets de plusieurs évolutions passées s'accumulent et peuvent se compenser.

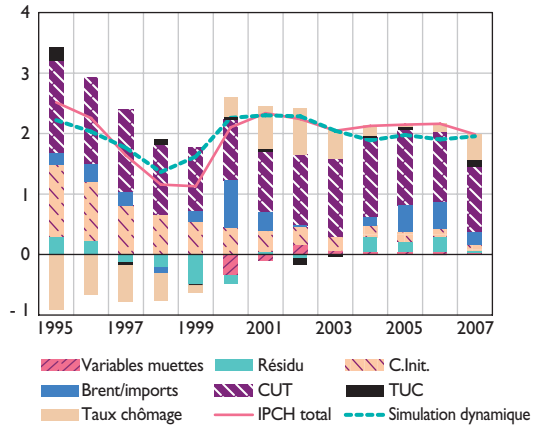
3|2 Les tensions ont un impact encore modéré

Parmi les indicateurs de tension, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC dans les graphiques suivants) ne contribue que peu aux évolutions de l'inflation. En revanche, l'influence du taux de chômage est notable pour les prix des services, l'IPCH

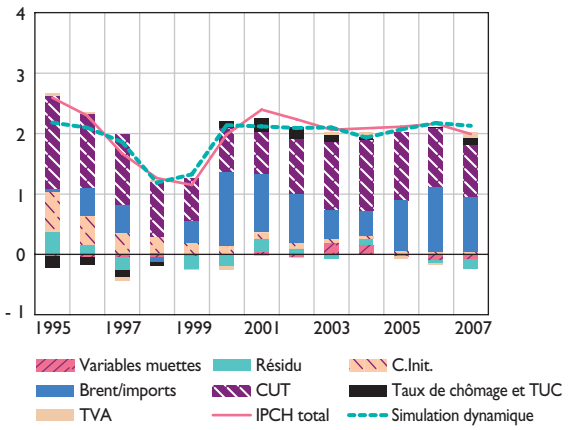
Graphiques 8 Contribution dynamique à la moyenne annuelle de l'IPCH de la zone euro

(moyenne annuelle en %)

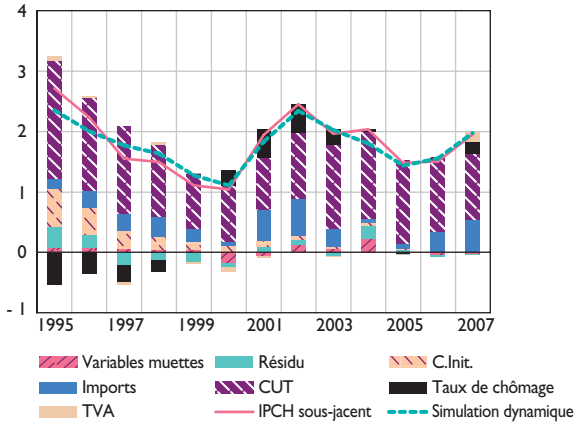
IPCH total (approche directe)



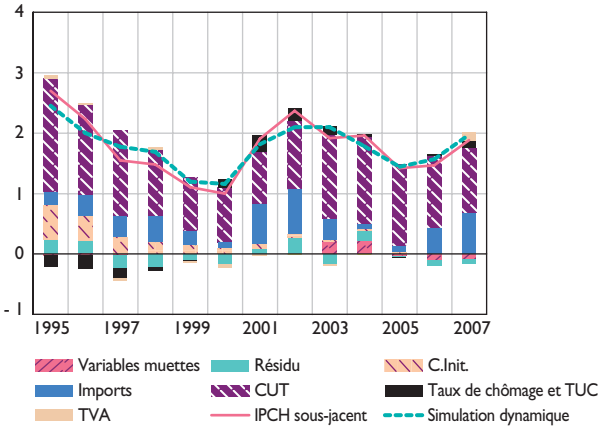
IPCH total (par agrégation)



IPCH sous-jacent (approche directe)



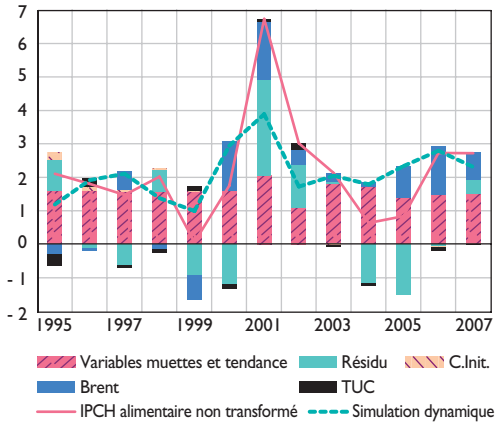
IPCH sous-jacent (par agrégation)



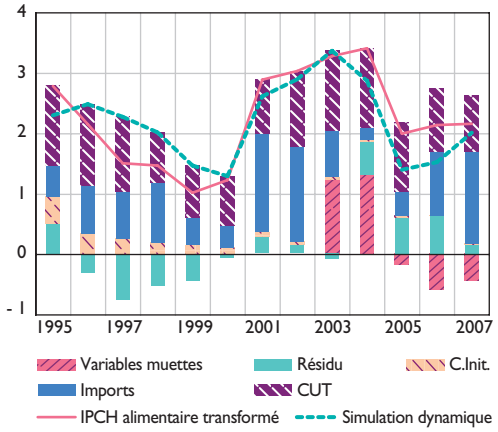
Graphiques 8 ***Suite***

(moyenne annuelle en %)

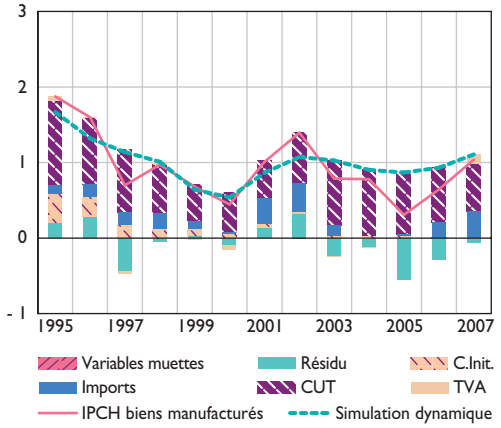
IPCH alimentaire non transformé



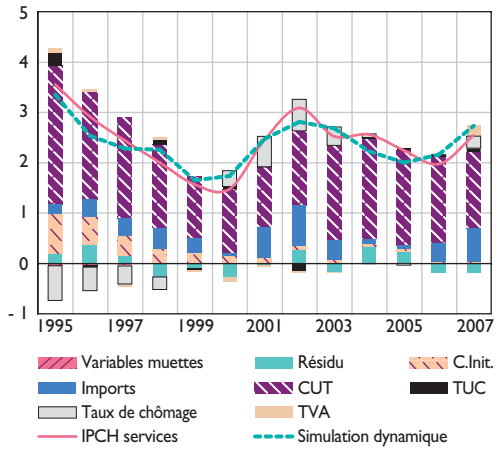
IPCH alimentaire transformé



IPCH biens manufacturés



IPCH services



Note : C.Init. désigne la contribution des conditions initiales, qui est due au fait que l'inflation de la période en cours dépend du niveau passé des prix et des exogènes. Elle dépend de la date choisie pour le début de la simulation et diminue au cours du temps. Cependant, la longueur de notre échantillon ne permet pas d'obtenir une contribution nulle sur la première moitié des années quatre-vingt-dix. Le prix de l'énergie n'est pas représenté ici car la principale variable explicative est le prix du brent en euro.

total et l'IPCH sous-jacent. Ainsi, le niveau élevé du chômage a contribué à modérer l'inflation et l'inflation sous-jacente de 1995 à 1998. Sa baisse en dessous de sa moyenne sur la période a, au contraire, poussé les prix à la hausse de 2001 à 2004, compte tenu des délais de diffusion de son impact. Après deux années d'accalmie, l'apparition de tensions sur le marché du travail a à nouveau contribué à nourrir l'inflation en 2007.

3|3 Prix d'importation : les hausses passées ont poussé l'inflation à la hausse en 2006

L'impact des prix à l'importation sur les prix à la consommation comporte deux aspects. À l'horizon de trois à quatre mois, le prix du *brent* libellé en euro joue sur le prix des produits pétroliers (inclus ici dans le

poste énergie, avec l'électricité et le gaz) car le cycle de production de ces derniers, essentiellement à partir du pétrole, est court et le coût de changement d'affichage des prix est faible. L'impact sur les prix de l'alimentaire non transformé semble aussi relativement rapide. À plus long terme, les prix de l'ensemble des importations, qui entrent dans le processus de production et dans les circuits de commercialisation, jouent, si bien que le délai de diffusion aux prix finaux hors énergie est plus long [10]. En dehors des tendances de long terme à la baisse du prix des produits manufacturés du fait de la globalisation des échanges, ces prix d'importation sont influencés par le taux de change et les prix du pétrole et des matières premières.

Ainsi, pour tous les indices composant le sous-jacent et l'indice sous-jacent lui-même, la contribution des prix d'importation à l'inflation est restée stable de 1996 à 1998. Elle a diminué en 1999 et 2000 suite à la baisse du prix des matières premières et du *Brent* en 1997 et 1998 alors que le taux de change réel de l'euro s'était stabilisé. Le mouvement inverse en 1999 et 2000 a contribué à la hausse des prix de 2001 à 2003. Il est marquant que l'accélération du prix des importations en 2004 et le maintien d'un rythme de croissance élevé en 2005, sous le coup de la hausse du cours du *Brent* et de la dépréciation de l'euro observée temporairement en 2005, n'a eu d'impact sur les composantes sous-jacentes des prix à la consommation que sur la moyenne de 2006 et 2007. Les délais de réaction usuellement observés, retracés ici par les équations des sous-composantes, sont effectivement longs.

Dans le cas des prix de l'énergie, de l'alimentaire non transformé et de l'IPCH total, la contribution des prix d'importation a diminué significativement dès 1998, s'est redressée dès 2001 et l'impact de la hausse des cours en 2004 s'est déjà fait sentir dès 2005 du fait d'une transmission plus rapide de l'évolution des prix du pétrole vers les prix finaux.

4| Qualité prédictive de la modélisation

De façon standard, la performance de notre maquette en termes de qualité prédictive est évaluée par comparaison avec un modèle statistique simple sans contenu explicatif, qui sert d'étalon. Pour construire ce modèle, nous optons pour des équations dites « naïves », qui sont en fait des équations autorégressives dans lesquelles les variations de prix ne sont expliquées que par leurs évolutions passées (au cours des quatre trimestres précédents), et auxquelles nous ajoutons les variables muettes identifiées dans notre maquette [11].

Afin d'effectuer cette comparaison, deux indicateurs statistiques sont utilisés :

• le RMSE ou racine carrée de l'erreur quadratique moyenne, qui est l'écart-type des erreurs de prévision. Le rapport des RMSE permet d'effectuer une comparaison entre deux modèles ;

• la statistique du test de Diebold-Mariano, qui compare les différences entre les erreurs de prévision de deux modèles avec leur variance (à la manière d'une statistique de *Student* ou *t-stat*), ce qui permet d'apprécier si ces différences sont significativement distinctes de zéro au regard de la qualité moyenne des équations et donc si la différence en termes de qualité prédictive entre ces deux modèles est statistiquement significative [12].

Nous effectuons donc pour toutes les équations de la maquette vingt-neuf exercices de prévision à un horizon de cinq trimestres glissants (la première prévision est effectuée sur la période allant du premier trimestre 1999 au premier trimestre 2000 et la dernière sur la période allant du premier trimestre 2006 au premier trimestre 2007), en réestimant à chaque

10 Une exception notable aura été l'impact de la levée des quotas des produits textiles chinois au début de l'année 2005, qui a concerné spécifiquement des produits finis commercialisés en l'état, et a eu un impact quasiment instantané sur les prix à la consommation du textile.

11 Lorsque nous simulons notre modèle pour ce test, les variables exogènes utilisées sont les données disponibles en 2007 ; nous utilisons donc, pour évaluer nos équations, des informations qui n'étaient pas connues aux dates de début de prévision (prix du pétrole, CUT, prix d'import…), ce qui n'est pas le cas pour les équations naïves. Bien que cette approche soit standard, elle introduit un biais en faveur de notre maquette dans les résultats obtenus.

12 La statistique du test de Diebold-Mariano s'écrit :

$$DB = \frac{\bar{d}}{\sqrt{V(\bar{d})}} \text{ avec } \bar{d} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\left(\varepsilon_{A,i}^{2} - \varepsilon_{B,i}^{2}\right)$$

où $\varepsilon_{j,i}$ est l'erreur de prévision à l'horizon i du modèle j (j=A ou B). On note que la variance V(d) est corrigée des autocorrélations de la série d'écarts d selon la méthode de Newey-West. Elle suit une loi normale N(0,1) sous l'hypothèse nulle d'équivalence des deux modèles en termes de qualité prédictive.

fois les équations sur un échantillon s'arrêtant avant le premier point de chaque prévision (prévisions hors échantillon).

Les mêmes prévisions sont ensuite effectuées avec le modèle « naïf », selon la même procédure.

Les séries d'erreurs de prévision sont obtenues après mensualisation des séries simulées et ajout des composantes saisonnières, et servent à calculer les RMSE et les statistiques de Diebold-Mariano pour chacune des équations.

Enfin, des prévisions d'IPCH total et sous-jacent sont obtenues par agrégation des prévisions sectorielles (approche par agrégation), ce qui permet d'en comparer les performances avec les équations d'IPCH total et sous-jacent « agrégées » présentées plus haut (approche directe).

Nous calculons d'une part la moyenne de l'ensemble des écarts quadratiques moyens (RMSE) obtenus, et d'autre part la moyenne des erreurs quadratiques commises selon l'horizon de prévision.

4|1 Approche directe

Le tableau 1 présente le rapport des RMSE obtenus par notre maquette et ceux obtenus par le modèle naïf.

Les rapports de RMSE sont en général inférieurs à 100 %, ce qui signifie que l'équation correspondante est plus performante en termes de capacité prédictive que le modèle naïf. Néanmoins, pour des prévisions à très court terme, la différence avec les équations naïves est moins nette. La seule exception concerne l'équation de prix des produits manufacturés, pour laquelle l'erreur de prévision est réduite en moyenne en utilisant un modèle naïf pour des prévisions à un horizon inférieur à 11 mois.

Il est alors intéressant de tester si cet écart est significatif (la statistique de Diebold-Mariano doit alors être supérieure à 1,96).

Le test indique que les différences de RMSE ne sont pas toujours statistiquement significatives, c'est-à-dire que la meilleure performance prédictive de nos équations structurelles n'est pas substantielle par rapport à un modèle statistique simple. En revanche, pour l'alimentaire non transformé et l'énergie, la meilleure performance prédictive est jugée statistiquement significative. Pour autant, les équations structurelles, si elle ne sont pas significativement meilleures que les équations naïves, véhiculent une information déterminante en matière d'analyse.

Au niveau intermédiaire d'agrégation, les trois sous-indices : énergie, alimentaire non transformé et IPCH sous-jacent offrent une perspective d'exploitation prometteuse pour prévoir l'IPCH total, puisque les équations correspondantes délivrent des prévisions statistiquement meilleures que celles des équations naïves.

Enfin, ces résultats doivent être nuancés au regard de la petite taille des échantillons d'estimation dans les exercices de prévision hors échantillon, allant de 40 à 68 points (du premier trimestre 1989 au quatrième trimestre 1998 pour les plus courts, du premier trimestre 1989 au quatrième trimestre 2005 pour les plus longs).

Tableau 1 RMSE du modèle par rapport à celle du modèle naïf selon l'horizon de prévision (1 à 15 mois)

(en %)

Équation	Moyenne	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Services	**67**	82	99	88	76	88	80	69	78	70	61	67	59	52	57	59
Produits manufacturés	**109**	153	138	137	147	142	125	122	122	109	102	101	95	89	91	92
Produits alimentaires transformés	**84**	91	75	97	87	78	90	82	75	84	79	73	81	76	72	79
Produits alimentaires non transformés	**59**	93	64	67	76	60	61	70	57	58	64	54	54	59	52	52
Energie	**57**	71	61	62	62	55	56	63	59	58	61	58	58	62	61	58
IPCH total	**64**	88	75	81	80	69	71	70	62	61	59	55	54	53	52	51
IPCH sous-jacent	**38**	83	75	61	59	58	51	45	44	41	37	34	34	30	29	31

Note : un ratio de RMSE inférieur à 100 % signifie que l'équation correspondante de la maquette est plus performante qu'une équation naïve.

Tableau 2 Statistiques du test de Diebold-Mariano selon l'horizon de prévision (1 à 15 mois)

Équation	Moyenne	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Services	**1,1**	2,1	0,1	0,6	1,3	0,7	1,0	1,4	1,0	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,2	1,2
Produits manufacturés	**- 0,9**	- 6,7	- 1,6	- 1,0	- 1,2	- 1,2	- 0,7	- 0,6	- 0,7	- 0,3	- 0,1	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3
Produits alimentaires transformés	**1,1**	0,6	1,3	0,3	0,8	1,2	0,9	1,2	1,3	1,2	1,3	1,4	1,2	1,4	1,5	1,6
Produits alimentaires non transformés	**2,5**	0,4	3,2	2,4	2,5	3,2	2,3	2,7	2,8	2,4	2,6	2,6	2,3	2,5	2,8	2,7
Energie	**2,9**	2,9	4,3	3,5	3,6	4,4	3,0	2,8	2,9	2,2	2,6	2,8	2,3	2,1	2,0	2,0
IPCH total	**1,5**	0,7	1,9	1,8	1,5	2,2	1,7	1,4	1,6	1,5	1,4	1,6	1,4	1,3	1,4	1,4
IPCH sous-jacent	**2,2**	1,4	1,6	1,8	2,2	2,4	2,2	2,3	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

Note : Les chiffres sur fond bleu correspondent aux statistiques de Diebold-Mariano significativement supérieures à zéro au seuil de 5 % (1,96). Elles signifient que la performance en prévision des modèles structurels est significativement meilleure que celle de l'équation naïve.

4|2 Approche par agrégation

Notre maquette offre la possibilité d'effectuer des prévisions d'IPCH total et sous-jacent de deux façons : soit en utilisant les équations agrégées présentées plus haut, soit en agrégeant nos prévisions d'IPCH sectoriels pondérées par les poids utilisés par Eurostat. Outre l'intérêt en termes d'interprétation économique de disposer de ces deux axes d'analyse, il est utile de comparer la capacité prédictive de ces deux méthodes. En effet, malgré les performances mitigées des équations de la maquette au niveau le plus désagrégé, les prévisions obtenues par agrégation sont susceptibles d'être significativement meilleures que celles délivrées par le modèle naïf ou par l'équation agrégée d'IPCH total, par un effet de compensation des erreurs. Nous utilisons pour cela les mêmes outils statistiques que précédemment (RMSE et test de Diebold-Mariano) et la même approche, en nous limitant ici aux prévisions d'IPCH total.

Il apparaît que, pour l'IPCH total, l'agrégation des prévisions sectorielles génère des erreurs de prévision moyennes nettement en retrait par rapport à l'équation naïve et inférieures à celles générées par l'équation agrégée d'IPCH de notre maquette. Ce dernier résultat est en partie lié à une meilleure prise en compte de l'impact sur l'IPCH des variations de prix de l'énergie dans l'approche désagrégée, en particulier parce que l'IPCH énergie est modélisé séparément des autres composantes sectorielles moins volatiles.

Le test de Diebold-Mariano confirme la supériorité en termes de capacité prédictive, pour l'IPCH total, de l'approche désagrégée par rapport à une équation naïve pour les prévisions à horizon compris entre deux et onze mois et, pour les horizons supérieurs à deux mois, à l'équation agrégée de notre maquette.

Tableau 3 RMSE de l'agrégation des prévisions sectorielles « *out of sample* » par rapport aux prévisions « directes » et aux prévisions naïves d'IPCH total selon l'horizon de prévision (1 à 15 mois)

(en %)

	Moyenne	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
IPCH total																
Approche par agrégation vs approche directe	**62**	83	69	65	67	64	57	60	64	56	64	65	62	62	63	67
Approche par agrégation vs equation naïve	**39**	73	52	53	54	44	40	42	40	35	38	35	33	33	33	34

Tableau 4 Statistiques du test de Diebold-Mariano selon l'horizon de prévision (1 à 15 mois)

	Moyenne	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
IPCH total																
Approche par agrégation vs approche directe	3,5	1,0	1,8	2,9	2,4	2,7	6,2	3,8	3,4	4,3	4,4	4,0	3,7	5,6	4,5	2,5
Approche par agrégation vs équation naïve	2,5	1,5	2,2	3,0	4,4	5,1	2,7	2,7	2,5	2,0	2,0	2,0	1,7	1,7	1,7	1,6

Note : Les chiffres sur fond bleu correspondent aux statistiques de Diebold-Mariano significativement supérieures à zéro au seuil de 5 % (1,96). Elles signifient que la performance en prévision des modèles structurels est significativement meilleure que celle de l'équation naïve.

Sur le plan empirique, il n'y a pas consensus sur la meilleure approche. Un résultat similaire au nôtre se trouve aussi pour les prévisions par pays, notamment pour la France [13]. Cependant, d'autres auteurs mettent en évidence le résultat inverse [14].

Notre modélisation offre deux lectures différentes de l'impact du taux de chômage sur l'inflation totale (ou sous-jacente), selon que l'on considère l'approche directe ou par agrégation des composantes. En effet, le taux de chômage apparaît dans une seule composante, le prix des services, qui représente 49 % du sous-jacent et 41 % du total en 2006 alors qu'il apparaît dans les deux équations sur l'indice d'ensemble et le sous-jacent. Il est remarquable, *a contrario*, que l'impact des coûts unitaires sur l'IPCH sous-jacent soit très proche dans l'approche directe et dans l'approche agrégée, comme l'indiquent les graphiques 8. Cela peut s'expliquer par trois éléments. Premièrement, l'inflation totale a été particulièrement inerte depuis 1995, plus inerte que ses composantes. Ainsi, il est plus difficile pour l'équation d'IPCH total d'identifier les causes de ses variations que pour les équations sectorielles, qui bénéficient d'une variabilité plus grande des sous-indices [15]. Deuxièmement, les effets de court terme du pétrole ne se différencient pas facilement de l'impact du prix des importations dans une équation agrégée. En effet, l'équation d'IPCH total utilise comme régresseurs dans sa partie court terme à la fois le prix du brent et le prix des importations. Or ces deux variables présentent une forte colinéarité, ce qui rend l'estimation des élasticités correspondantes plus incertaine que dans l'estimation par sous-composant, qui isole en particulier les effets à court terme des variations de prix du pétrole sur l'IPCH énergie. Troisièmement, le cadre théorique présenté en 1|1 n'a pas été adopté au niveau sectoriel car il suppose une modélisation complexe qui n'est utile que si les données sectorielles sont utilisables et correspondent à une réalité économique. Cependant, cela explique en partie que les équations sectorielles offrent une lecture des évolutions de prix différente des équations globales.

Dans la pratique des projections, ces différences s'avèrent constructives : le nombre des facteurs explicatifs retenus dans une équation étant nécessairement limité par rapport à la réalité économique, la « bonne » spécification varie avec le temps. Il est donc intéressant de disposer de plusieurs approches. Ainsi, du début de l'année 2004 à la mi-2006, les équations ont tendance à sous-estimer l'inflation totale. Cependant, cet écart est plus faible quand on agrège les composantes [16]. Cela n'est pas nécessairement le cas sur l'ensemble de la période, ainsi que l'ont montré les exercices de comparaison de prévisions.

13 *Cf. Espasa A. , Senra E. et Albacete R. (2002) :* "Forecasting inflation in the European Monetary Union: a disaggregated approach by countries and sectors", The European Journal of Finance, *n° 8, p. 402-421 pour la zone euro, Bruneau C., de Bandt O., Flageollet A. et Michaux E. (2007) :* "Forecasting inflation using economic indicators: the case of France", Journal of Forecasting, *janvier (France)*

14 *Cf. Benalal N., Diaz del Hoyo J. L., Landau B., Roma M. et Skudelny F. (2004) :* "To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting", *BCE* Working Paper, *n° 374, juillet et Hubrich K. (2005) :* "Forecasting euro area inflation: does aggregating forecasts by HICP component improve forecast accuracy?", International Journal of Forecasting, *n° 21, p. 119-136*

15 *Cela explique en partie les bonnes performances du modèle naïf, qui reproduit les évolutions passées sans explication, qu'il est alors difficile d'améliorer.*

16 *La modélisation a tendance à surestimer l'inflation des produits manufacturés, à sous-estimer puis surestimer celle des services tandis qu'elle sous-estime l'inflation de l'alimentaire transformé.*

Annexe

Les données

1. Les exogènes

Le tableau suivant présente les différentes séries utilisées, leur origine ainsi que leur date de début :

Séries exogènes de la maquette

Description	Source	Début
Prix d'import (a)	Comptabilité nationale Eurostat	91T1
Prix du pétrole	Données de marché	79T1
Taux de chômage au sens du BIT	Indicateur Eurostat	92T2
TUC	BRI	80T1
PIB en volume	Comptabilité nationale Eurostat	91T1
Rémunérations versés aux ménages	Comptabilité nationale Eurostat	91T1
Emploi salarié	Eurostat	85T1
Emploi total	Eurostat	85T1

(a) La variable de prix d'import correspond aux prix d'import intra (échanges commerciaux entre les pays de la zone) et extra-zone euro. En toute rigueur, seuls les prix d'import extra-zone euro devraient figurer dans nos équations, mais Eurostat ne fournit pas de partage intra/extra pour cette variable.

• Toutes les séries de comptabilité nationale sont corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. Certaines variables sont construites dans notre base à partir de ces séries. Il s'agit :

• de la productivité : $PRODT = \dfrac{PIB\ réel}{emploi\ total}$

• de la rémunération par tête : $S = \dfrac{rémunérations}{emploi\ salarié}$

• du coût unitaire du travail : $CUT = \dfrac{rémunération\ par\ tête}{productivité}$

$$= \frac{rémunérations}{emploi\ salarié} \times \frac{emploi\ total}{PIB\ réel}$$

• d'une série de taux de TVA normal de la zone euro, construite comme suit :

$\Delta IPCHTVATX_t = \sum_i \pi_i \Delta\tau_t^i$ où π_i est le poids du pays i dans l'IPCH total, et τ^i est le taux de TVA normal appliqué dans le pays i.

Afin de pouvoir estimer nos équations sur un échantillon suffisant, les séries d'exogènes commençant après 1985T1 sont rétropolées jusqu'à cette date, en utilisant les séries correspondantes de la base AWM de la BCE [17].

17 *Cf. Fagan G., Henry J. et Mestre R. (2001) :* "An area wide model (AWM) for the euro area", Economic Modelling *(2004)*

2. Les séries de prix

Les séries de prix sont des séries brutes mensuelles diffusées par Eurostat. Elles débutent en octobre 1987.

La désaisonnalisation est faite avec le logiciel Demetra développé par Eurostat sur la période 1987M12–2007M4.

La méthodologie et la couverture de l'IPCH ont évolué au cours du temps. Aussi, le changement de saisonnalité ne correspond pas toujours à un changement de comportement. Parmi les changements qui ont fortement modifié la saisonnalité de l'indice, la prise en compte des périodes de soldes a eu lieu avec des calendriers différents selon les pays : en France, elle a commencé à partir de 1992, en Italie et Espagne, à partir de 2000. Par ailleurs, la couverture du secteur des services a été élargie, avec les services bancaires et les services de santé.

La désaisonnalisation étant réalisée, il convient alors de trimestrialiser ces séries CVS afin de les intégrer à notre maquette. La méthode retenue est celle de la moyenne sur le trimestre.

Les prévisions trimestrielles d'IPCH obtenues seront présentées mensualisées. Cette transformation est effectuée sur la base d'un ajustement quadratique faisant coïncider la moyenne des indices mensuels avec l'indice de prix trimestriel prévu.

3. Tests de stationnarité

La stationnarité de chacune des séries est testée à l'aide des tests de Dickey-Fuller augmenté et de Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS). À quelques exceptions près, les séries testées en logarithme du niveau apparaissent intégrées d'ordre un.

Néanmoins, compte tenu de leur petite taille (1987T4-2007T1, soit 78 points pour la plupart) et de la possible présence de ruptures, les conclusions peuvent présenter un certain degré d'incertitude. Aussi, la nécessité de construire un modèle cohérent et interprétable nous conduit à considérer que les séries utilisées sont toutes intégrées d'ordre 1.

Bibliographie

Banque centrale européenne (2001)
"*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercices*", juin

Benalal (N.), Diaz del Hoyo (J. L.), Landau (B.), Roma (M.) et Skudelny (F.) (2004)
"*To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting*", BCE *Working Paper*, n° 374, juillet

Bruneau (C.), de Bandt (O.), Flageollet (A.) et Michaux (E.) (2007)
"*Forecasting inflation using economic indicators: the case of France*", *Journal of Forecasting*, janvier

Chauvin (V.) et Le Bihan (H.) (2007)
« Mesures et perception de l'inflation en France et dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 160, avril

Ericsson (N. R.) et Mackinnon (J. G.)(2002)
"*Distributions of error correction tests for cointegration*", *Econometrics Journal*, vol. n° 5, p. 285-318

Espasa (A.), Senra (E.) et Albacete (R.) (2002)
"*Forecasting inflation in the European monetary union: a disaggregated approach by countries and sectors*", *The European Journal of Finance*, n° 8, p. 402-421

Fagan (G.), Henry (J.) et Mestre (R.) (2001)
"*An area wide model (AWM) for the euro area*", *Economic Modelling,* Banque centrale européenne, *Working Paper series*, n° 42

Gallot (P.) et Heitz (B.) (2004)
« L'inflation en France et en zone euro : une approche macro sectorielle », *Note de conjoncture*, INSEE, mars

Hubrich (K.) (2005)
"*Forecasting euro area inflation: does aggregating forecasts by HICP component improve forecast accuracy?*", *International Journal of Forecasting*, n° 21, p. 119-136

Jondeau (E.), Le Bihan (H.) et Sédillot (F.) (1999)
« Modélisation et prévision des indices de prix sectoriels », *Note d'études et de recherche*, Banque de France, n° 68

Moec (G.) (2003)
« Les écarts d'inflation dans la zone euro : éléments de quantification et d'analyse », *Bulletin de la Banque de France*, n° 115, juillet

Orphanides (A.) et Van Norden (S.) (2005)
"*The reliability of inflation forecasts based on output gap estimates in real time*", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. n° 37, éd. 3, p. 583-601

L'impact désinflationniste de la globalisation
Fondements théoriques et estimations empiriques

Sophie GUILLOUX, Enisse KHARROUBI
Direction des Analyses macroéconomiques et de la Prévision
Service d'Études macroéconomiques et de Synthèses internationales

La baisse des coûts de transactions à l'échelle internationale – c'est-à-dire des coûts de transport et de diffusion de l'information –, s'est traduite depuis vingt ans par l'accroissement des mouvements de biens, de services, de main-d'œuvre, de technologie et de capitaux. Ce phénomène dit de globalisation a connu une très forte accélération depuis le début des années quatre-vingt-dix, notamment sous l'effet de l'entrée dans le commerce international des grandes économies en développement (Inde et Chine, en particulier) caractérisées par de très faibles coûts de main-d'œuvre.

Parallèlement à cette accélération de l'intégration des économies dans le commerce international, une baisse significative de l'inflation a pu être observée d'abord dans les pays développés puis dans les économies émergentes. Cette concomitance entre les deux phénomènes peut inciter à penser que l'accélération du processus de globalisation depuis vingt ans explique la baisse de l'inflation. Mais, considérant que la globalisation ne modifie que les prix relatifs des différents biens, d'autres raisons ont été invoquées pour justifier la désinflation globale, et en particulier le renforcement de la crédibilité des politiques monétaires. Un débat, tant théorique qu'empirique, persiste sur le lien entre globalisation et inflation. L'objectif de cet article est de faire un point sur cette littérature.

Dans un premier temps, nous répertorions les canaux de transmission directe de la globalisation à l'inflation : l'entrée sur le marché mondial de pays producteurs à bas coûts impacte en effet l'inflation des pays développés par le biais des prix d'importations. La littérature met en évidence un effet direct des prix d'importations sur l'inflation domestique, mais d'ampleur assez faible.

Ensuite, nous décrivons les mécanismes indirects de transmission de la globalisation à l'inflation des prix à la consommation. En bouleversant la structure des marchés des biens (produits finis et consommations intermédiaires) et du travail, la globalisation a des répercussions sur le niveau de l'inflation et sur la sensibilité de l'inflation aux déterminants traditionnels. Nous expliquons comment la modification du degré de concurrence sur certains marchés impacte les mécanismes de formation des prix, des marges ou des salaires et joue donc indirectement un rôle sur l'inflation.

Enfin, nous proposons une estimation de l'impact agrégé des prix d'importations sur l'inflation. À partir d'un modèle simple en forme réduite, nous confirmons un impact de l'inflation des prix d'importations sur l'inflation des prix à la consommation, statistiquement significatif mais de faible ampleur. Pour la France, l'impact instantané d'une baisse de 1 point de pourcentage de l'inflation des prix d'importations sur l'inflation des prix à la consommation est ainsi estimé à environ 0,08 point de pourcentage. Bien que ces résultats semblent indiquer que la globalisation ait eu peu d'impact sur l'inflation, ils n'épuisent pas le débat : le canal de transmission pertinent des effets de la globalisation est peut-être lié à la nature des biens importés et leur proximité avec les biens produits localement.

Mots-clés : mondialisation, intégration commerciale, pays émergents, inflation

Codes JEL : E31, E32, F15, F16

La baisse des coûts de transactions au niveau mondial — c'est-à-dire des coûts de transport, des coûts de diffusion de l'information —, s'est traduite depuis vingt ans par l'accroissement des mouvements de biens, de services, de main-d'œuvre, de technologie et de capitaux à l'échelle internationale. Ce phénomène dit de globalisation n'est pas né au début des années quatre-vingt-dix, mais a connu une très forte accélération depuis cette date, notamment sous l'effet de l'entrée dans le commerce international des grandes économies en développement (Inde et Chine, en particulier) caractérisées par de très faibles coûts de main-d'œuvre [1].

Parallèlement à cette accélération de l'intégration des économies dans le commerce international, une baisse significative de l'inflation a pu être observée d'abord dans les pays développés puis dans les économies émergentes (cf. graphique 1).

La concomitance entre la baisse de l'inflation mondiale et l'accélération des échanges internationaux incite à relier ces deux phénomènes en présentant la globalisation comme une cause de la désinflation. Pourtant, l'impact désinflationniste de la globalisation ne fait pas l'unanimité dans la littérature, et un débat (théorique et empirique) persiste sur les canaux de transmission et l'amplitude des effets.

L'impact désinflationniste de la globalisation fait débat

De nombreux économistes mettent en évidence l'impact désinflationniste de la globalisation. Selon Rogoff (2004), la mondialisation a modifié si fondamentalement l'environnement et le contexte de la politique monétaire que les risques de pressions inflationnistes sont désormais nettement plus faibles que par le passé. En développant un modèle d'incohérence temporelle, Rogoff montre que l'action des autorités monétaires est plus crédible dans une économie globalisée (plus concurrentielle) car une concurrence plus forte réduit les gains des surprises d'inflation : une banque centrale a moins d'impact sur la croissance dans un contexte de concurrence forte quand elle ne respecte pas ses engagements de contrôle de l'inflation. Le paradoxe est qu'une concurrence plus forte implique en théorie une pentification de la courbe de Phillips : si le degré de concurrence s'intensifie, la fixation d'un « mauvais » prix devient plus coûteuse pour les entreprises en termes de profits, d'où des ajustement de prix plus fréquents, qui accentuent la sensibilité des prix à l'écart de production. Or cette augmentation de la sensibilité des prix aux tensions domestiques est un phénomène empiriquement invalidé.

Borio et Filardo (2007) vont plus loin dans l'idée que la globalisation ait pu bouleverser le processus inflationniste. Ils montrent que la globalisation réduit la sensibilité de la composante cyclique de l'inflation domestique aux tensions sur les capacités de production nationales. L'ouverture permet en effet à des économies étrangères de répondre aux variations de la demande par les importations. L'inflation nationale serait ainsi en partie déterminée par les tensions sur les capacités de production mondiales.

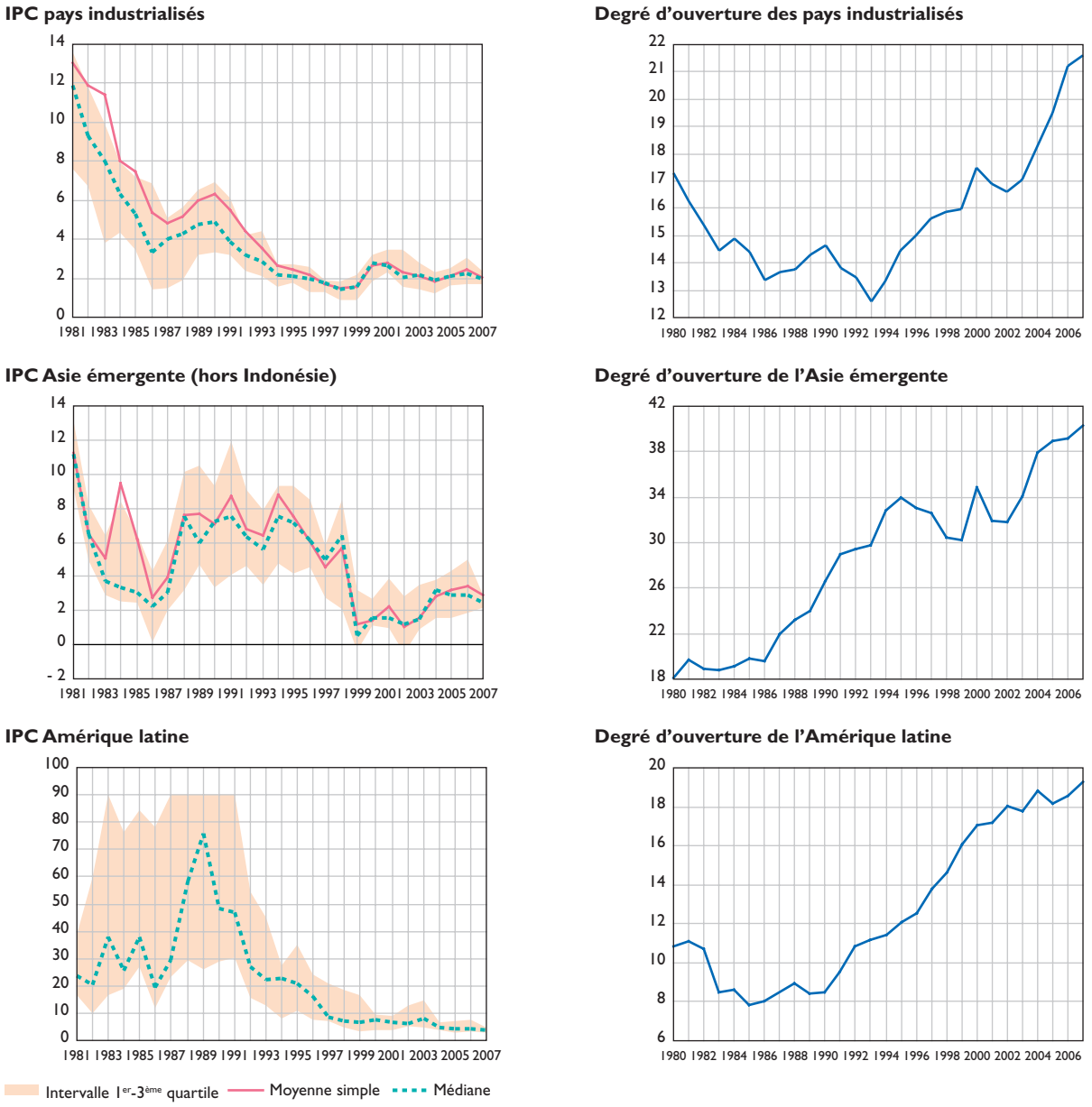
En revanche, selon Ball (2006), la mondialisation n'a ni diminué le niveau de long terme de l'inflation, ni affecté fondamentalement sa dynamique. Ball considère que la globalisation génère essentiellement des mouvements de prix relatifs : la diminution du prix relatif des importations peut être compensée par une hausse du prix relatif des biens domestiques. La conduite de la politique monétaire permet en effet d'ancrer les anticipations d'inflation. L'effet total de la globalisation sur l'inflation est donc au mieux faible sinon nul.

Sur la base d'un modèle à deux économies, Woodford (2007) montre que si la globalisation a pu modifier le processus d'inflation, elle n'a en revanche pas affecté la capacité des banques centrales à contrôler l'inflation en général et à maintenir une inflation faible en particulier.

1 *Sur la période 1980-2004, le taux d'ouverture (importations et exportations rapportés au PIB) de la Chine a triplé (pour un PIB en croissance annuelle moyenne de 9,7 %). Il a été multiplié par 2,5 environ pour l'Inde (pour une croissance annuelle du PIB de 5,8 %).*

Graphique 1 Inflation et degré d'ouverture

(glissement annuel de l'indice des prix à la consommation – IPC, en%) *(ratio imports de biens/PIB en %, en valeur)*



Pour comprendre ce débat, il est nécessaire de détailler les mécanismes de transmission de la globalisation à l'inflation. Les mécanismes de transmission de la globalisation à l'inflation sont principalement les suivants :

• d'abord le canal des prix d'importations qui est le canal le plus direct. La partie 1| vise à expliquer l'impact de la globalisation sur les prix d'importations des pays développés et la transmission à l'inflation du niveau général des prix ;

• ensuite les canaux indirects (cf. partie 2|) : la globalisation modifie à la fois la structure du marché des biens et du marché du travail, et peut affecter l'inflation par ce biais.

Enfin, nous proposons une estimation sur la base d'un modèle sous forme réduite, de l'impact agrégé de l'inflation des prix d'importations sur l'inflation (cf. partie 3|).

1| Les effets directs de la globalisation sur les prix

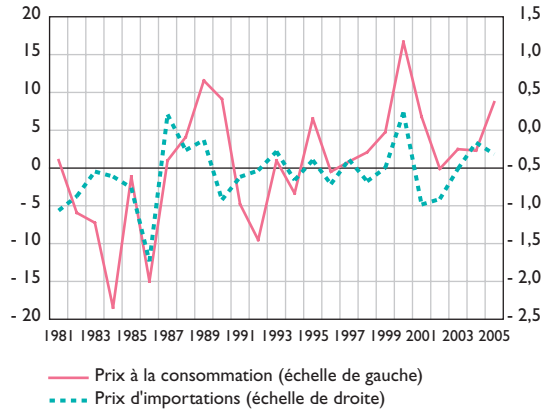
L'arrivée sur le marché mondial de producteurs à bas coûts, en particulier la Chine, permet aux pays développés de bénéficier d'importations à des prix plus bas. L'impact désinflationniste du canal du commerce passe en réalité par un double effet : prix (en niveau et en variation) et quantité.

Effet niveau de prix

Le niveau des prix dans les pays développés est directement affecté par le niveau plus bas des prix des biens en provenance des pays émergents. Cependant, un choc de type « baisse du niveau des prix d'importations » n'a d'impact désinflationniste que temporairement. Au moment du choc de l'ouverture, c'est-à-dire lorsque des produits domestiques ou en provenance de pays développés sont remplacés par des produits moins chers (en provenance de pays à bas coûts), alors le niveau général des prix domestiques baisse mécaniquement. Mais, en l'absence de nouvelle progression de la part des importations en provenance des pays à bas coûts, cet effet pérenne sur le niveau des prix est transitoire sur l'inflation.

Graphique 2 Variation annuelle de l'inflation des prix à la consommation et des prix d'importations dans les pays de l'OCDE

(variation annuelle en points de pourcentage)



Sources : Perspectives économiques, OCDE, Banque de France

L'effet désinflationniste des importations est de plus limité par l'effet revenu que produit la baisse des prix relatifs des importations. Lorsque celui-ci domine l'effet substitution, la demande pour les biens produits localement augmente, générant ainsi une hausse des prix des biens produits localement, qui vient atténuer l'effet désinflationniste des importations en provenance de pays à bas coûts.

Effet quantité

Ce premier effet « niveau des prix », associé à une augmentation continue du taux de pénétration des importations en provenance des pays à bas coûts, ralentit la croissance des prix. Si les pays développés consomment de plus en plus de produits relativement moins chers, alors l'inflation décélère. L'entrée progressive sur le marché mondial de pays dont les prix sont plus bas a un impact négatif, à la fois sur le niveau des prix et sur l'inflation dans les pays développés.

Effet variation de prix

Si les prix des biens importés augmentent moins vite que les prix domestiques (notamment importations hors énergie), alors la croissance du niveau général des prix est ralentie : l'inflation domestique baisse. Cependant, en raison de l'effet Balassa-Samuelson, il est probable que les prix d'importations en provenance des pays à bas coûts croissent plus vite que les prix domestiques des pays développés. La globalisation serait alors inflationniste dans les pays développés.

Effet sur le prix des matières premières

En fournissant de nouvelles opportunités de croissance, la globalisation tend à accroître la demande mondiale en général et en particulier pour certains biens dont l'offre est relativement inélastique au prix. Ceci, notamment dans le cas des matières premières et de l'énergie, peut provoquer une forte hausse du prix de ces biens. Frey (L.) et Moëc (G.) (2006) ont noté un parallélisme étroit depuis dix ans entre la part de la Chine dans les importations totales de pétrole et le prix du baril. Ils soulignent qu'à cet effet direct *via* les prix des produits primaires s'ajoute un effet indirect *via* les prix des produits transformés, les deux pouvant contrebalancer les effets désinflationnistes précédents.

Au final, l'augmentation de la part des importations dans la consommation domestique peut provoquer un effet désinflationniste dans les pays industrialisés, qui n'est cependant pas durable. Dans la littérature, les travaux de la Banque centrale européenne (2006), de Kamin, Marazzi et Schindler (2006) ou encore de Pain *et al.* (2006) utilisent une méthode de comptabilité des prix et convergent vers deux principaux résultats :

• les effets *via* le canal des importations sur l'inflation des prix à la consommation disparaissent rapidement (impact uniquement à court terme) ;

• la magnitude des effets — même à court terme — est relativement faible : environ 0,1 à 0,2 point de pourcentage par an de baisse de l'inflation pour une baisse de 1 point de pourcentage par an de l'inflation des prix d'importations. À titre d'exemple, Kamin *et al.* trouvent que les importations chinoises ont contribué à diminuer de 0,8 point de pourcentage par an l'inflation des prix d'importations américains et de 0,1 point de pourcentage l'inflation des prix à la consommation américains [2]. La Banque centrale européenne (2006) montre que les importations en provenance des pays émergents ont réduit l'inflation des prix d'importations de 2 points de pourcentage par an sur la période 1996-2005.

2| Les effets indirects de la globalisation sur les prix

2|1 Les effets indirects de la globalisation sur les entreprises

La concurrence accrue sur le marché des biens et services réduit le pouvoir de marché des entreprises

Les importations de biens étrangers tendent à accroître la concurrence sur le marché des biens, ce qui réduit le pouvoir de marché des entreprises, et ce d'autant plus que les importations sont issues des entreprises les plus productives (Bernard et Jensen, 2003). Ce canal est mis en évidence par Chen, Imbs et Scott (2004) ainsi que par Boulhol (2005). Ces études mesurent l'impact de la pénétration des importations sur les prix des produits finaux *via* les variations des coûts de production et des *markups* [3]. Elles sont réalisées sur données sectorielles et expliquent :

• les prix des produits finaux en fonction des coûts de production, des marges et d'une variable de contrôle représentant la politique monétaire ;

• les coûts de production en fonction de la productivité et du degré d'ouverture.

• les *markups* en fonction de la productivité et du degré d'ouverture.

L'effet de l'ouverture commerciale peut finalement être décomposé à partir des élasticités des prix, des *markups* et de la productivité du travail à la pénétration des importations.

Quantitativement, Boulhol (2005) trouve que l'effet de l'ouverture aux importations sur les marges et la productivité des entreprises est important (1 point de pourcentage de hausse du taux d'importations produit une baisse des marges de 0,5 point de pourcentage).

2 *Étude réalisée sur la période 1993-2002*
3 *C'est le taux de marge unitaire, c'est-à-dire la différence entre le prix de vente ou prix de détail initial d'un bien et son coût de revient.*

ENCADRÉ 1

Méthode de comptabilité des prix

Plusieurs méthodes permettent d'estimer l'impact de la globalisation sur l'inflation via le canal du commerce. Il existe d'abord des méthodes de type comptabilité des prix, elles permettent de mesurer l'impact des importations en provenance des pays à bas coûts sur les prix d'importations totales dans les pays industrialisés. Kamin et al. (2006) ainsi qu'une étude de la Banque centrale européenne (2006) y ont recours. Les prix d'importations (p) peuvent s'exprimer comme la moyenne des prix à l'importation des produits en provenance des pays à bas coûts (p_e) et des prix d'importations en provenance des pays développés, à coûts élevés (p_d) pondérée par la part respective des importations en provenance de chaque zone (A pour les importations en provenance des pays à bas coût, 1 – A pour les importations en provenance des pays développés).

$$\log p = A \log p_e + (1 - A) \log p_d$$

En différenciant cette égalité on obtient :

$$\Delta \log p = \underbrace{A\,(\Delta \log (p_e) - \Delta \log (p_d))}_{\text{Effet prix}} + \underbrace{\Delta A\,(\log (p_e) - \log (p_d))}_{\text{Effet quantité}} + \Delta \log (p_d)$$

Cette méthode permet d'estimer l'amplitude de l'effet de l'entrée des pays émergents dans le commerce international sur les prix d'importations des pays développés. Pour mesurer ensuite l'impact sur les prix à la consommation des pays développés, deux types de méthodes sont possibles.

• Une méthode simple consiste à calculer directement l'impact de l'inflation des prix d'importations sur les prix à la consommation à partir du contenu en importations de la consommation (où l'impact de l'intégration commerciale des pays émergents sur l'inflation des prix à la consommation est égal au contenu en importations de la consommation multiplié par l'inflation des prix d'importations).

• Une méthode plus sophistiquée consiste à calculer l'impact de l'inflation des prix d'importations sur l'inflation des prix à la production en considérant les prix à la production comme la somme des coûts salariaux unitaires, des prix d'importations, des taxes et de l'excédent brut d'exploitation. Ensuite les prix à la consommation sont estimés à partir des prix à la production et des prix d'importations.

Ces méthodes de pure comptabilité des prix ne prennent pas en compte les effets à travers les canaux de transmission indirects qui peuvent être importants (la modification du degré de concurrence sur les marchés du travail et des produits impacte aussi la formation des prix). Une deuxième méthode pour mesurer l'impact de la globalisation sur l'inflation via le canal du commerce consiste à estimer directement la sensibilité de l'inflation des prix à la consommation à l'inflation des prix d'importations dans une équation sous forme réduite. Cette méthode permet de prendre en compte également les effets via les canaux indirects, mais sans en détailler les mécanismes. De plus, elle peut être sujette à la critique de Lucas, dans la mesure où l'inflation et la dynamique inflationniste peuvent être influencées par les politiques économiques, notamment la politique monétaire. La partie 3| de cette article utilise cette méthode pour estimer l'impact total de la globalisation sur l'inflation.

La globalisation favorise la croissance de la productivité *via* la sélection des firmes

Compte tenu de la concurrence accrue :

• seules les entreprises les plus productives choisissent d'exporter car elles sont seules à même d'absorber les coûts fixes liés à l'exportation. Ainsi, l'ouverture aux exportations accroît la productivité moyenne des entreprises qui produisent pour le marché émetteur.

• Sur le marché récepteur, les entreprises les moins productives sont exclues du marché, car la concurrence des importations relève le seuil de rentabilité minimale, ce qui augmente la productivité moyenne des firmes en activité.

ENCADRÉ 2

La modélisation des « rentes économiques »

Une rente économique est un surplus de revenu qu'un agent (entreprise, ménage, État) tire de l'inélasticité du marché (possession d'un bien rare ou d'une aptitude particulière non reproductible, inadaptation de l'offre à la demande). Traditionnellement, les rentes des entreprises sont modélisées, en supposant que les consommateurs valorisent non seulement la quantité de biens consommés mais aussi leur qualité, ce qui permet aux producteurs de capturer une partie de cette valorisation en fixant des prix supérieurs. C'est la rente du producteur. Cette modélisation due à Dixit et Stiglitz (1977) de la concurrence monopolistique a eu beaucoup de succès pour sa simplicité d'utilisation. Cependant elle ne permet pas de comprendre comment les rentes ont pu varier dans la mesure où elles ne dépendent que des goûts de consommateurs dont on suppose en général qu'ils ne varient pas. En 2003, Melitz a proposé une nouvelle approche où les rentes des entreprises sont endogènes et dépendent du nombre d'entreprises qui produisent dans un secteur donné. Cette nouvelle approche s'est révélée riche d'enseignements car elle a permis de lier la concurrence à l'ouverture au commerce international.

• La concurrence peut également accroître le taux de croissance de la productivité car les firmes doivent innover plus rapidement pour maintenir leur position sur le marché (cf. Aghion *et al.*, 2005).

• Enfin les entreprises se spécialisent dans les activités sur lesquelles elles sont les plus performantes (celles pour lesquelles elles disposent d'un avantage comparatif). Pour ce faire, elles accroissent l'externalisation de leur production en augmentant le volume de leurs consommations intermédiaires. Ceci accroît leur productivité et leur permet donc de réduire leur prix. Par ailleurs, les gains de productivité touchant les biens finis comme les biens intermédiaires, la globalisation réduit le coût des consommations intermédiaires, ce qui accroît encore la productivité des entreprises et réduit leur prix.

Le FMI (2006) s'inspire de la méthodologie développée par Chen, Imbs et Scott (2004) pour évaluer l'impact de la mondialisation sur l'inflation *via* la hausse de la productivité. À partir de données sectorielles, les auteurs régressent la variation des prix relatifs dans chaque secteur sur le taux d'ouverture, la productivité apparente et éventuellement d'autres variables (comme le taux de marge). Après estimation, ils calculent la contribution de chacune des composantes à la variation des prix. Ainsi, le différentiel d'inflation entre le secteur manufacturier et l'ensemble de l'économie a été de 1 % sur la période 1987-2003 aux États-Unis. Selon ces calculs, la hausse de la part des importations dans la production manufacturière explique 30 % de ce différentiel et la croissance de la productivité du travail 40 %.

La globalisation tend à aligner l'évolution des salaires sur celle de la productivité

Comme on l'a vu précédemment, l'ouverture internationale accroît la concurrence sur le marché des biens et contribue à réduire les rentes des entreprises. Donc, à partage des rentes donné, elle réduit le revenu des salariés tiré de ces rentes comme elle réduit celui des entreprises. D'autre part, la globalisation participe à la diminution du pouvoir de négociation des salariés (dont la substituabilité à l'échelle internationale augmente en raison des migrations et/ou surtout des délocalisations, réelles ou potentielles), ce qui, à volume de rente donné, réduit la part dévolue au facteur travail. Les travailleurs peu qualifiés sont les plus touchés puisqu'ils sont directement concernés par la concurrence de la main-d'œuvre des pays à bas coûts.

La globalisation révèle aussi l'asymétrie entre la mobilité du capital (très forte) et celle du travail (plus faible). Cela peut jouer un rôle dans la localisation des activités productives, ce qui peut contribuer à aligner à la baisse la part du travail dans la valeur ajoutée (c'est le phénomène de "*race to the bottom*").

Cependant, l'ouverture internationale peut avoir un effet positif sur la rémunération. La baisse des coûts liés à l'externalisation (fragmentation géographique de la production) peut avoir un effet positif sur les salaires (en particulier des travailleurs qualifiés), dans la mesure où les gains de productivité ainsi générés sont retransmis en partie à la rémunération des salariés.

Les travaux du Fonds monétaire international (2006), de Kramarz (2003) ou Feenstra et Hanson (1999) montrent que la globalisation produit un fort effet de polarisation des rémunérations. Le Fonds monétaire international (2007) met également en évidence une diminution de la part des salaires dans la valeur ajoutée, ce qui semble indiquer que la pression sur les salariés est supérieure à celle exercée sur les entreprises. La concurrence accrue réduit les rentes des entreprises, rentes qu'elles redistribuent en partie aux salariés. Mais la concurrence accrue affecte de manière encore plus forte le pouvoir de négociation des salariés et réduit donc la part relative des gains que les entreprises reversent aux salariés.

2|2 Les effets indirects de la mondialisation sur la structure de l'économie domestique

La globalisation réduit la sensibilité de l'inflation aux facteurs domestiques et accroît sa sensibilité aux tensions sur les capacités mondiales

L'ouverture commerciale croissante a pour effet de réduire la sensibilité de l'inflation aux facteurs domestiques. Une hausse de la demande intérieure (ou un choc négatif sur l'offre) n'exerce plus des pressions aussi fortes qu'auparavant sur les capacités de production nationales, puisque l'offre extérieure peut « prendre le relais ».

Loungani et Razin (2005) proposent une démonstration théorique de ce canal. En fait, l'intégration financière croissante permet une plus grande variation des exportations nettes et contribue à réduire le lien entre consommation et production domestiques. En économie ouverte, les agents peuvent « lisser » leur consommation en ayant recours aux importations. De ce fait, le lien entre la demande et la production intérieures est réduit et l'influence de l'*output gap* (écart entre la production effective et la production potentielle) domestique sur l'inflation diminue.

Pour la démonstration empirique, Borio et Filardo (2007) puis Ihrig *et al.* (2007) estiment une courbe de Phillips :

• à l'aide d'une spécification simple :

$$\pi_t = \alpha\, \pi_{t-1} + \beta gap_t^{dom} \qquad (1)$$

où π représente l'inflation (ou l'écart d'inflation à la tendance de long terme) et gap^{dom} l'écart de production ;

• Puis en introduisant une mesure de l'*output gap* mondial pertinent pour chacun des pays étudiés :

$$\pi_t = \alpha\, \pi_{t-1} + \beta gap_t^{dom} + \gamma gap_t^{glob} \qquad (2)$$

où gap^{glob} représente l'écart de production agrégé des partenaires commerciaux ;

• Enfin en ajoutant éventuellement certaines variables de contrôle comme les variations des prix d'importations, des prix de l'énergie et/ou des prix alimentaires.

Il y a un consensus pour reconnaître que la sensibilité de l'inflation à la conjoncture domestique (*output gap* domestique) a fortement diminué dans l'ensemble des pays développés. Mais concernant la plus grande sensibilité de l'inflation domestique à l'*output gap* global, les résultats sont contradictoires. Borio et Filardo trouvent une plus grande sensibilité des variations de prix domestiques aux conditions globales. Mais Ihrig *et al.* montrent que ces résultats varient très fortement selon le mode de calcul de l'*output gap* global et remettent ainsi en cause la robustesse des conclusions de Borio et Filardo.

La globalisation crée de nouvelles contraintes sur les politiques monétaires

D'une part, la mondialisation incite les autorités à pratiquer une politique monétaire « conservatrice » en rendant plus coûteuses les surprises d'inflation. Romer (1993) montre que, dans une économie ouverte, la Banque centrale ne peut plus tirer profit des surprises d'inflation : une surprise d'inflation engendre une hausse de la production, mais également une perte de compétitivité pour les entreprises nationales dont les produits sont relativement « plus chers », ce qui réduit *in fine* les effets de la relance monétaire. Pour maintenir le niveau des exportations malgré la perte de compétitivité due au surcroît d'inflation, il faut que le taux de change nominal se déprécie, ce qui renchérit les prix d'importations et augmente l'inflation. L'ouverture croissante des économies renforce donc l'effet de discipline de marché et réduit fortement les incitations à pratiquer des surprises d'inflation.

D'autre part, Lane (1997) souligne que les surprises d'inflation ont un rôle expansionniste sur le seul secteur des biens non échangeables car le secteur des biens échangeables ne connaît pas ou peu de distorsions. L'effet macroéconomique est donc d'autant plus faible que la part des biens non échangeables dans la consommation est faible.

3| Évaluer l'impact de la globalisation sur l'inflation

3|1 Méthodologie

Les différents canaux de transmission de la globalisation à l'inflation décrits précédemment ne sont ni exclusifs ni indépendants. Ils peuvent jouer dans le même sens, voire se renforcer mutuellement. Pour cette raison, un pan de la littérature propose de prendre en compte l'ensemble des comportements à partir d'une équation sous forme réduite (cf. notamment Pain *et al,* 2007). En reliant directement l'inflation domestique à des variables représentant la globalisation, l'idée est de capter la sensibilité totale de l'inflation à la globalisation, en prenant en compte tous les effets (directs et indirects), sans préciser les comportements et les mécanismes sous-jacents. Dans la littérature, les canaux de transmission des effets de l'ouverture sur l'inflation sont le plus souvent le ratio importations sur PIB ou encore l'inflation des prix d'importations. Bien que ces deux canaux résument de manière assez sommaire l'impact que la globalisation peut avoir sur l'inflation, il est utile d'en mesurer les effets pour deux raisons. D'une part, il s'agit là des évolutions les plus visibles ou les plus rapides de la mondialisation. En ce sens, on capture là les effets « à court terme » de la globalisation sur l'inflation. D'autre part, le chiffrage de ces effets fournit, en l'absence d'une prise en compte plus large, une borne minimale quant aux effets de la globalisation sur l'inflation.

3|2 Principaux résultats

Six relations ont été estimées afin de tenter une évaluation des effets de la mondialisation sur l'inflation. La première d'entre elles représente une courbe de Phillips dans sa forme simple, reliant l'inflation à l'écart de production, la seconde estimation introduit l'inflation des prix d'importations comme variable explicative, et la troisième introduit un terme d'interaction entre l'inflation des prix d'importations et le ratio importations sur PIB. Les trois estimations suivantes sont identiques aux trois premières à une différence près : l'introduction de l'inflation des coûts unitaires du travail comme variable explicative. Les estimations ont été réalisées sur données annuelles d'un panel d'une vingtaine de pays. Le tableau 1 regroupe les estimations effectuées sur la période 1980-2005 ; le tableau 2 regroupe celles réalisées sur la période 1990-2005.

4 *Ce vecteur inclut notamment l'écart de production et/ou l'inflation du coût unitaire du travail.*

ENCADRÉ 3

Estimer une courbe de Phillips sur un panel de pays.

Les différents canaux de transmission peuvent agir simultanément et même se renforcer mutuellement. Pour évaluer l'amplitude des effets dans leur totalité, un pan de la littérature utilise des équations sous forme réduite qui relient directement l'inflation domestique à d'autres variables représentant la mondialisation (en général : inflation des prix d'importations et/ou taux de pénétration). Ces méthodes permettent de capter l'ensemble des effets quel que soit le canal de transmission. L'avantage est donc de fournir un ordre de grandeur de l'impact total de la globalisation, même si elles ne permettent pas de détailler les mécanismes de causalité.

Nous reprenons une méthode proche de celle de Borio et Filardo (utilisée aussi par Ihrig et al. *ou le FMI), en enrichissant le modèle de base de la courbe de Phillips par l'introduction de variables qui représentent la mondialisation. Nous estimons une équation sous forme réduite, de type courbe de Phillips augmentée, reliant l'inflation à une série de déterminants macroéconomiques :*

$$\pi_{i,t} = \alpha_i + \gamma_1 \pi_{i,t-1} + \gamma_2 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (1)$$

π est l'inflation des prix à la consommation, elle dépend de l'inflation retardée ainsi que d'un vecteur X de variables de contrôle [1]. Il s'agit de régressions en panel sur une vingtaine de pays de l'OCDE (Europe occidentale, Amérique du Nord et Japon, Australie et Nouvelle Zélande) sur les vingt dernières années (1985-2005). Les estimations contiennent des effets fixes pour purger l'hétérogénéité interindividuelle moyenne. Cependant la présence d'effets fixes dans un modèle dynamique crée une corrélation entre les variables explicatives et les résidus, ce qui invalide les estimations simples de type des moindres carrés ordinaires (MCO). Cette difficulté peut être résolue de plusieurs manières. L'une d'entre elles consiste d'abord à différencier l'équation (1) de manière à supprimer l'effet fixe

$$\pi_{i,t} - \pi_{i,t-1} = \gamma_1 (\pi_{i,t-1} - \pi_{i,t-2}) + \gamma_2 (X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (\varepsilon_{i,t} - \varepsilon_{i,t-1}) \qquad (2)$$

Puis ensuite à estimer l'équation (2) par la méthode des doubles moindres carrés en instrumentant les variables explicatives différenciées par les variables explicatives retardées en niveaux (méthode Andersen-Hsiao). Le test de Sargan permet alors de vérifier la validité des variables instrumentales utilisées.

1 Ce vecteur inclut notamment l'écart de production et/ou l'inflation du coût unitaire du travail.

Tableau 1 Inflation des prix à la consommation – Estimation par variables instrumentales, robuste à l'hétéroscédasticité
Période d'estimation : 1980-2005

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
Inflation des prix à la consommation retardée	0,827***	0,673 ***	0,822***	0,474***	0,546***	0,567***
Écart de production	0,279***	0,280 ***	0,423***	- 0,034	0,145**	0,191
Inflation du coût unitaire du travail				0,462***	0,234***	0,410***
Inflation des prix d'importations		0,130 **			0,123***	
Inflation des prix d'importations x importations sur PIB			0,319***			0,450***
Nombre d'observations	564	564	492	495	495	475
Test de Hausmann (probabilité critique) H0 : l'estimation MCO est non biaisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Test de Sargan (probabilité critique) H0 : Tous les instruments sont valides	0,699	0,801	0,161	0,839	0,488	0,651

Échantillon : Australie, Autriche, Belgique, Canada, Suisse, Allemagne (depuis 1991), Danemark, Espagne, Finlande, France, Royaume-Uni, Grèce, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Nouvelle-Zélande, Portugal, Suède, États-Unis. Les coefficients significatifs à 1 %, (respectivement 5 % et 10 %) sont indiqués par une (respectivement deux et trois) étoile(s). Équation estimée en différence première instrumentée par les variables explicatives retardées en niveaux.

Liste des instruments :

(a) Inflation des prix à la consommation (t-3) *; écart de production* (t-3 ; t-4)
(b) Inflation des prix à la consommation (t-3) *; écart de production* (t-3 ; t-4) *; inflation du prix d'importations* (t-2 ; t-3)
(c) Inflation des prix à la consommation (t-2) *; écart de production* (t-3) *; inflation des prix d'importations × importations sur PIB* (t-2 ; t-3)
(d) Inflation des prix à la consommation (t-3) *; inflation du coût unitaire du travail* (t-2 ; t-3) *; écart de production* (t-2 ; t-3)
(e) Inflation des prix à la consommation (t-3) *; écart de production* (t-2 ; t-3) *; inflation du prix d'importations* (t-2 ; t-3) *; inflation du coût unitaire du travail* (t-2 ; t-3)
(f) Inflation des prix à la consommation (t-3) *; inflation du prix d'importations* (t-2 ; t-3) *; inflation du coût unitaire du travail* (t-2 ; t-3) *; écart de production* (t-2 ; t-3)

Deux enseignements peuvent être tirés de cet exercice économétrique.

D'abord, l'impact de l'inflation des prix d'importations sur l'inflation des prix à la consommation est d'environ 13 % (cf. estimation (b), tableaux 1 et 2). Ceci signifie qu'une baisse de 1 point de pourcentage de l'inflation des prix d'importations se traduit par une baisse instantanée de l'inflation de 0,13 point de pourcentage. Il est intéressant de noter d'une part que cet effet est relativement faible et tend à disparaître rapidement : au bout d'un an, l'effet sur l'inflation d'un choc transitoire de 1 point de pourcentage sur l'inflation des prix d'importations est ramené à environ à 0,09 point de pourcentage (0,13 x 0,673). Au bout de deux ans, l'impact est encore réduit à environ 0,06 point de pourcentage ($0,13 \times (0,673)^2$). Finalement au bout de trois ans, l'impact est légèrement inférieur à 0,04 point de pourcentage ; *i.e.* $0,13 \times (0,673)^3$). D'autre part, ni la spécification de la courbe de Phillips (écart de production et/ou inflation du coût unitaire du travail), ni la période d'estimation (1980-2005 ou 1990-2005) ne modifient sensiblement ces ordres de grandeur. Ces chiffres semblent donc robustes et l'on peut les considérer comme des ordres de grandeur pertinents.

Le second enseignement à tirer de ces estimations porte sur la sensibilité de l'inflation des prix à la consommation au terme d'interaction entre le ratio importations sur PIB et l'inflation des prix d'importations. Intuitivement on s'attendrait à obtenir un coefficient proche de 1 dans la mesure où ce terme d'interaction résume les deux canaux principaux par lesquels la globalisation peut jouer sur l'inflation : les volumes de biens et services importés et le prix de ces importations. En fait, selon les estimations, l'impact se situe entre 28 % (cf. estimations tableau 2) et 45 % (cf. estimation (f), tableau 1). Autrement dit, l'effet de la globalisation sur l'inflation tel que mesuré par les estimations précédentes est environ 50 % à 70 % inférieur à l'impact « mécanique » qui résulterait d'un calcul simple fondé sur l'idée que les prix d'importations devraient impacter les prix à la consommation en fonction de la part des importations dans la consommation. Ici, en supposant un ratio importation sur PIB de l'ordre de un cinquième, un choc sur les prix d'importations de 1 point de pourcentage aura un effet sur l'inflation des prix à la consommation compris entre 0,054 et 0,09 point de pourcentage.

Sur la base des résultats du tableau 2 et des ratios importations sur PIB observés en 2005 dans notre

échantillon, l'impact instantané sur l'inflation des prix à la consommation d'une variation de 1 point de pourcentage de l'inflation des prix d'importations se situe environ entre 0,03 point de pourcentage pour le Japon et 0,24 point de pourcentage pour la Belgique. Pour la France, on obtient un chiffre légèrement inférieur à 0,08 point de pourcentage, résultat conforme à la littérature (sur la base d'une estimation sur longue période — 1960-2000 — le FMI l'estime à environ 0,1 point de pourcentage).

Tableau 2 Variable expliquée : Inflation des prix à la consommation – Estimation par variables instrumentales, robuste à l'hétéroscédasticité
Période d'estimation : 1990-2005

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)
Inflation des prix à la consommation retardée	0,758***	0,683***	0,716***	0,813***	0,676***	0,701***
Écart de production	0,283***	0,258***	0,248***	0,329**	0,234*	0,221**
Inflation du coût unitaire du travail				- 0,063	0,047	0,046
Inflation des prix d'importations		0,123**			0,119***	
Inflation des prix d'importations × importations sur PIB			0,276***			0,284**
Nombre d'observations	359	359	359	354	354	354
Test de Hausmann (probabilité critique)						
H0 : l'estimation MCO est non biaisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Test de Sargan (probabilité critique)						
H0 : Tous les instruments sont valides	0,616	0,881	0,904	0,531	0,413	0,514

Échantillon : Australie, Autriche, Belgique, Canada, Suisse, Allemagne (depuis 1991), Danemark, Espagne, Finlande, France, Royaume-Uni, Grèce, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Nouvelle-Zélande, Portugal, Suède, États-Unis. Les coefficients significatifs à 1 %, (respectivement 5 % et 10 %) sont indiqués par une (respectivement deux et trois) étoile(s). Équation estimée en différence première instrumentée par les variables explicatives retardées en niveaux.

Liste des instruments :

(a) Inflation des prix à la consommation (t-3 ; t-4) ; *écart de production* (t-2)
(b) Inflation des prix à la consommation (t-3 ; t-4) ; *écart de production* (t-2) ; *inflation du prix d'importations* (t-2 ; t-3)
(c) Inflation des prix à la consommation (t-3 ; t-4) ; *écart de production* (t-2) ; *inflation des prix d'importations × importations sur PIB* (t-2 ; t-3)
(d) Inflation des prix à la consommation(t-3 ; t-4) ; *écart de production* (t-2) ; *inflation du coût unitaire du travail* (t-2 ; t-3)
(e) Inflation des prix à la consommation (t-3 ; t-4) ; *écart de production* (t-2); *inflation du prix d'importations* (t-2 ; t-3) ; *inflation du coût unitaire du travail* (t-2 ; t-3)
(f) Inflation des prix à la consommation (t-3 ; t-4) ; *inflation des prix d'importations × importations sur PIB* (t-2 ; t-3) ; *inflation du coût unitaire du travail* (t-2 ; t-3) ; *écart de production* (t-2)

Le débat sur les effets inflationnistes ou désinflationnistes du développement des échanges internationaux est aujourd'hui sur le devant de la scène à la faveur des évolutions récentes des prix de certains biens (énergie, biens alimentaires). En effet ces hausses de prix sont souvent présentées comme une conséquence du développement des pays émergents que la globalisation a permis et accéléré, renforçant ainsi le sentiment que la globalisation a des conséquences importantes pour l'inflation. D'un autre côté, la globalisation a des conséquences indéniables sur le prix des biens manufacturés (sous forme de pression à la baisse) ou encore sur les marchés du travail (en réduisant les « rentes économiques » auxquelles peuvent prétendre les salariés). Or les économistes ne disposent pas pour le moment de confirmations empiriques probantes qui viendraient en support de ces affirmations. Comme l'a montré cet article — il s'agit là d'une confirmation des résultats de la littérature — les effets de la globalisation sur l'inflation capturés par le canal des prix et des volumes d'importations sont faibles et disparaissent rapidement.

Ceci amène deux remarques. D'une part comme le montre l'exemple des biens alimentaires, la globalisation peut impacter directement certains prix sans modifier l'inflation des prix d'importations. Des efforts pour mieux appréhender empiriquement la globalisation et ses canaux de transmission (au-delà des prix et des volumes d'importations) sont certainement nécessaires. Ensuite, il est probable que les modèles théoriques habituels d'étude de la politique monétaire, où l'état stationnaire de l'économie est souvent donné et immuable, sont mal outillés pour appréhender les implications de phénomènes structurels multidimensionnels comme la globalisation. En affectant simultanément les marchés des biens et des facteurs de production, la globalisation modifie profondément l'état stationnaire de l'économie. Une prise en compte spécifique de l'effet de ces modifications structurelles — comme le développement du commerce intra-sectoriel — est donc certainement nécessaire pour rendre compte plus fidèlement des effets de la globalisation sur l'inflation.

Bibliographie

Aghion (P.), Bloom (N.), Blundell (R.), Griffith (R.) et Howitt (P.) (2005)
"*Competition and innovation: an inverted-U relationship*", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, n° 2, p. 701-728, mai

Ball (L. M.) (2006)
"*Has globalization changed inflation?*", NBER *Working Paper*, n° 12687, novembre

Banque centrale européenne (2006)
"*Effects of the rising trade integration of low-costs countries on Euro area import prices*", *Bulletin mensuel* de la BCE, p. 56-57, août

Bernard (A. B.), Eaton (J.), Jensen (J. B.) et Kortum (S.) (2003)
"*Plants and productivity in international trade*", *American Economic Review*, n° 93(4), p. 1268-1290

Borio (C.) et Filardo (A.) (2007)
"*Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*", *Mimeo*, Banque des Règlements internationaux, *Working paper*, n° 227, mai

Boulhol (H.) (2005)
"*Why haven't price-cost margins decreased with globalization?*", *Mimeo*, Maison des Sciences économiques

Chen (N.), Imbs (J.) et Scott (A.) (2004)
"*Competition, globalization and the decline of inflation*", CEPR *Discussion Paper*, n° 4695

Dixit (A. K.) et Stiglitz (J. E.) (1977)
"*Monopolistic competition and optimum product diversity*", *American Economic Review*, *American Economic Association*, vol. 67 (3), p. 297-308, juin

Fonds monétaire international (2006)
"*How has globalization changed inflation?*", *World Economic Outlook*, Washington D.C., p. 97-134, avril

Feenstra (R.) et Hanson (G.) (1999)
"*The impact of outsourcing and high-technology on wages: estimates for the United States, 1979-1990*", *Quaterly Journal of Economics*, vol. CXVI, n° 3, p. 907-940

Frey (L.) et Moëc (G.) (2006)
« Vers une intensification des tensions inflationnistes globales? », *Bulletin de la Banque de France*, août

Gamber (E.) et Hung (J.) (2001)
"*Has the rise in globalization reduced US inflation in the 1990's*", *American Economic Review*, vol. 39 (1), p. 58-73

Hoekman (B.), Olarreaga (M.) et Kee (H. L.) (2001)
"*Markups, entry regulation and trade: does country size matter?*", *World Bank Policy Research*, *Working Paper*, n° 2662

Ihrig (J.), Kamin (S.), Lindner (D.) et Marquez (J.) (2007)
"*Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis*", *Board of Governors of the Federal Reserve System*

Kamin (S.), Marazzi (M.) et Schindler (J. W.) (2006)
"*The impact of Chinese exports on global import prices*", *Review of International Economics*, vol 14, p. 179-201

Kramarz (F.) (2003)
"*Wages and international trade*", *Mimeo* CREST, Paris

Lane (P. R.) (1997)
"*Inflation in open economies*", *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 42 (3-4), p. 327-347, mai

Loungani (P.) et Razin (A.) (2005)
"*Globalization and disinflation: the efficiency channel*", CEPR *Discussion Paper*, n° 4895, février

Melitz (M.) (2003)
"*The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity*", *Econometrica*, 71

Oliveira Martins (J.) (1994)
"*Market structure, trade and industry wages*", OCDE *Economic Studies*, n° 22

Pain (N.), Koske (I.) et Sollie (M.) (2006)
"*Globalisation and inflation in the OECD economies*", *Economics Department*, *Working Paper*, n° 524, OCDE, Paris, novembre

Rogoff (K.) (2004)
"*Globalization and global disinflation*", *Federal Reserve Bank of Kansas city*

Romer (D.) (1993)
"*Openness and inflation: theory and evidence*", *The Quarterly Journal of. Economics*, vol. 108, n° 4, p. 869-903, novembre

Woodford (M.) (2007)
"*Globalisation and monetary policy control*", NBER *Working Paper*, n° 13329

STATISTIQUES

Situation économique générale

Monnaie, placements et financements

Marchés de capitaux et taux d'intérêt

Autres statistiques

Avertissement

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

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

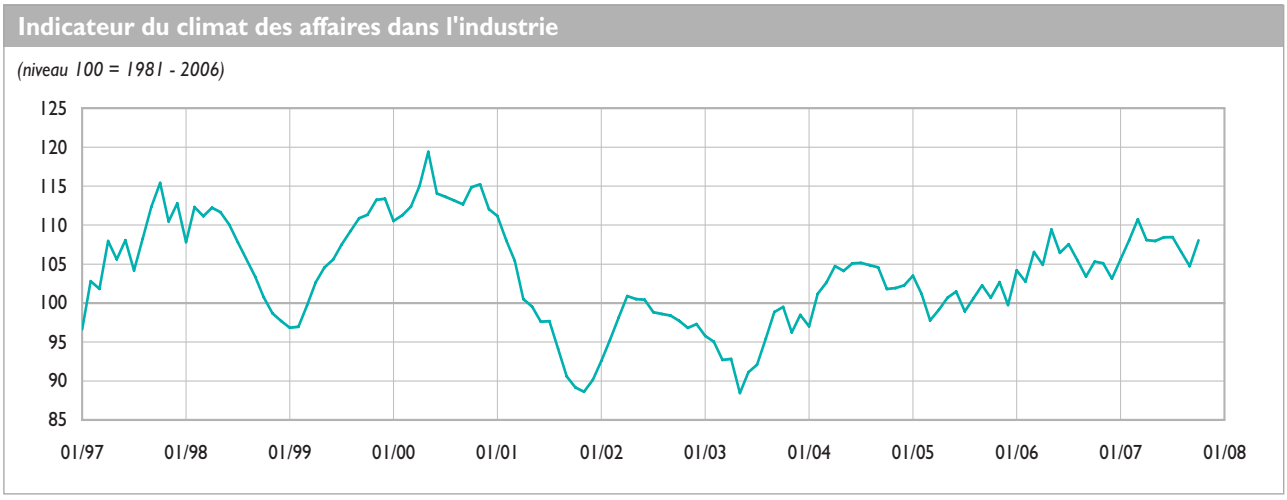
(données cvs)

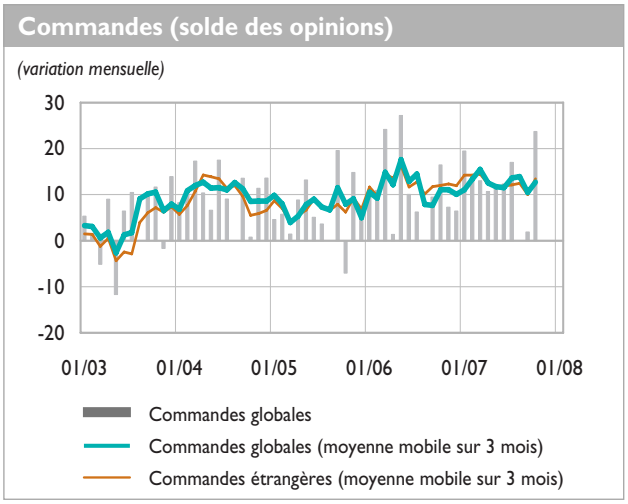
	2007						
	mars	avril	mai	juin	juil.	sept.	oct.
Évolution de la production par rapport au mois précédent (a)							
Ensemble	**8**	**10**	**9**	**11**	**13**	**1**	**20**
Biens intermédiaires	3	7	8	10	14	-8	19
Biens d'équipement	14	16	12	17	13	6	15
Industrie automobile	15	0	-2	-3	2	22	26
Biens de consommation	2	13	2	15	19	6	28
Industries agricoles et alimentaires	10	14	9	2	8	2	37
Production pour les prochains mois (a)							
Ensemble	**7**	**6**	**15**	**8**	**2**	**13**	**11**
Biens intermédiaires	7	8	15	5	-6	18	16
Biens d'équipement	13	9	21	13	7	21	16
Industrie automobile	-11	-11	6	-10	-40	24	8
Biens de consommation	9	8	13	11	0	6	2
Industries agricoles et alimentaires	14	12	15	15	10	14	12
Évolution des commandes par rapport au mois précédent (ensemble) (a)							
Globales	**13**	**11**	**12**	**12**	**17**	**2**	**24**
Étrangères	12	12	11	12	13	5	23
Niveau du carnet de commandes (a)							
Ensemble	**28**	**30**	**29**	**27**	**29**	**25**	**28**
Biens intermédiaires	23	23	23	25	25	20	22
Biens d'équipement	66	71	68	65	63	65	65
Biens de consommation	22	25	23	21	25	14	12
Industries agricoles et alimentaires	19	22	26	7	13	14	18
Niveau des stocks de produits finis (a)							
Ensemble	**2**	**1**	**2**	**3**	**3**	**4**	**4**
Biens intermédiaires	-1	-4	-2	-2	-3	1	6
Biens d'équipement	7	5	7	12	9	9	5
Industrie automobile	6	5	1	8	6	2	-11
Biens de consommation	5	9	8	9	10	8	11
Industries agricoles et alimentaires	-4	-5	-3	-5	-1	4	3
Taux d'utilisation des capacités de production (b)							
Ensemble	**86,1**	**85,9**	**85,6**	**85,8**	**85,3**	**85,2**	**86,1**
Évolution des effectifs (ensemble) (a)							
Par rapport au mois précédent	3	1	1	-2	0	-2	-1
Au cours des prochains mois	-5	-5	-4	-3	-5	0	-2
Indicateur du climat des affaires dans l'industrie (c)							
	111	**108**	**108**	**108**	**108**	**105**	**108**

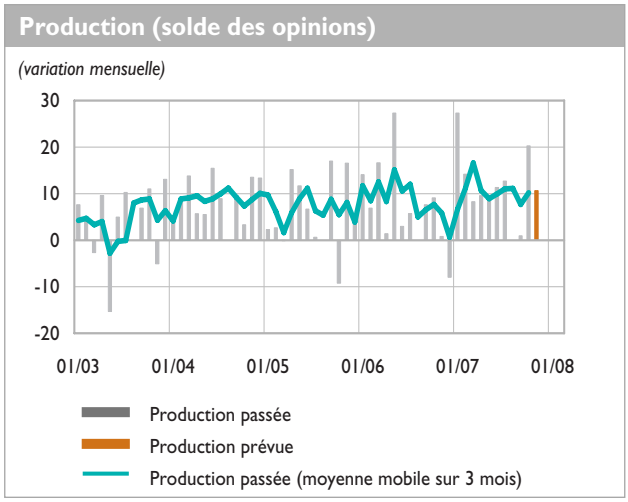
(a) Données exprimées en solde des opinions
(b) Données exprimées en pourcentage
(c) L'indicateur du climat des affaires résume le jugement des industriels sur la situation conjoncturelle. Plus il est élevé, plus l'appréciation est favorable. L'indicateur est calculé selon la technique de l'analyse en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

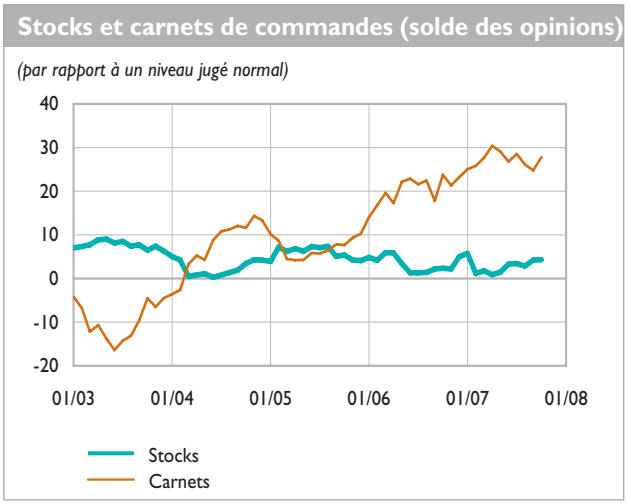
Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

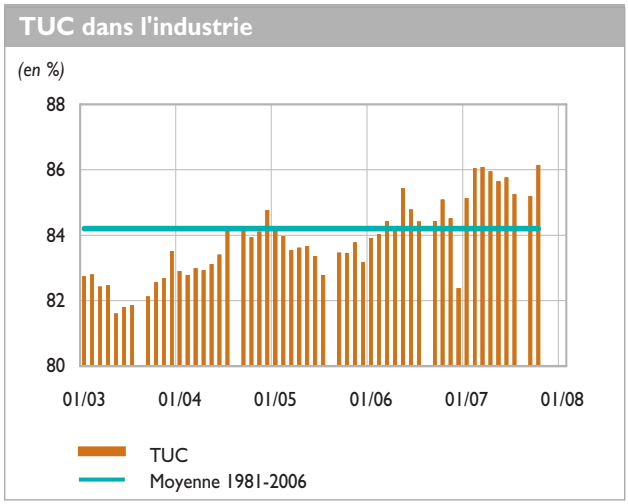
Figure 2
Indicateurs d'activité industrielle – Enquête mensuelle de conjoncture – France (données CVS)











Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

Figure 3
Indices des prix à la consommation

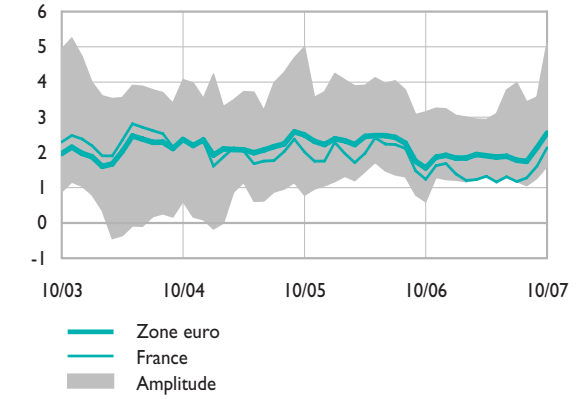
(glissement annuel)

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

	(moyenne annuelle)			*(variation mensuelle CVS)*					
	2004	2005	2006	2007					
				mai	juin	juil.	août	sept.	oct.
France	2,3	1,9	1,9	0,2	0,2	0,0	0,4	0,1	0,3
Allemagne	1,8	1,9	1,8	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,7	0,2
Italie	2,3	2,2	2,2	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,5
Zone euro	2,1	2,2	2,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4
Royaume-Uni	1,3	2,0	2,3	0,1	0,3	-0,3	0,1	0,1	0,5
Union européenne	2,3	2,3	2,3	nd	nd	nd	nd	nd	nd
États-Unis	2,7	3,4	3,2	0,7	0,2	0,1	-0,1	0,3	0,3
Japon	0,0	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	nd

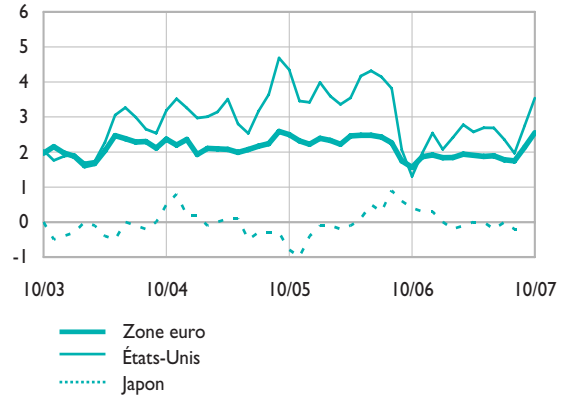
France et zone euro

(glissement annuel en %)



Comparaisons internationales

(glissement annuel en %)

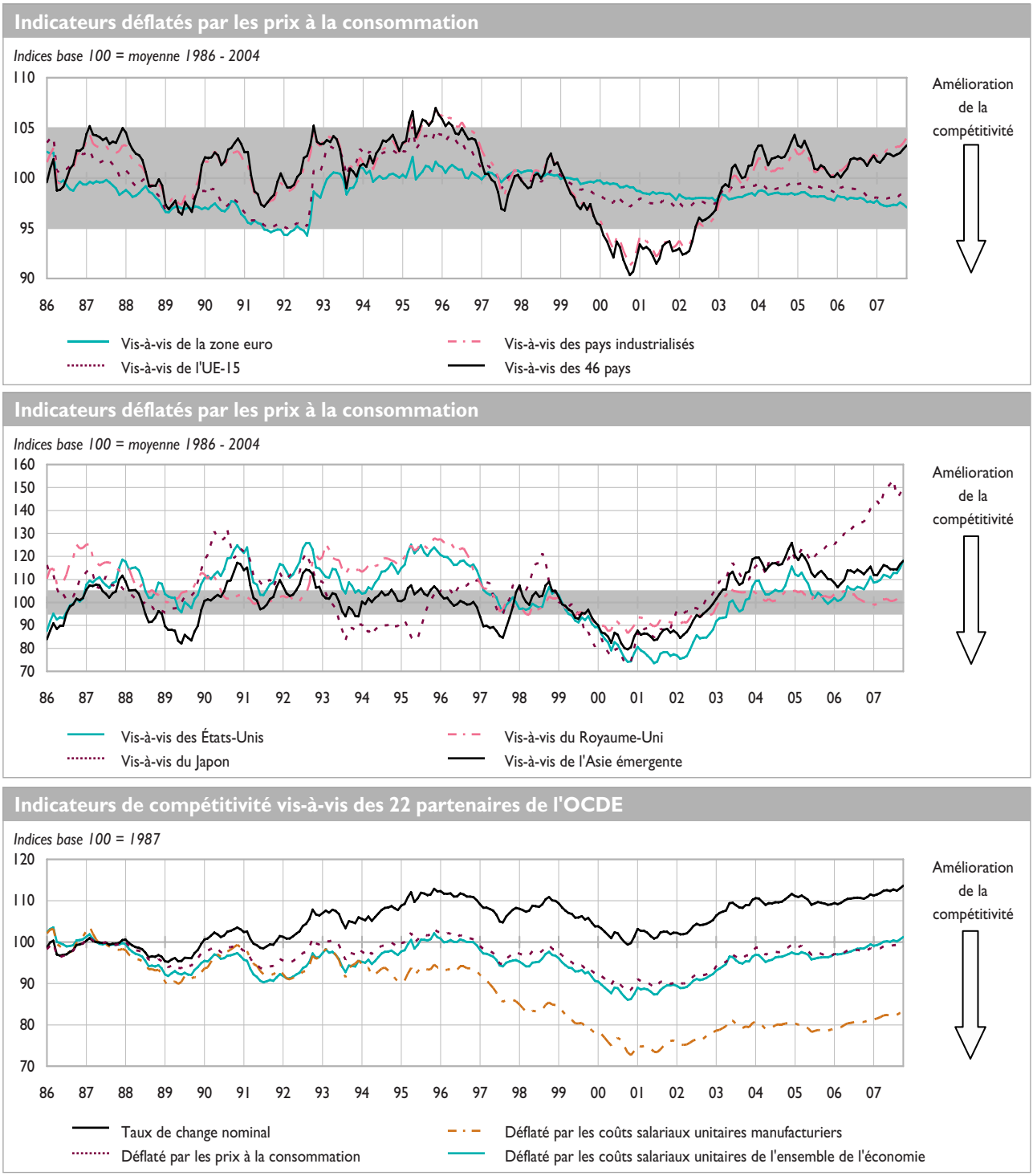


Indices harmonisés sauf pour les États-Unis et le Japon
Amplitude = valeurs extrêmes des indices de prix harmonisés constatées dans la zone euro

Sources : nationales, Eurostat

Réalisé le 20 novembre 2007

Figure 4
Compétitivité de l'économie française



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

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

Réalisé le 20 novembre 2007

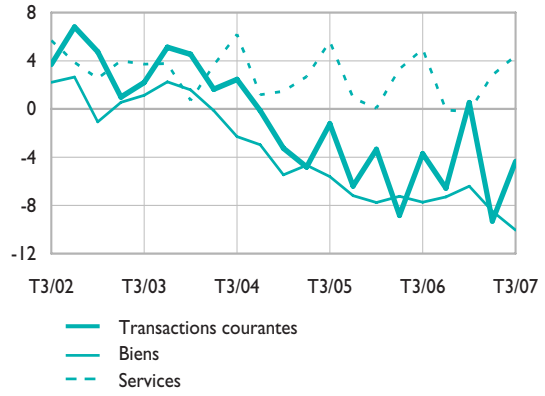
Figure 5
Balance des paiements – Principales composantes (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-15 702**	**-22 452**	**-3 714**	**-6 571**	**526**	**-9 306**	**-4 366**
Biens	-22 950	-30 029	-7 734	-7 298	-6 419	-8 468	-10 046
Services	10 644	8 271	4 962	-89	-213	2 799	4 415
Revenus	18 716	21 040	6 064	7 828	8 365	2 956	8 447
Transferts courants	-22 112	-21 734	-7 006	-7 012	-1 207	-6 593	-7 182
Compte de capital	**511**	**-188**	**182**	**75**	**330**	**1 138**	**137**
Compte financier	**-10 503**	**63 912**	**22 879**	**-27 363**	**27 389**	**12 758**	**32 719**
Investissements directs	-32 091	-27 071	-12 508	-13 300	-7 471	-11 539	-17 996
Français à l'étranger	*-97 275*	*-91 700*	*-21 617*	*-33 524*	*-27 918*	*-39 269*	*-43 699*
Étrangers en France	*65 184*	*64 629*	*9 109*	*20 224*	*20 447*	*27 730*	*25 703*
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-24 199	11 100	12 630	444	-15 414
Avoirs	*-194 481*	*-270 546*	*-75 958*	*-68 291*	*-45 849*	*-48 403*	*-9 444*
Engagements	*180 810*	*211 024*	*51 759*	*79 391*	*58 479*	*48 847*	*-5 970*
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 075	-1 749	-1 778	-1 513	-1 682
Autres investissements	22 997	155 946	61 156	-20 469	24 408	24 766	71 646
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-3 643	-2 944	-402	600	-3 835
Erreurs et omissions nettes	**25 693**	**-41 274**	**-19 348**	**33 858**	**-28 244**	**-4 590**	**-28 490**

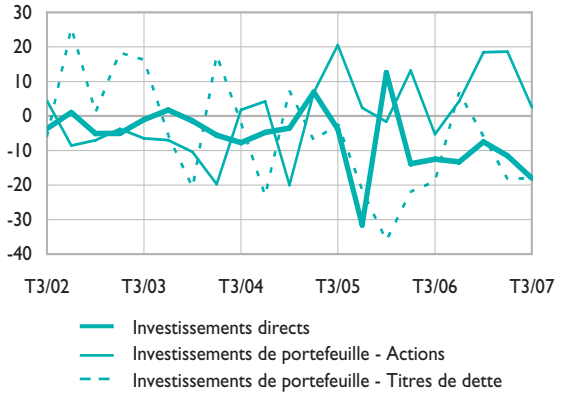
Soldes des transactions courantes

(données brutes en milliards d'euros)



Soldes du compte financier

(données brutes en milliards d'euros)



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

Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

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

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte de transactions courantes	**-15 702**	**-22 452**	**-3 714**	**-6 571**	**526**	**-9 306**	**-4 366**
Biens	**-22 950**	**-30 029**	**-7 734**	**-7 298**	**-6 419**	**-8 468**	**-10 046**
Exportations	*353 516*	*384 873*	*89 564*	*99 741*	*100 307*	*101 465*	*95 264*
Importations	*376 466*	*414 902*	*97 298*	*107 039*	*106 726*	*109 933*	*105 310*
Marchandises générales	-21 245	-27 868	-7 294	-6 751	-5 835	-7 739	-9 515
Avitaillement	-980	-1 524	-387	-400	-278	-254	-375
Travail à façon et réparations	-725	-637	-53	-147	-306	-475	-156
Services	**10 644**	**8 271**	**4 962**	**-89**	**-213**	**2 799**	**4 415**
Exportations	*95 609*	*94 226*	*27 502*	*21 237*	*20 765*	*25 118*	*27 306*
Importations	*84 965*	*85 955*	*22 540*	*21 326*	*20 978*	*22 319*	*22 891*
Transports	-3 401	-2 573	-433	-307	-203	-280	104
Voyages	10 834	12 066	5 786	1 130	1 724	3 911	5 786
Services de communication	1 084	1 301	343	367	276	219	271
Services de construction	1 613	1 904	451	598	566	578	490
Services d'assurances	-903	-1 216	-288	-232	-363	-133	-68
Services financiers	-761	-1 890	-448	-525	-286	-576	-299
Services d'informatique et d'information	-63	-21	-82	-69	65	96	-123
Redevances et droits de licence	2 528	2 334	783	477	715	1 099	497
Autres services aux entreprises	347	-2 746	-955	-1 184	-2 543	-1 949	-1 979
Services personnels, culturels et récréatifs	-535	-758	-176	-251	-183	-140	-235
Services des administrations publiques	-99	-130	-19	-93	19	-26	-29
Revenus	**18 716**	**21 040**	**6 064**	**7 828**	**8 365**	**2 956**	**8 447**
Rémunérations des salariés	8 507	8 564	2 132	2 147	2 171	2 212	2 168
Revenus des investissements	10 209	12 476	3 932	5 681	6 194	744	6 279
Directs	*15 828*	*18 969*	*4 404*	*6 477*	*5 895*	*6 352*	*5 693*
De portefeuille	*-2 095*	*-1 392*	*1 367*	*372*	*2 161*	*-3 150*	*2 802*
Autres	*-3 524*	*-5 101*	*-1 839*	*-1 168*	*-1 862*	*-2 458*	*-2 216*
Transferts courants	**-22 112**	**-21 734**	**-7 006**	**-7 012**	**-1 207**	**-6 593**	**-7 182**
Transferts courants du secteur des APU	-14 923	-13 663	-4 974	-5 009	797	-4 656	-4 992
Transferts courants des autres secteurs	-7 189	-8 071	-2 032	-2 003	-2 004	-1 937	-2 190
dont envois de fonds des travailleurs	*-2 084*	*-2 063*	*-561*	*-467*	*-527*	*-442*	*-536*
Compte de capital	**511**	**-188**	**182**	**75**	**330**	**1 138**	**137**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

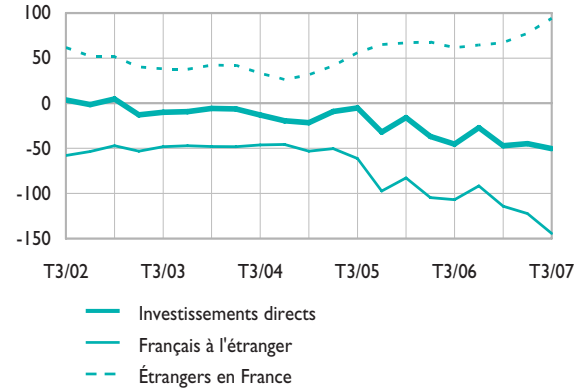
Figure 7
Balance des paiements – Mouvements de capitaux (données trimestrielles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2005	2006	2006		2007		
			T3	T4	T1	T2	T3
	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(b)
Compte financier	**-10 503**	**63 912**	**22 879**	**-27 363**	**27 389**	**12 758**	**32 719**
Investissements directs	-32 091	-27 071	-12 508	-13 300	-7 471	-11 539	-17 996
Français à l'étranger	-97 275	-91 700	-21 617	-33 524	-27 918	-39 269	-43 699
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*-45 534*	*-61 329*	*-11 838*	*-22 986*	*-18 043*	*-21 238*	*-29 019*
Étrangers en France	65 184	64 629	9 109	20 224	20 447	27 730	25 703
dont capitaux propres et bénéfices réinvestis	*29 863*	*29 641*	*2 941*	*10 243*	*5 568*	*10 557*	*7 060*
Investissements de portefeuille	-13 671	-59 522	-24 199	11 100	12 630	444	-15 414
Avoirs	-194 481	-270 546	-75 958	-68 291	-45 849	-48 403	-9 444
Actions	*-42 854*	*-48 290*	*-26 670*	*-19 811*	*7 299*	*15 036*	*-3 528*
Obligations	*-139 881*	*-225 189*	*-44 205*	*-49 994*	*-40 348*	*-79 544*	*-13 890*
Instruments du marché monétaire	*-11 746*	*2 933*	*-5 083*	*1 514*	*-12 800*	*16 105*	*7 974*
Engagements	180 810	211 024	51 759	79 391	58 479	48 847	-5 970
Actions	*52 608*	*58 841*	*21 441*	*24 074*	*11 173*	*3 640*	*6 072*
Obligations	*109 321*	*165 424*	*38 181*	*62 019*	*36 173*	*28 808*	*-2 298*
Instruments du marché monétaire	*18 881*	*-13 241*	*-7 863*	*-6 702*	*11 133*	*16 399*	*-9 744*
Produits financiers dérivés	5 205	3 337	2 075	-1 749	-1 778	-1 513	-1 682
Autres investissements	22 997	155 946	61 156	-20 469	24 408	24 766	71 646
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*-2 335*	*135 629*	*64 450*	*-32 474*	*33 028*	*25 913*	*51 205*
Avoirs de réserve	7 055	-8 775	-3 643	-2 944	-402	600	-3 835
Erreurs et omissions nettes	**25 693**	**-41 274**	**-19 348**	**33 858**	**-28 244**	**-4 590**	**-28 490**

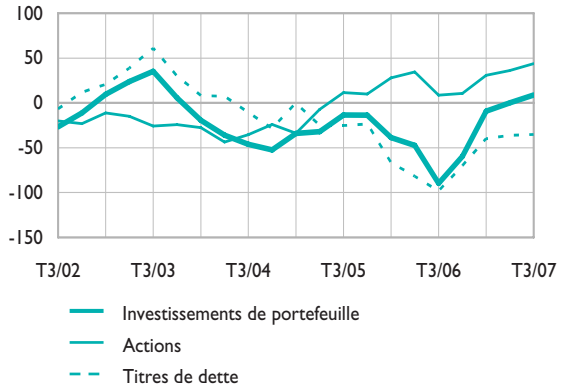
Investissements directs – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



Investissements de portefeuille – soldes

(cumul glissant sur 4 trimestres)



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

Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

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 1er 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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

Figure 9
Balance des paiements (données mensuelles) – France

(données brutes en millions d'euros)

	2006	2007			Cumul 12 mois	
					2006	2007
	sept. (a)	juil. (b)	août (b)	sept. (b)	sept. (a)	sept. (b)
Compte de transactions courantes	**1 256**	**-1 310**	**-2 074**	**-982**	**-22 276**	**-19 717**
Biens	-905	-2 757	-4 059	-3 230	-29 924	-32 231
Services	1 119	1 590	1 597	1 228	9 259	6 912
Revenus	3 269	2 218	2 664	3 565	20 166	27 596
Transferts courants	-2 227	-2 361	-2 276	-2 545	-21 777	-21 994
Compte de capital	**57**	**126**	**4**	**7**	**-649**	**1 680**
Compte financier	**31 773**	**11 479**	**3 062**	**18 178**	**59 210**	**45 503**
Investissements directs	-3 602	-12 342	-3 092	-2 562	-45 387	-50 306
Français à l'étranger	*-9 716*	*-19 526*	*-7 853*	*-16 320*	*-107 085*	*-144 410*
Capital social	*-988*	*-12 304*	*-5 268*	*-5 381*	*-39 144*	*-67 946*
Bénéfices réinvestis	*-1 714*	*-2 022*	*-2 022*	*-2 022*	*-19 935*	*-23 340*
Autres opérations	*-7 014*	*-5 200*	*-563*	*-8 917*	*-48 006*	*-53 124*
Étrangers en France	*6 114*	*7 184*	*4 761*	*13 758*	*61 698*	*94 104*
Capital social	*1 186*	*1 409*	*71*	*2 160*	*16 840*	*20 279*
Bénéfices réinvestis	*963*	*1 140*	*1 140*	*1 140*	*11 709*	*13 149*
Autres opérations	*3 965*	*4 635*	*3 550*	*10 458*	*33 149*	*60 676*
Investissements de portefeuille	19 382	6 599	-21 616	-397	-89 671	8 760
Avoirs	*1 382*	*-973*	*-13 252*	*4 781*	*-266 393*	*-171 987*
Actions	*1 456*	*11 301*	*-11 805*	*-3 024*	*-49 520*	*-1 004*
Obligations	*-13 921*	*-11 054*	*-1 018*	*-1 818*	*-212 045*	*-183 776*
Instruments du marché monétaire	*13 847*	*-1 220*	*-429*	*9 623*	*-4 828*	*12 793*
Engagements	*18 000*	*7 572*	*-8 364*	*-5 178*	*176 722*	*180 747*
Actions	*5 022*	*10 425*	*-3 925*	*-428*	*58 226*	*44 959*
Obligations	*18 237*	*-1 270*	*-950*	*-78*	*132 406*	*124 702*
Instruments du marché monétaire	*-5 259*	*-1 583*	*-3 489*	*-4 672*	*-13 910*	*11 086*
Produits financiers dérivés	1 805	-1 216	2 108	-2 574	4 902	-6 722
Autres investissements	15 948	20 437	26 968	24 241	192 170	100 351
dont IFM hors Banque de France (flux nets)	*15 090*	*21 965*	*4 836*	*24 404*	*163 426*	*77 672*
Avoirs de réserve	-1 758	-1 999	-1 306	-530	-2 804	-6 581
Erreurs et omissions nettes	**-33 087**	**-10 295**	**-992**	**-17 203**	**-36 286**	**-27 466**

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

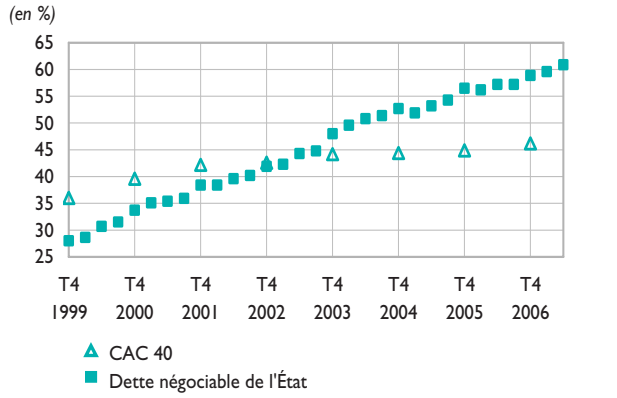
Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

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

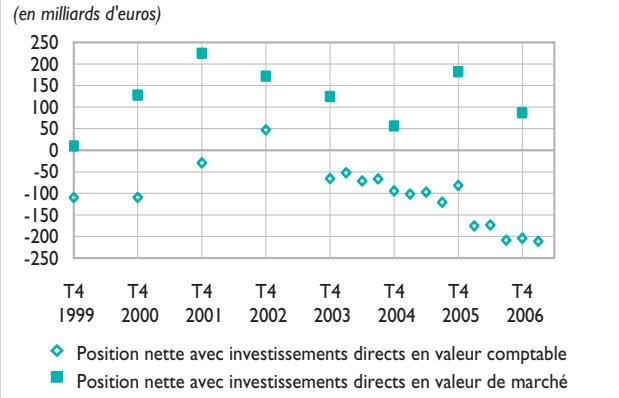
(en milliards d'euros)

	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	888,6	1 084,4	1 285,1	1 581,9	1 844,4	1 933,4
(titres étrangers détenus par les résidents)						
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	-1 054,5	-1 287,8	-1 459,8	-1 766,8	-2 018,8	-2 149,9
(titres français détenus par les non-résidents)						
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



Position extérieure de la France



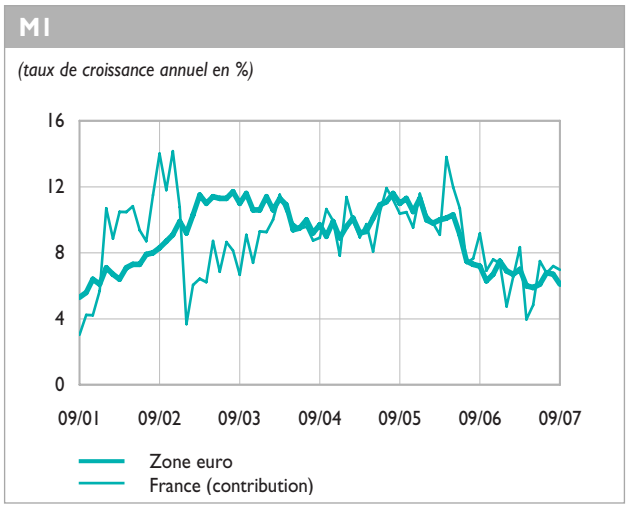
Source : Banque de France

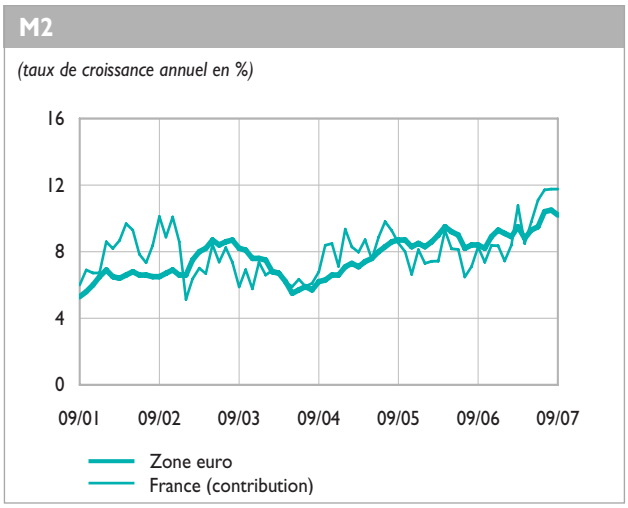
Réalisé le 20 novembre 2007

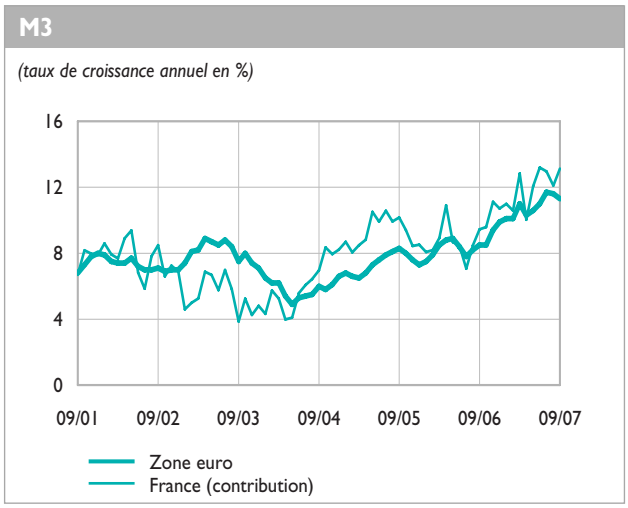
Figure 11
Principaux indicateurs monétaires et financiers – France et zone euro

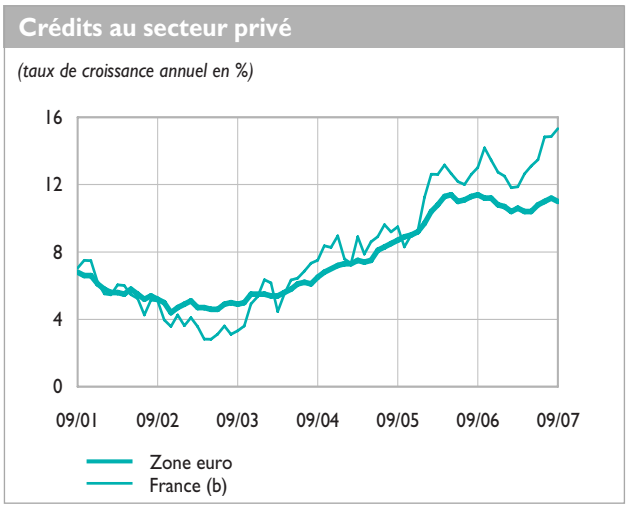
(taux de croissance annuel en %)

	2004	2005	2006	2006	2007						
	déc.	déc.	déc.	sept.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.
M1											
Zone euro (a)	8,9	11,3	7,5	7,2	7,0	6,0	5,9	6,1	6,8	6,7	6,1
France (contribution)	7,8	11,6	7,4	9,2	8,3	4,0	4,8	7,5	6,8	7,2	7,0
M2											
Zone euro (a)	6,6	8,5	9,3	8,4	9,5	8,8	9,3	9,5	10,4	10,5	10,2
France (contribution)	7,1	8,1	8,4	8,3	10,8	8,5	9,8	11,1	11,7	11,8	11,8
M3											
Zone euro (a)	6,6	7,3	9,9	8,5	11,0	10,3	10,6	11,0	11,7	11,6	11,3
France (contribution)	8,2	8,5	10,7	9,4	12,8	10,0	12,1	13,2	13,0	12,1	13,1
Crédits au secteur privé											
Zone euro (a)	7,2	9,2	10,8	11,4	10,6	10,4	10,4	10,8	11,0	11,2	11,0
France (b)	9,0	9,3	12,7	13,0	11,9	12,6	13,1	13,5	14,8	14,9	15,3









(a) Données corrigées des effets saisonniers et calendaires
(b) Crédits consentis par les IFM résidant en France aux résidents de la zone euro hors IFM et hors administrations centrales.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

Figure 12
Bilan de la Banque de France

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Actif								
Territoire national	23,3	34,2	31,7	38,4	58,1	63,7	61,3	71,7
Crédits	17,7	27,4	23,6	30,5	43,6	49,1	47,9	58,1
IFM	*17,3*	*27,1*	*23,3*	*30,3*	*43,4*	*48,9*	*47,7*	*57,8*
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	7,8	14,5	14,6	13,4	13,6
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*	*7,8*	*14,5*	*14,6*	*13,4*	*13,6*
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	17,9	11,0	9,1	9,1	9,1
Reste du monde	22,9	22,8	37,7	32,9	37,3	38,7	40,1	39,6
Avoirs en or	30,9	39,5	42,2	42,1	41,2	41,4	41,8	44,2
Non ventilés par zones géographiques (a)	73,9	93,1	114,2	101,6	104,6	103,1	108,7	127,3
Total	**174,9**	**210,0**	**234,9**	**232,9**	**252,2**	**256,0**	**261,2**	**291,9**
Passif								
Dépôts – Territoire national	29,3	29,6	30,5	39,0	41,1	38,5	28,0	45,2
IFM	28,7	28,6	29,8	38,1	40,2	37,6	27,2	44,2
Administration centrale	0,3	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Autres secteurs (à vue)	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Dépôts – Autres États de la zone euro	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	13,8	10,9
IFM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	13,8	10,9
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	15,5	19,5	20,7	23,6	23,4
Non ventilés par zone géographique	138,2	172,2	188,2	178,4	191,6	192,0	195,6	212,4
Billets et pièces en circulation (b)	97,8	110,2	122,3	114,9	122,7	124,1	123,5	123,6
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	48,4	48,6	48,6	48,6	51,6
Autres	7,4	16,3	17,9	15,2	20,2	19,2	23,4	37,2
Total	**174,9**	**210,0**	**234,9**	**232,9**	**252,2**	**256,0**	**261,2**	**291,9**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

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

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Actif								
Territoire national	3 202,7	3 291,8	3 593,1	3 541,4	3 882,8	3 926,4	3 942,8	3 994,8
Crédits	2 416,4	2 523,4	2 745,1	2 707,0	2 970,7	3 011,4	3 032,2	3 085,5
IFM	*1 013,1*	*996,3*	*1 062,0*	*1 056,2*	*1 170,7*	*1 187,3*	*1 201,6*	*1 223,3*
APU	*139,5*	*150,8*	*155,7*	*153,8*	*164,0*	*161,7*	*163,9*	*168,7*
Secteur privé	*1 263,8*	*1 376,4*	*1 527,4*	*1 497,0*	*1 636,0*	*1 662,3*	*1 666,7*	*1 693,5*
Titres autres que des actions	461,0	455,6	481,2	498,2	509,2	518,6	515,9	516,3
IFM ≤ 2 ans	*162,6*	*140,0*	*172,4*	*177,1*	*175,2*	*184,3*	*187,5*	*191,6*
IFM > 2 ans	*53,3*	*57,4*	*65,7*	*63,8*	*73,3*	*72,8*	*69,4*	*71,8*
APU	*155,8*	*168,6*	*152,7*	*158,5*	*162,0*	*162,2*	*162,1*	*159,4*
Secteur privé	*89,4*	*89,6*	*90,3*	*98,8*	*98,7*	*99,3*	*96,9*	*93,4*
Titres d'OPCVM monétaires	67,8	78,1	77,3	77,4	87,4	87,8	84,8	83,6
Actions et autres participations	257,5	234,6	289,5	258,8	315,6	308,7	309,8	309,5
Autres États de la zone euro	555,1	727,0	848,9	836,4	943,8	983,3	972,7	964,7
Reste du monde	608,9	850,2	963,4	910,5	1 097,5	1 114,0	1 065,3	1 007,8
Non ventilés par zones géographiques	417,0	602,9	766,8	763,7	954,7	906,2	896,8	992,9
Total	**4 783,8**	**5 471,9**	**6 172,3**	**6 052,0**	**6 878,9**	**6 929,9**	**6 877,6**	**6 960,3**
Passif								
Dépôts – Territoire national	2 180,2	2 242,3	2 302,6	2 262,1	2 477,6	2 502,8	2 496,9	2 534,6
IFM	1 006,6	1 011,3	1 055,4	1 039,2	1 178,5	1 204,7	1 212,5	1 227,8
Administration centrale	43,9	45,2	16,0	24,1	33,5	19,1	14,3	26,9
Autres secteurs	1 129,6	1 185,8	1 231,2	1 198,8	1 265,6	1 279,0	1 270,0	1 279,9
Dépôts à vue	*357,1*	*395,3*	*419,1*	*399,1*	*433,0*	*426,1*	*410,0*	*420,5*
Dépôts à terme ≤ 2 ans	*45,5*	*53,4*	*64,2*	*61,9*	*87,1*	*96,5*	*99,7*	*103,1*
Dépôts à terme > 2 ans	*306,4*	*307,1*	*297,3*	*294,2*	*283,9*	*282,1*	*281,8*	*278,5*
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois	*377,5*	*392,6*	*416,7*	*407,8*	*424,1*	*426,2*	*430,1*	*429,1*
Pensions	*43,2*	*37,4*	*33,9*	*35,9*	*37,5*	*48,1*	*48,3*	*48,5*
Dépôts – Autres États de la zone euro	238,6	271,1	327,5	333,5	354,4	360,4	351,8	369,0
IFM	201,5	226,4	265,8	268,8	268,9	276,1	265,7	280,9
Autres secteurs	37,1	44,7	61,7	64,7	85,4	84,3	86,0	88,1
Dépôts – reste du monde	511,7	757,2	933,3	916,2	1 102,2	1 163,5	1 125,3	1 080,2
Non ventilés par zones géographiques	1 853,2	2 201,3	2 608,9	2 540,2	2 944,7	2 903,2	2 903,7	2 976,5
Titres de créance émis ≤ 2 ans	*259,4*	*271,3*	*335,6*	*331,8*	*355,0*	*351,9*	*364,6*	*394,5*
Titres de créance émis > 2 ans	*404,8*	*458,6*	*531,2*	*502,3*	*587,7*	*588,0*	*595,1*	*592,8*
Titres d'OPCVM monétaires	354,1	387,8	429,6	434,7	477,6	484,7	474,1	453,5
Capital et réserves	313,8	318,7	367,9	342,8	383,5	384,8	384,5	385,7
Autres	521,1	765,0	944,6	928,5	1 141,0	1 093,9	1 085,4	1 150,0
Total	**4 783,8**	**5 471,9**	**6 172,3**	**6 052,0**	**6 878,9**	**6 929,9**	**6 877,6**	**6 960,3**

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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

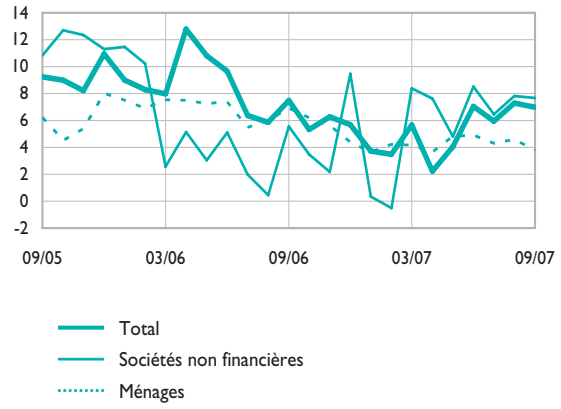
Figure 14
Dépôts – France

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Dépôts à vue								
Total ANF (hors administrations centrales)	384,9	425,6	448,0	417,1	445,4	448,3	439,2	446,0
Ménages et assimilés	*212,9*	*230,1*	*240,0*	*234,4*	*244,4*	*247,5*	*243,0*	*243,2*
Sociétés non financières	*124,2*	*139,9*	*151,9*	*137,0*	*148,6*	*143,9*	*139,6*	*146,6*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*47,8*	*55,6*	*56,1*	*45,8*	*52,4*	*57,0*	*56,7*	*56,3*
Autres agents	17,5	22,6	25,4	26,2	37,2	27,8	25,4	28,2
Total – Encours	**402,4**	**448,1**	**473,4**	**443,3**	**482,7**	**476,2**	**464,6**	**474,2**
Total – Taux de croissance	**5,8**	**10,9**	**5,7**	**7,5**	**7,0**	**5,9**	**7,3**	**7,0**
Comptes sur livret								
Livrets A	113,5	112,1	115,4	112,8	115,1	115,5	116,5	116,6
Livrets bleus	16,3	16,9	18,3	17,8	18,9	19,1	19,4	19,5
Comptes épargne logement	38,5	39,1	38,4	38,5	37,8	37,8	38,0	37,7
Livrets de développement durable (ex-Codevi)	45,7	47,0	51,1	49,6	59,2	59,9	60,6	60,7
Livrets d'épargne populaire	56,7	56,8	58,2	56,9	58,3	58,4	58,8	59,1
Livrets jeunes	6,1	6,4	6,7	6,6	6,8	6,8	7,0	7,0
Livrets soumis à l'impôt	100,7	114,2	128,6	125,7	128,1	128,7	129,9	128,5
Total – Encours	**377,5**	**392,6**	**416,7**	**407,8**	**424,1**	**426,2**	**430,1**	**429,1**
Total – Taux de croissance	**7,3**	**4,0**	**6,2**	**5,0**	**5,8**	**5,6**	**5,4**	**5,2**

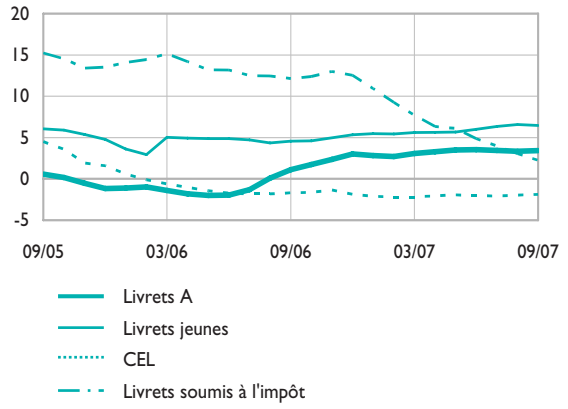
Dépôts à vue

(en taux de croissance annuel)



Comptes sur livret

(en taux de croissance annuel)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

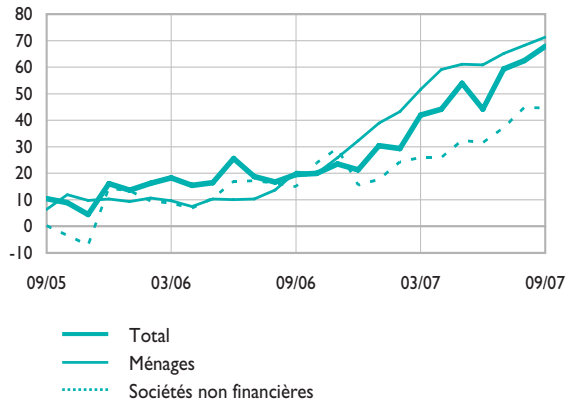
Figure 15
Dépôts à terme – France

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

	2004	2005	2006	2006	2007			
	déc.	déc.	déc.	sept.	juin	juil.	août	sept.
Dépôts à terme ≤ 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	41,7	47,6	58,0	54,4	73,2	78,6	83,5	84,7
Ménages et assimilés	*18,6*	*20,8*	*27,2*	*25,1*	*35,5*	*38,9*	*41,1*	*42,5*
Sociétés non financières	*22,8*	*26,5*	*30,4*	*28,9*	*37,0*	*39,0*	*41,7*	*41,4*
Administrations publiques (hors adm. centrales)	*0,3*	*0,3*	*0,5*	*0,4*	*0,7*	*0,7*	*0,7*	*0,7*
Autres agents	3,8	5,8	6,3	7,5	13,9	17,9	16,2	18,4
Total – Encours	**45,5**	**53,4**	**64,2**	**61,9**	**87,1**	**96,5**	**99,7**	**103,1**
Total – Taux de croissance	**-7,6**	**16,1**	**21,3**	**19,6**	**44,2**	**59,3**	**62,6**	**67,8**
Dépôts à terme > 2 ans								
Total ANF (hors administrations centrales)	295,8	294,9	273,6	273,4	263,2	260,9	260,0	256,9
Ménages et assimilés	*282,6*	*281,4*	*260,1*	*259,6*	*249,3*	*247,2*	*246,1*	*244,7*
PEL	*224,2*	*225,6*	*206,1*	*205,6*	*193,9*	*192,3*	*191,5*	*190,1*
PEP	*42,5*	*39,0*	*35,0*	*35,3*	*33,1*	*32,8*	*32,7*	*32,4*
Autres	*15,9*	*16,8*	*19,1*	*18,7*	*22,4*	*22,0*	*21,9*	*22,1*
Sociétés non financières	*13,1*	*13,5*	*13,4*	*13,8*	*13,8*	*13,7*	*13,9*	*12,2*
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	20,8	20,8	21,2	21,8	21,6
Total – Encours	**306,4**	**307,1**	**297,3**	**294,2**	**283,9**	**282,1**	**281,8**	**278,5**
Total – Taux de croissance	**2,3**	**0,2**	**-4,7**	**-4,7**	**-4,9**	**-4,9**	**-4,7**	**-5,3**

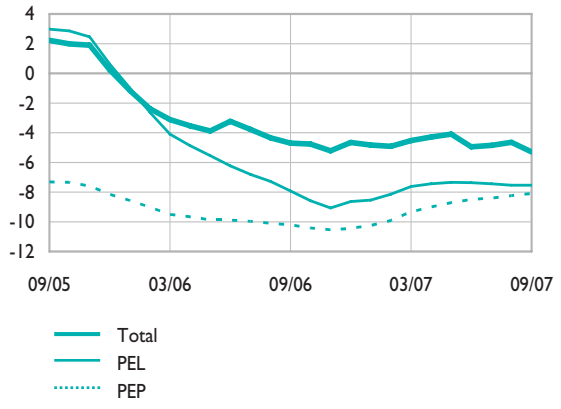
Dépôts ≤ 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Dépôts > 2 ans

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 novembre 2007

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

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

	2004	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	déc.	sept.	mai	juin	juil.	août	sept.
Crédits des institutions financières monétaires									
Secteur privé	1 264,0	1 376,6	1 527,6	1 497,2	1 623,6	1 636,2	1 662,5	1 666,9	1 693,6
Administrations publiques	139,7	150,9	155,8	153,8	154,4	164,0	161,8	163,9	168,7
Total – Encours	**1 403,7**	**1 527,5**	**1 683,4**	**1 651,0**	**1 778,0**	**1 800,2**	**1 824,3**	**1 830,8**	**1 862,4**
Secteur privé	8,3	8,9	11,7	12,1	12,0	12,4	13,0	13,3	14,0
Administrations publiques	-0,5	7,8	3,3	9,4	7,0	8,8	9,7	9,3	9,8
Total – Taux de croissance	**7,4**	**8,8**	**10,9**	**11,9**	**11,5**	**12,1**	**12,7**	**13,0**	**13,6**
Crédits des établissements de crédit aux sociétés non financières									
Investissement	216,3	229,9	250,7	245,3	260,8	262,2	265,7	267,4	269,2
Trésorerie	144,4	156,7	171,4	166,9	181,9	187,6	191,0	188,9	189,9
Autres objets	180,9	193,0	208,4	203,0	212,2	216,0	219,0	219,8	225,9
Total – Encours	**541,5**	**579,6**	**630,5**	**615,2**	**654,9**	**665,9**	**675,6**	**676,1**	**685,0**
Total – Taux de croissance	**6,0**	**7,2**	**10,0**	**11,0**	**8,5**	**10,1**	**11,2**	**12,4**	**12,6**
Crédits des établissements de crédit aux ménages									
Habitat	438,1	503,6	578,6	560,0	605,1	614,7	622,3	627,6	633,6
Trésorerie	118,7	128,0	134,7	132,3	135,4	136,9	137,4	136,2	136,7
Autres objets	82,8	81,4	79,4	80,3	81,6	82,6	84,0	83,9	83,4
Total – Encours	**639,5**	**712,9**	**792,7**	**772,5**	**822,1**	**834,3**	**843,7**	**847,7**	**853,8**
Total – Taux de croissance	**9,6**	**11,9**	**11,6**	**12,4**	**11,3**	**11,0**	**11,0**	**11,0**	**10,9**

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

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

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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 novembre 2007

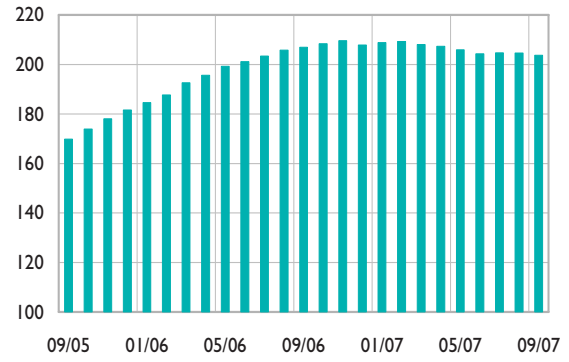
Figure 18
Montant des crédits nouveaux à la clientèle résidente – France

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

	2006			2007		
	juil.	août	sept.	juil.	août	sept.
Ensemble des contrats nouveaux	**519,8**	**523,5**	**524,7**	**505,9**	**506,8**	**507,0**
Crédits aux ménages	**203,4**	**205,8**	**206,9**	**204,7**	**204,6**	**203,7**
Consommation (hors découvert)	50,9	51,6	51,9	55,5	55,6	55,6
Habitat d'une Pfit ≤ 1 an (a)	40,1	39,5	38,8	28,2	27,3	26,4
Habitat d'une Pfit > 1 an (a)	112,3	114,6	116,2	121,0	121,7	121,7
Crédits aux sociétés non financières	**316,4**	**317,7**	**317,8**	**301,3**	**302,2**	**303,3**
Crédits d'une Pfit ≤ 1 an (hors découvert) (a)	232,9	232,2	229,9	196,8	195,2	196,3
Crédits d'une Pfit > 1 an (a)	83,5	85,5	87,9	104,5	107,0	107,0

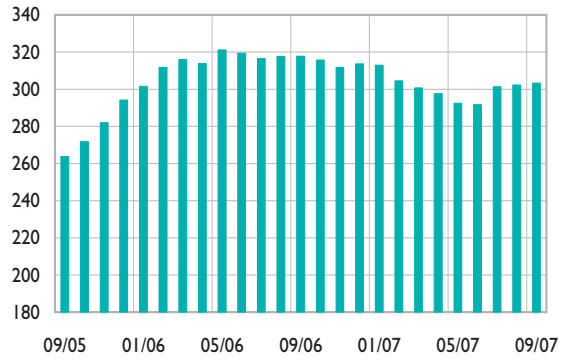
Ménages

(en milliards d'euros)



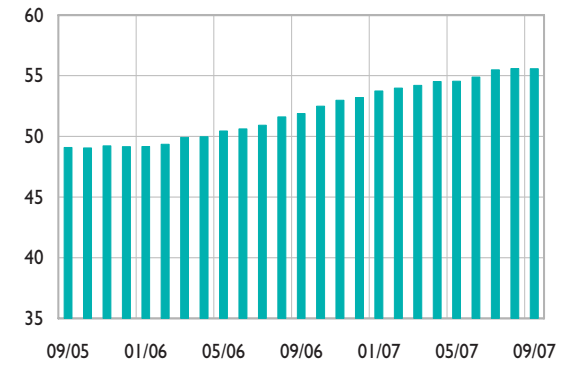
Sociétés

(en milliards d'euros)



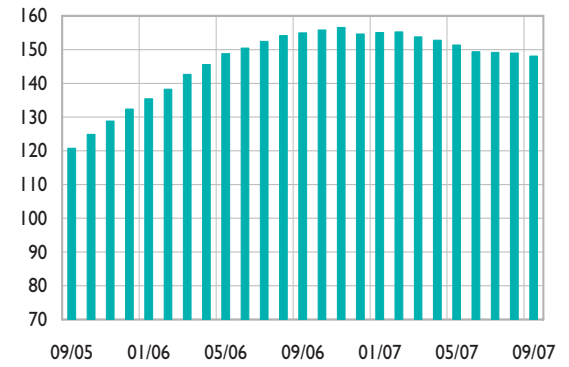
Consommation des ménages (hors découvert)

(en milliards d'euros)



Habitat des ménages

(en milliards d'euros)



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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

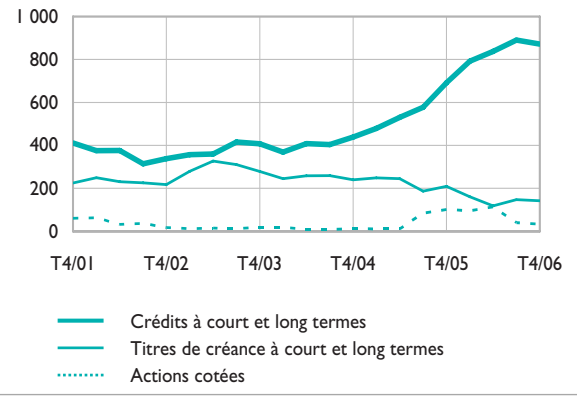
Figure 19
Financements et placements des agents non financiers – Zone euro

(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							
Actions cotées	101,6	95,9	113,5	40,5	33,0	12,4	4 448,0
Réserves pour fonds de pension des SNF	12,6	12,8	12,3	12,2	12,3	3,3	326,1
Placements							
Dépôts et titres à court terme							
Monnaie fiduciaire	53,3	49,8	47,1	46,9	47,8	26,5	513,3
Dépôts à vue	230,2	182,3	174,6	164,2	163,8	118,8	2 721,1
Dépôts remboursables avec préavis	45,3	47,1	32,0	23,0	12,7	3,8	1 500,5
Dépôts à terme à moins de 2 ans	26,2	70,1	108,0	152,1	202,4	85,2	1 795,6
Dépôts des administrations centrales	10,9	5,4	-3,4	21,4	-16,2	-46,4	156,9
Dépôts auprès des non IFM	21,9	31,7	23,7	19,9	14,5	12,2	373,8
Titres de créance à court terme	-15,2	19,8	20,5	31,8	47,3	-6,1	163,4
Titres d'OPCVM monétaires	-1,2	-3,0	-4,5	1,8	2,4	-9,1	350,7
Pensions sur titres auprès des IFM	-8,2	2,1	7,1	16,1	17,7	4,0	97,9
Placements à moyen et long termes							
Dépôts à terme à plus de 2 ans	112,2	126,7	129,6	135,8	138,6	50,5	1 663,6
Titres de créance à moyen et long termes	44,0	52,9	62,8	92,4	110,8	32,6	1 848,1
Actions cotées	30,9	-15,0	15,7	32,0	0,9	-27,9	3 373,3
Assurance-vie et fonds de pension	324,1	329,7	314,5	303,9	282,8	71,5	5 050,1
Titres d'OPCVM non monétaires	91,4	68,8	47,1	-6,3	-25,8	-6,6	1 848,8

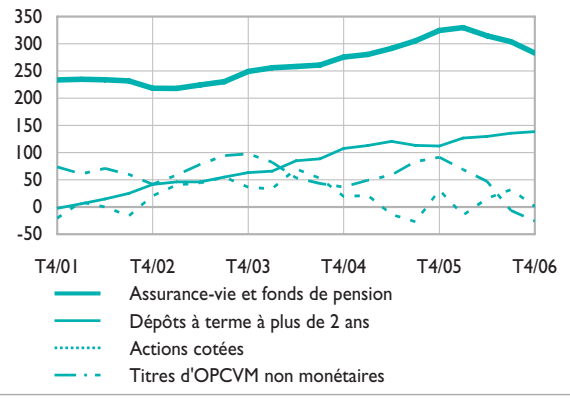
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

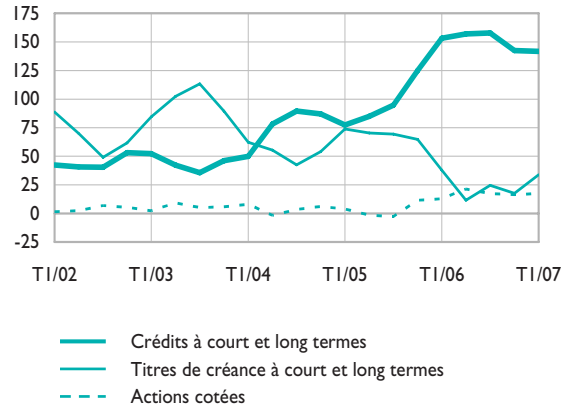
Figure 20
Financements et placements des agents non financiers – France

(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

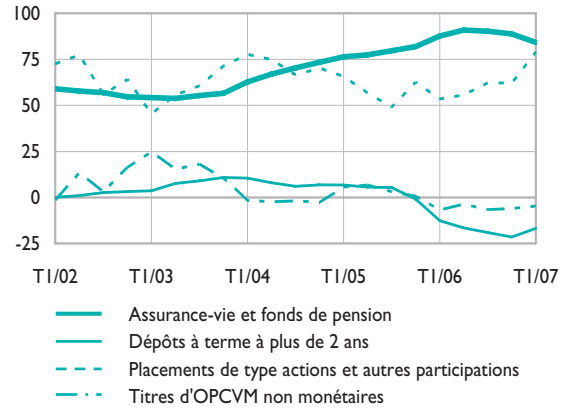
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

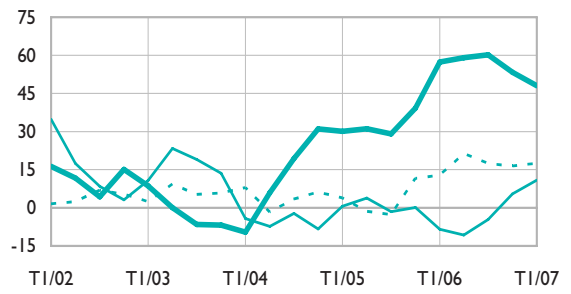
Figure 21
Financements et placements des sociétés non financières – France

(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

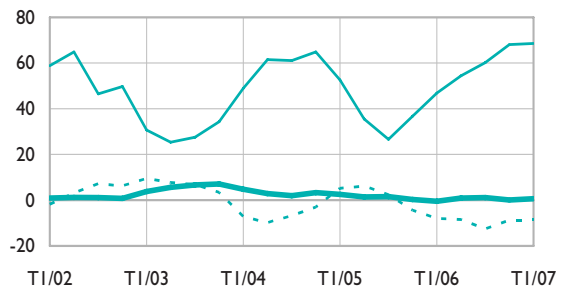
Financements

(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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

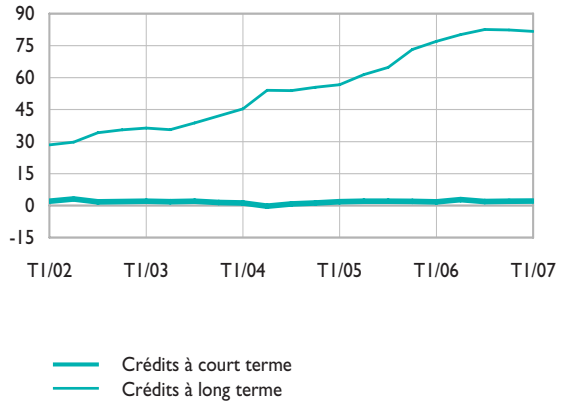
Figure 22
Financements et placements des ménages – France

(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

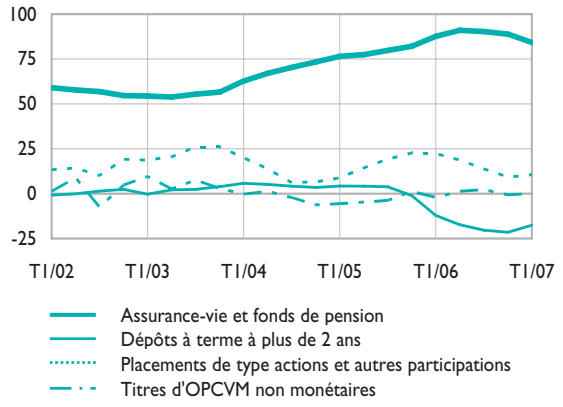
Financements

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



Placements à moyen et long termes

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



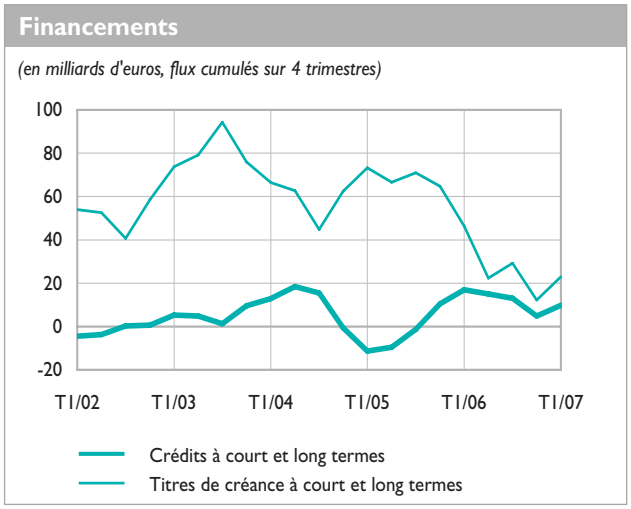
(a) Titres d'OPCVM des catégories suivantes : OPCVM diversifiés, OPCVM de fonds alternatifs, OPCVM garantis et fonds à formule

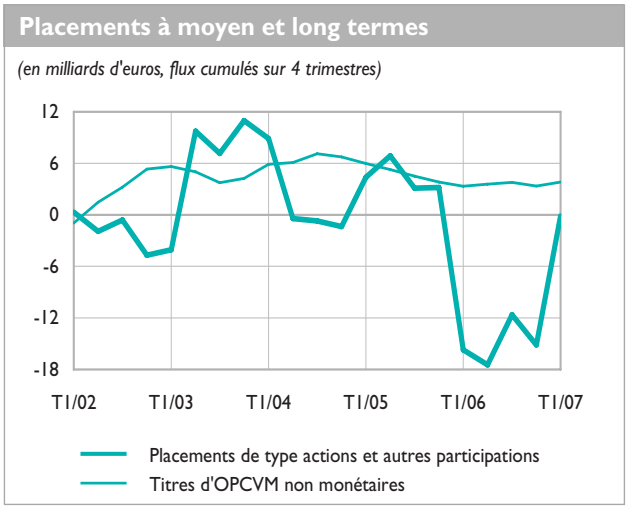
Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

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





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

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

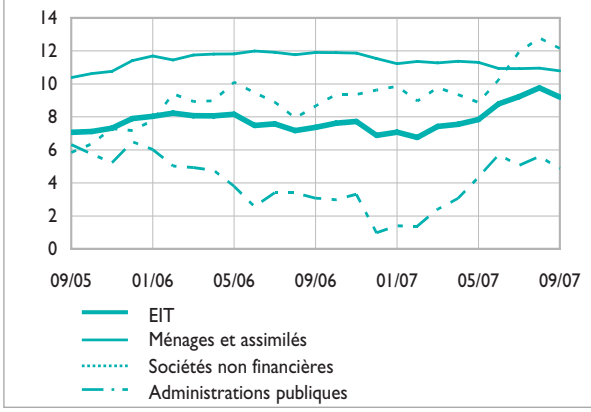
Figure 24
Endettement Intérieur Total (EIT), répartition par instruments – France

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

	Taux de croissance annuel						Encours
	2004	2005	2006	2007			2007
	déc.	déc.	déc.	juil.	août	sept.	sept.
Endettement Intérieur Total	**6,6**	**7,9**	**6,9**	**9,2**	**9,8**	**9,2**	**3 480,8**
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,9	11,0	10,8	875,9
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	-1,2	-0,7	2,5	40,4
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,6	11,2	835,5
Sociétés non financières	4,5	7,2	9,6	11,9	12,8	12,2	1 404,4
≤ 1 an	8,1	11,2	11,4	14,7	16,0	15,6	534,8
> 1 an	2,6	4,9	8,6	10,3	10,9	10,1	869,5
Administrations publiques	7,1	6,5	1,0	5,1	5,6	4,9	1 200,6
≤ 1 an	1,2	-3,4	-21,5	12,0	16,1	11,5	144,6
> 1 an	8,2	8,1	4,2	4,2	4,3	4,0	1 056,0
Crédits obtenus auprès des IF résidentes (b)	**6,8**	**9,1**	**9,8**	**10,7**	**11,1**	**11,2**	**1 761,5**
Ménages et assimilés (a)	9,4	11,4	11,5	10,9	11,0	10,8	875,9
≤ 1 an	3,5	5,3	5,2	-1,2	-0,7	2,5	40,4
> 1 an	9,8	11,8	11,9	11,6	11,6	11,2	835,5
Sociétés non financières	5,7	6,9	9,4	10,7	11,9	12,1	716,2
≤ 1 an	4,5	5,0	8,2	10,5	14,2	16,1	176,2
> 1 an	6,1	7,5	9,8	10,8	11,2	10,9	540,1
Administrations publiques	-0,5	7,4	3,2	9,3	8,9	9,4	169,4
≤ 1 an	-9,6	10,0	-11,4	21,1	16,7	12,6	38,5
> 1 an	1,4	6,9	6,0	6,2	6,8	8,4	130,8
Crédits obtenus auprès des non-résidents (c)	**9,0**	**14,1**	**17,7**	**18,0**	**20,5**	**18,7**	**407,0**
Financements de marché	**5,8**	**5,1**	**0,7**	**5,1**	**5,1**	**4,2**	**1 312,3**
Sociétés non financières	-2,4	0,9	2,0	7,1	5,3	3,6	291,1
≤ 1 an	1,0	14,3	7,7	21,3	3,4	-1,8	31,8
> 1 an	-2,7	-0,3	1,4	5,1	5,5	4,3	259,3
Administrations publiques	8,7	6,4	0,3	4,5	5,1	4,3	1 021,2
≤ 1 an	4,7	-6,7	-28,3	10,1	17,4	13,5	96,1
> 1 an	9,3	8,3	4,0	3,9	3,9	3,4	925,1

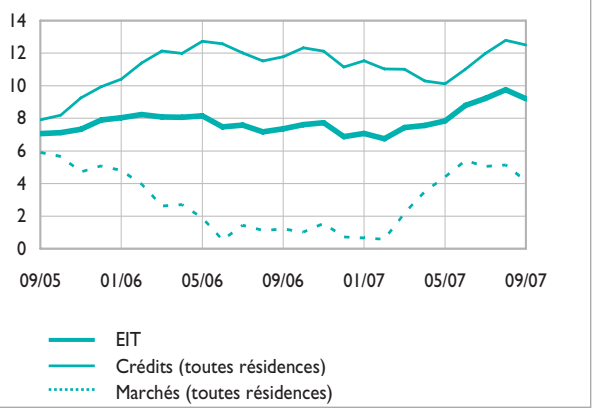
EIT – Répartition par agents

(taux de croissance annuel, en %)



EIT – Répartition par nature de financement

(taux de croissance annuel, en %)



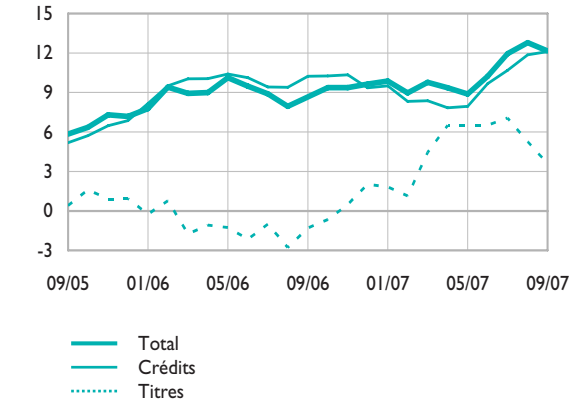
(a) Ménages + institutions sans but lucratif au service des ménages
(b) Institutions financières : institutions financières monétaires + autres intermédiaires financiers
(c) Prêts entre unités n'appartenant pas au même groupe + prêts obtenus dans le cadre d'investissements directs + crédits commerciaux + dépôts des non-résidents auprès du Trésor public.

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

Figure 25
Endettement Intérieur Total (EIT) – France

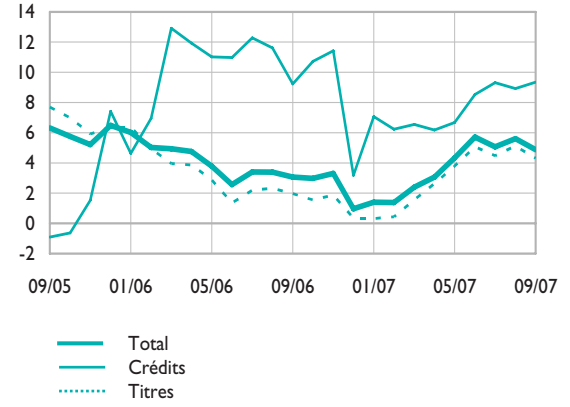
Endettement des sociétés non financières

(taux de croissance annuel, en %)



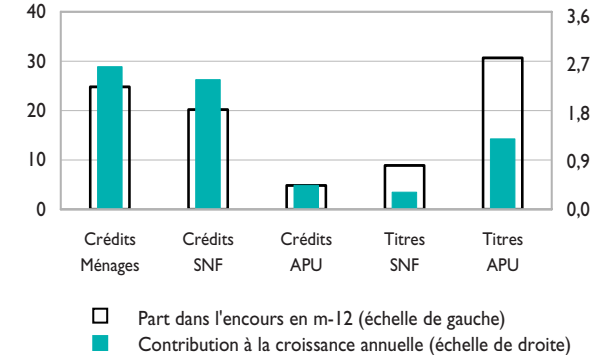
Endettement des administrations publiques

(taux de croissance annuel, en %)



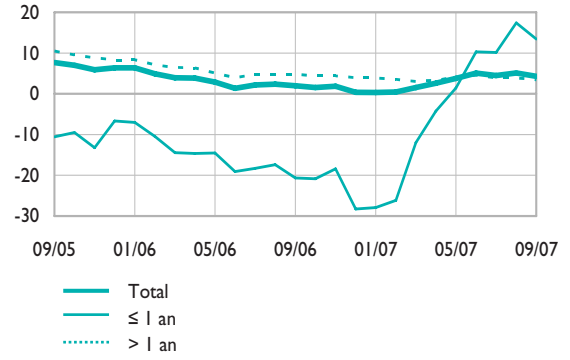
Contributions à la croissance annuelle de l'EIT Crédits et titres (a)

(données brutes, en %, à septembre 2007)



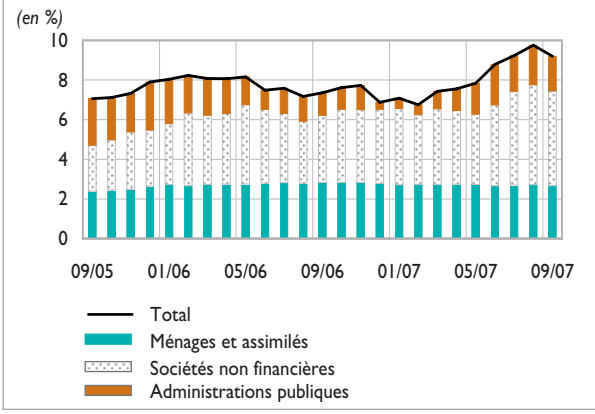
Endettement des administrations publiques via les marchés

(taux de croissance annuel, en %)



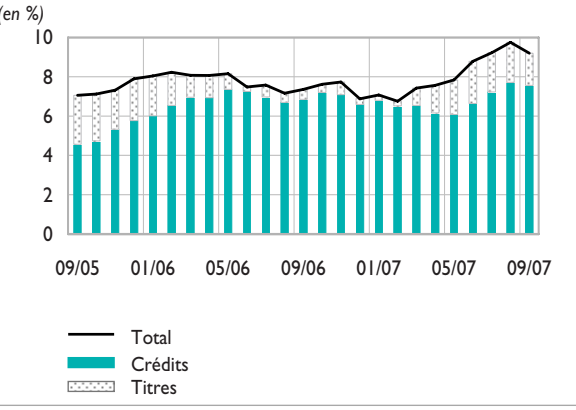
Contributions au taux de croissance annuel de l'encours – Ventilation par agents

(en %)



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

(en %)



(a) Hors crédits obtenus auprès des non-résidents

Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

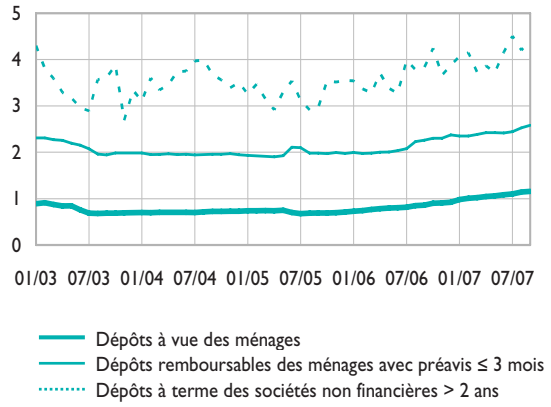
Figure 26
Rémunération des dépôts – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2005	2006	2006	2007				
	déc.	déc.	sept.	mai	juin	juil.	août	sept.
Zone euro								
Dépôts à vue des ménages	0,71	0,92	0,86	1,06	1,08	1,10	1,14	1,15
Dépôts remboursables des ménages avec préavis ≤ 3 mois	1,97	2,38	2,26	2,43	2,42	2,45	2,53	2,58
Dépôts à terme des sociétés non financières > 2 ans	3,55	3,87	3,82	3,72	4,16	4,51	4,20	4,42
France								
Livret A (fin de période)	2,00	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00
Livrets à taux réglementés	2,10	2,82	2,82	2,82	2,82	2,82	3,07	3,07
Livrets à taux de marché	2,18	2,70	2,51	2,75	2,77	2,79	2,75	2,92
Dépôts à terme ≤ 2 ans	2,65	3,38	3,13	3,66	3,65	3,74	3,84	3,81
Dépôts à terme > 2 ans	3,68	3,52	3,46	3,52	3,56	3,51	3,52	3,58

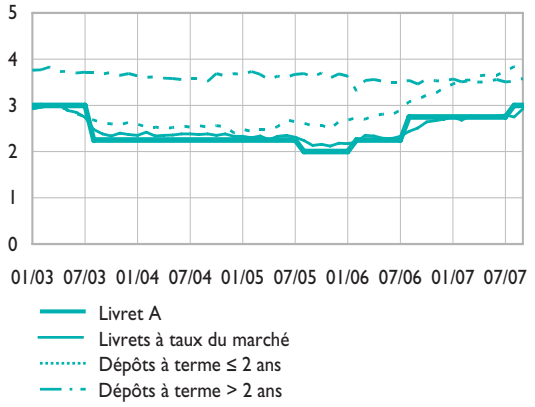
Zone euro

(taux mensuels moyens en %)



France

(taux mensuels moyens en %)



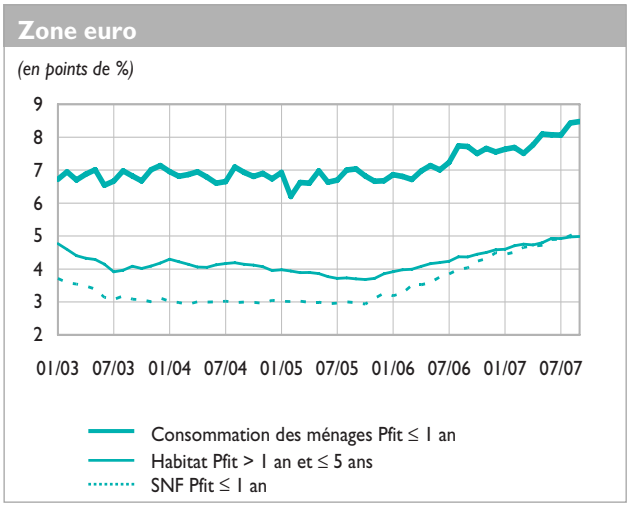
Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

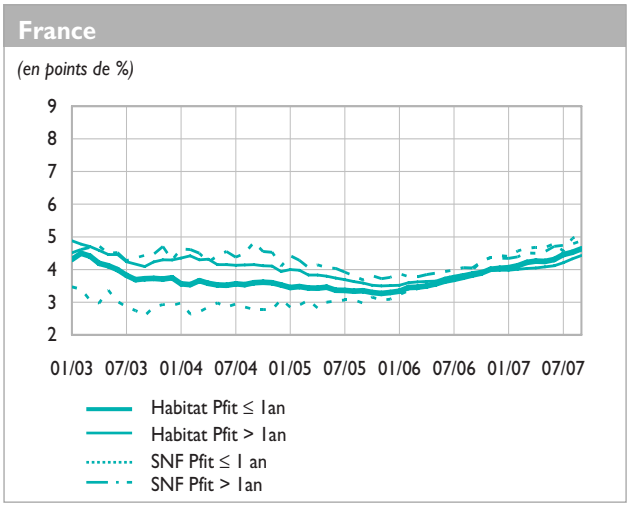
Réalisé le 20 novembre 2007

Figure 27
Coût du crédit – France et zone euro

(taux mensuels moyens en %)

	2006			2007								
	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.
Zone euro												
Consommation des ménages												
Taux variable et Pfit ≤ 1 an (a)	7,50	7,66	7,56	7,63	7,69	7,51	7,77	8,10	8,07	8,06	8,43	8,47
Habitat												
Pfit > 1 an et ≤ 5 ans (a)	4,45	4,50	4,58	4,60	4,71	4,76	4,73	4,80	4,93	4,93	4,98	4,99
SNF > à EUR 1 million												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,24	4,31	4,50	4,44	4,51	4,66	4,70	4,72	4,89	4,90	5,01	5,20
France												
Consommation des ménages	**6,06**	**6,26**	**6,32**	**6,46**	**6,57**	**6,55**	**6,49**	**6,53**	**6,55**	**6,62**	**6,90**	**6,93**
Habitat												
Pfit ≤ 1 an (a)	3,89	4,01	4,04	4,06	4,12	4,22	4,26	4,25	4,31	4,46	4,53	4,64
Pfit > 1 an (a)	3,95	3,97	3,98	3,98	4,01	4,03	4,05	4,08	4,12	4,21	4,33	4,43
SNF												
Pfit ≤ 1 an (a)	4,25	4,37	4,43	4,40	4,57	4,65	4,68	4,67	4,79	4,56	4,95	5,10
Pfit > 1 an (a)	4,24	4,37	4,35	4,34	4,39	4,51	4,50	4,55	4,71	4,74	4,78	4,88





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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

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 1er 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

	2006		2007		
	T3	T4	T1	T2	T3
Crédit aux entreprises					
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

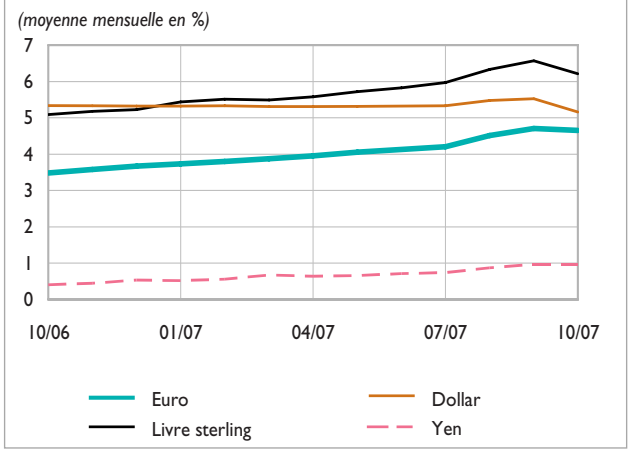
Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

Figure 29
Taux d'intérêt

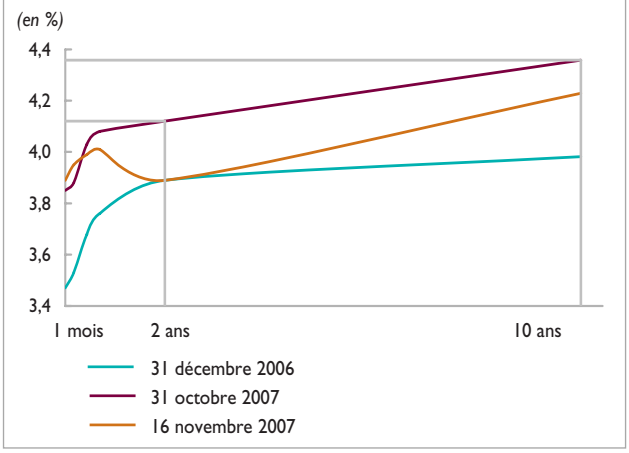
(en %)

	Moyenne mensuelle (a) 2007										Taux directeurs au 19/11/07
	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	
Taux d'intérêt interbancaires à court terme											
Euro											**4,00**
Au jour le jour	3,56	3,55	3,69	3,81	3,79	3,95	4,06	4,04	4,00	3,95	
À 3 mois	3,73	3,80	3,87	3,96	4,06	4,13	4,21	4,51	4,71	4,65	
À 1an	4,05	4,08	4,09	4,24	4,36	4,49	4,55	4,63	4,68	4,61	
Livre sterling											**5,75**
Au jour le jour	5,22	5,31	5,31	5,30	5,49	5,60	5,87	5,97	5,88	5,80	
À 3 mois	5,44	5,51	5,49	5,58	5,72	5,82	5,97	6,33	6,57	6,21	
À 1an	5,73	5,79	5,72	5,87	6,02	6,20	6,29	6,42	6,40	6,10	
Dollar											**4,50**
Au jour le jour	5,26	5,26	5,27	5,28	5,26	5,28	5,30	5,35	5,14	4,83	
À 3 mois	5,32	5,33	5,31	5,31	5,31	5,33	5,33	5,48	5,53	5,16	
À 1an	5,34	5,35	5,17	5,25	5,30	5,41	5,36	5,19	5,06	4,91	
Yen											**0,75**
Au jour le jour	0,36	0,42	0,59	0,46	0,50	0,54	0,55	0,55	0,65	0,62	
À 3 mois	0,52	0,56	0,68	0,64	0,66	0,71	0,74	0,87	0,97	0,97	
À 1an	0,72	0,70	0,76	0,79	0,86	0,96	0,98	1,07	1,14	1,12	
Taux des emprunts phares à 10 ans											
France	4,07	4,10	4,00	4,21	4,34	4,62	4,58	4,39	4,36	4,40	
Allemagne	4,03	4,05	3,95	4,16	4,29	4,58	4,51	4,31	4,24	4,30	
Zone euro	4,10	4,12	3,98	4,25	4,37	4,66	4,63	4,43	4,37	4,40	
Royaume-Uni	4,88	4,92	4,80	5,03	5,14	5,42	5,41	5,14	4,99	5,00	
États-Unis	4,82	4,78	4,61	4,74	4,81	5,17	5,07	4,73	4,57	4,58	
Japon	1,71	1,71	1,62	1,67	1,68	1,89	1,89	1,65	1,61	1,66	

Taux du marché interbancaire à 3 mois



Courbe des rendements des titres d'État – France



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

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

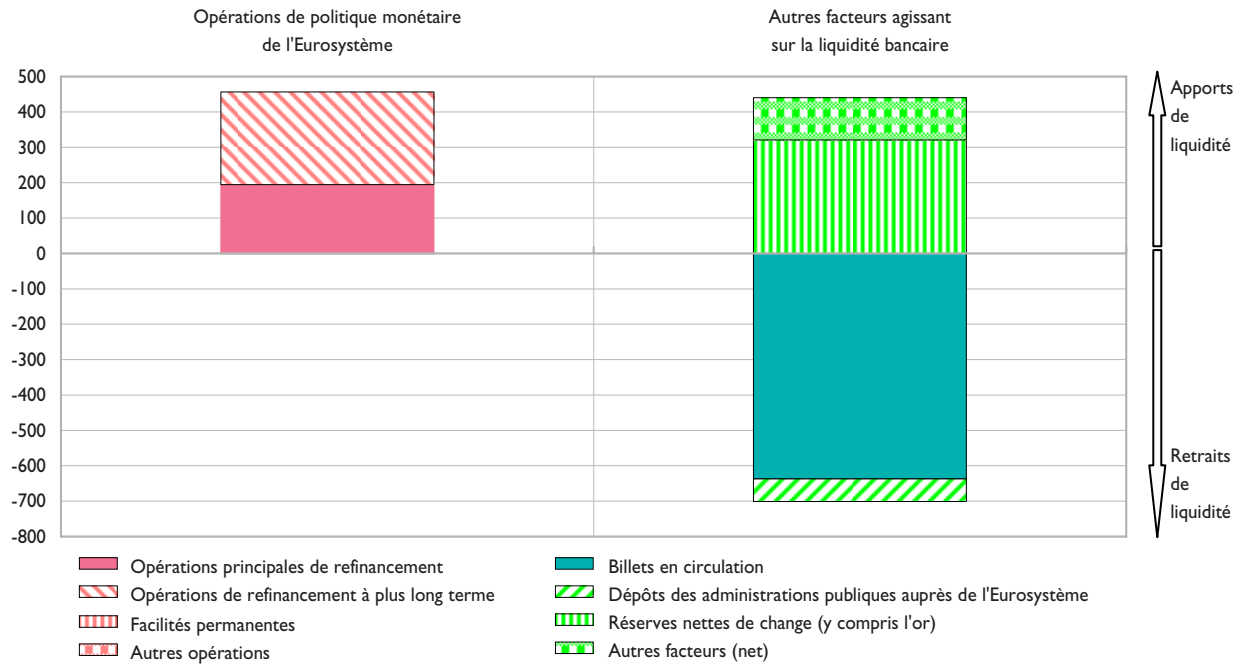
Figure 30
Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/09/2007 au 09/10/2007)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
Contribution à la liquidité du système bancaire			
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	**456,9**	**2,5**	**454,4**
Opération principale de refinancement	194,3		194,3
Opération de refinancement à plus long terme	262,3		262,3
Facilités permanentes	0,3	1,6	-1,3
Autres opérations	0,0	0,9	-0,9
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	**440,0**	**701,0**	**-261,0**
Billets en circulation		637,3	-637,3
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		63,7	-63,7
Réserves nettes de change (y compris l'or)	320,8		320,8
Autres facteurs (net)	119,2		119,2
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			**193,4**
dont réserves obligatoires			*192,5*

Contribution nette à la liquidité du système bancaire

(En moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 12/09/2007 au 09/10/2007)



Sources : Banque de France, Banque centrale européenne

Réalisé le 20 novembre 2007

Figure 31
Taux directeurs de l'Eurosystème et réserves obligatoires

(en %)

Taux directeurs de l'Eurosystème (dernières dates de modification)						
Opération principale de refinancement			Facilité permanente			
Date de		Taux de soumission minimal	Date de		Dépôt	Prêt marginal
décision	valeur		décision	valeur		
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

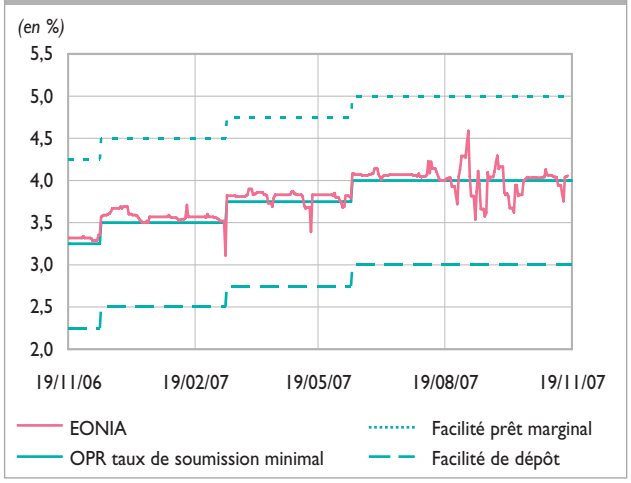
(en %)

Opérations principales de refinancement				Opérations de refinancement à plus long terme		
		Taux marginal	Taux moyen pondéré			Taux marginal
2007	10 octobre	4,12	4,16	2007	26 juillet	4,20
	17 octobre	4,11	4,14		24 août	4,49
	24 octobre	4,11	4,14		30 août	4,56
	31 octobre	4,14	4,16		13 septembre	4,35
	7 novembre	4,14	4,15		27 septembre	4,27
	14 novembre	4,15	4,16		1 novembre	4,45

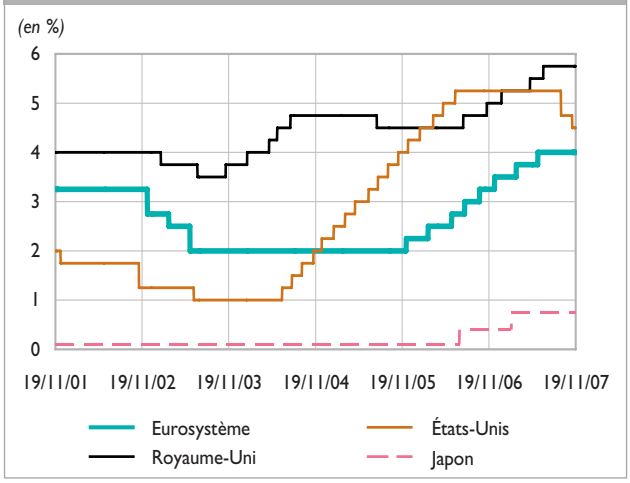
(en milliards d'euros, taux en %)

Réserves obligatoires (moyennes quotidiennes)								
Période de réserve prenant fin le		Réserves à constituer		Réserves constituées		Excédents		Taux de rémunération
		zone euro	France	zone euro	France	zone euro	France	
2007	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	193,38	36,94	0,88	0,12	4,18
	13 novembre	193,66	36,06	194,37	36,16	0,71	0,00	4,12

Taux directeurs de l'Eurosystème et EONIA



Taux d'intérêt directeurs



Sources : Banque centrale européenne, SEBC

Réalisé le 20 novembre 2007

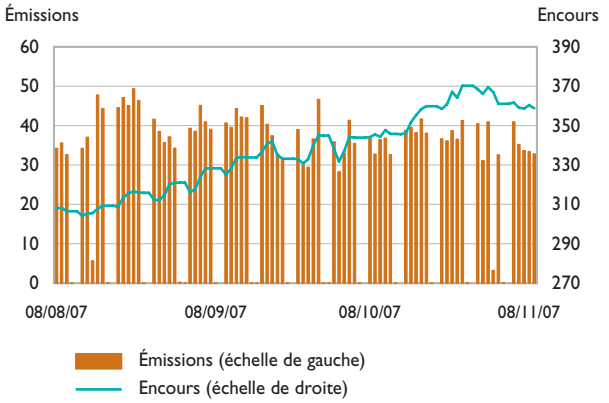
Figure 32
Titres de créances négociables – France

Certificats de dépôt

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
11/08/07 au 17/08/07	169,24	309,31	218
18/08/07 au 24/08/07	232,64	315,95	218
25/08/07 au 31/08/07	187,42	320,90	219
01/09/07 au 07/09/07	203,49	328,28	215
08/09/07 au 14/09/07	208,82	333,84	216
15/09/07 au 21/09/07	187,49	333,20	219
22/09/07 au 28/09/07	181,79	344,97	218
29/09/07 au 05/10/07	174,06	343,96	216
06/10/07 au 12/10/07	175,51	345,75	215
13/10/07 au 19/10/07	196,40	359,82	214
20/10/07 au 26/10/07	189,48	370,28	214
27/10/07 au 02/11/07	148,52	361,06	214
03/11/07 au 09/11/07	176,27	358,82	211

Certificats de dépôt

(données quotidiennes en milliards d'euros)

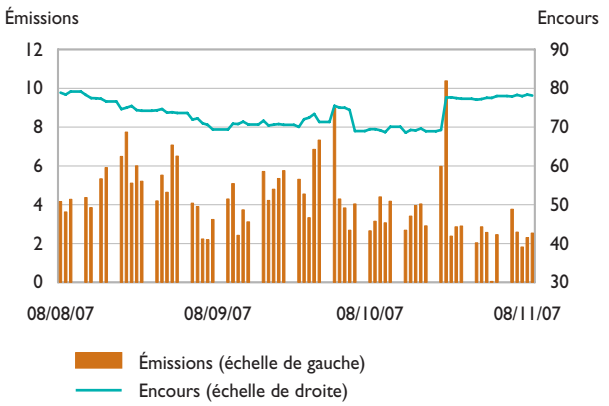


Billets de trésorerie

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
11/08/07 au 17/08/07	19,48	76,60	86
18/08/07 au 24/08/07	30,58	74,22	86
25/08/07 au 31/08/07	27,96	73,66	86
01/09/07 au 07/09/07	15,69	69,41	85
08/09/07 au 14/09/07	18,70	70,68	82
15/09/07 au 21/09/07	25,86	70,62	82
22/09/07 au 28/09/07	27,38	71,33	80
29/09/07 au 05/10/07	23,84	69,02	79
06/10/07 au 12/10/07	17,46	70,11	79
13/10/07 au 19/10/07	17,02	68,96	78
20/10/07 au 26/10/07	24,53	77,35	81
27/10/07 au 02/11/07	9,99	78,04	81
03/11/07 au 09/11/07	13,04	78,14	83

Billets de trésorerie

(données quotidiennes en milliards d'euros)

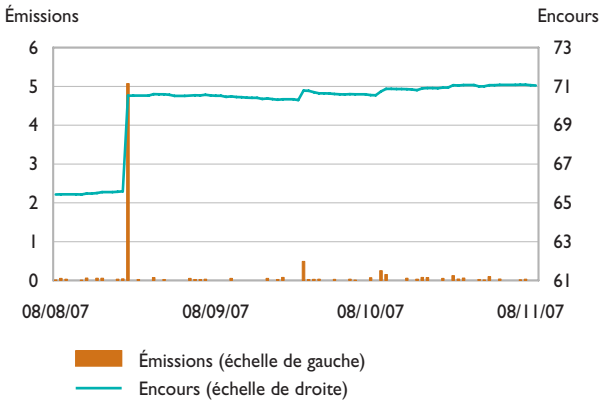


Bons à moyen terme négociables

	En milliards d'euros (a)		Nombre d'émetteurs
	Émissions	Encours	
11/08/07 au 17/08/07	0,18	65,55	134
18/08/07 au 24/08/07	5,16	70,52	134
25/08/07 au 31/08/07	0,10	70,51	134
01/09/07 au 07/09/07	0,13	70,53	134
08/09/07 au 14/09/07	0,06	70,41	134
15/09/07 au 21/09/07	0,16	70,33	134
22/09/07 au 28/09/07	0,57	70,64	134
29/09/07 au 05/10/07	0,07	70,59	134
06/10/07 au 12/10/07	0,48	70,87	134
13/10/07 au 19/10/07	0,24	70,91	134
20/10/07 au 26/10/07	0,27	71,06	134
27/10/07 au 02/11/07	0,17	71,08	134
03/11/07 au 09/11/07	0,05	71,04	134

Bons à moyen terme négociables

(données quotidiennes en milliards d'euros)



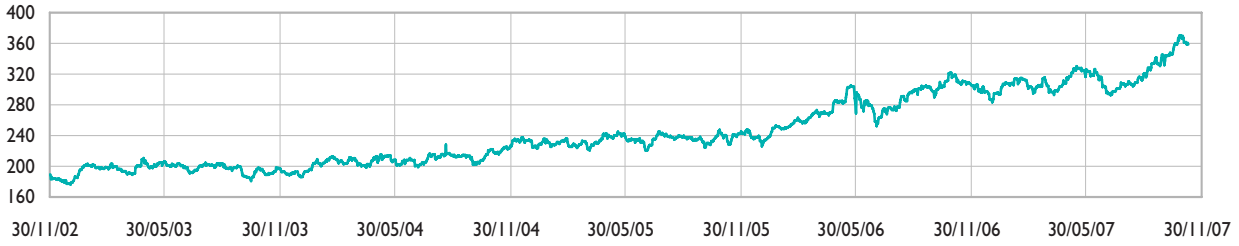
(a) Les émissions en euros sont cumulées sur la période de référence et les encours sont calculés à la date d'arrêté (dernier jour de la période considérée).

Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

Figure 33
Titres de créances négociables – France

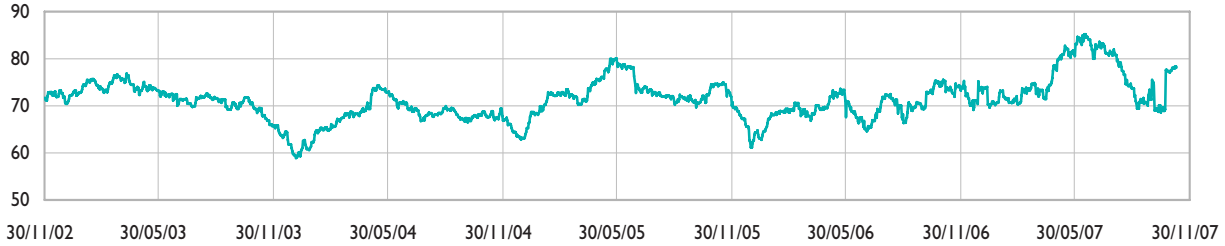
Certificats de dépôt

(encours journalier en milliards d'euros)



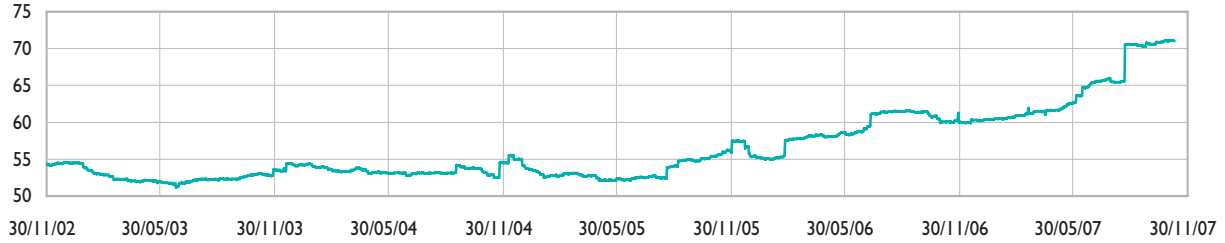
Billets de trésorerie

(encours journalier en milliards d'euros)



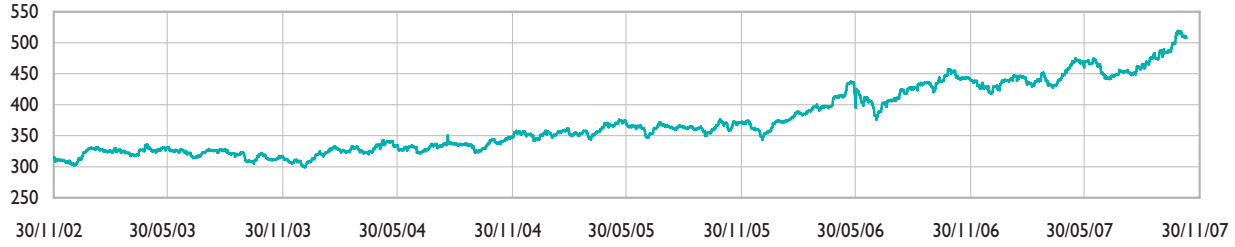
Bons à moyen terme négociables

(encours journalier en milliards d'euros)



Titres de créances négociables, encours cumulés

(encours journalier en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

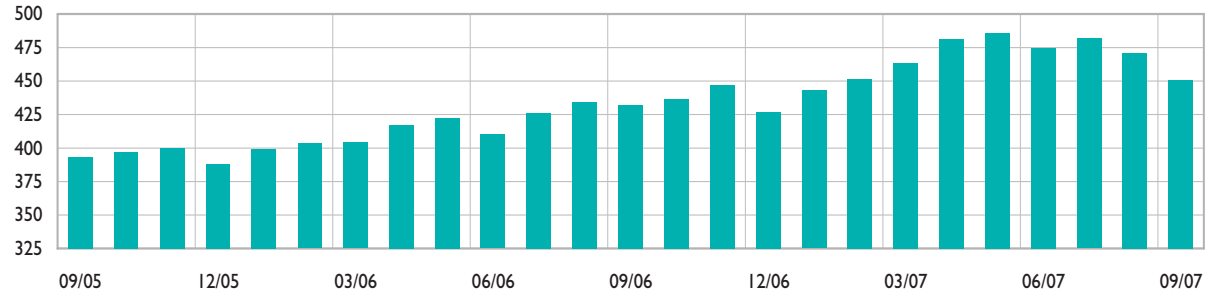
Figure 34
Titres d'OPCVM – France

(en milliards d'euros)

	2006	2007		2007
	déc.	mars	juin	sept.
Actif net des OPCVM par catégories				
OPCVM monétaires	426,82	463,78	474,81	450,43
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)



Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

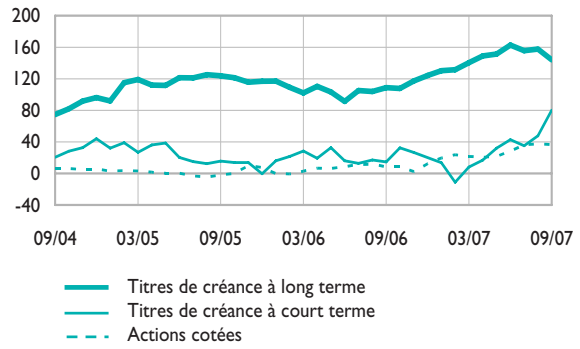
Figure 35
Financements de marché des résidents français (place de Paris et autres places internationales)

(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Taux de croissance annuel en % (b)	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	2006	2007
	déc.	déc.	sept.	12 mois	sept.	déc.	sept.
Titres de créance émis par les résidents français							
Total	**2 005,3**	**2 137,6**	**2 310,5**	**224,3**	**29,6**	**7,2**	**10,7**
Titres de créance à long terme	1 639,0	1 750,8	1 842,7	144,1	5,3	7,6	8,4
Administrations publiques	*858,9*	*891,4*	*925,1*	*30,8*	*7,9*	*3,9*	*3,4*
Institutions financières monétaires (IFM)	*486,6*	*559,6*	*613,6*	*98,5*	*-1,0*	*17,0*	*18,8*
Sociétés hors IFM	*293,6*	*299,7*	*304,0*	*14,9*	*-1,6*	*2,9*	*5,1*
Titres de créance à court terme	366,2	386,9	467,8	80,1	24,3	5,5	20,7
Administrations publiques	*108,5*	*77,5*	*96,1*	*11,4*	*-5,1*	*-28,3*	*13,4*
Institutions financières monétaires (IFM)	*218,0*	*268,0*	*325,3*	*63,9*	*31,7*	*22,8*	*24,4*
Sociétés hors IFM	*39,7*	*41,3*	*46,4*	*4,9*	*-2,3*	*3,0*	*11,7*
Actions françaises cotées							
Tous secteurs	**1 375,0**	**1 702,9**	**1 777,3**	**36,8**	**-0,3**	**0,7**	**2,1**

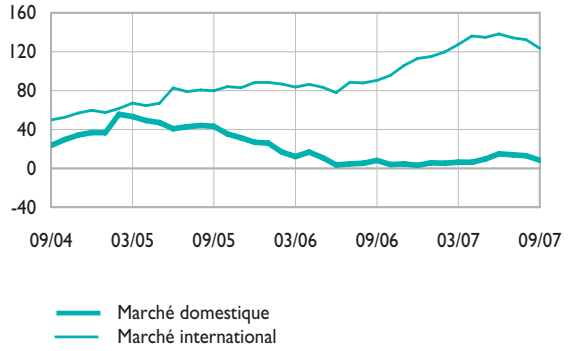
Émissions nettes de titres par les résidents français

(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

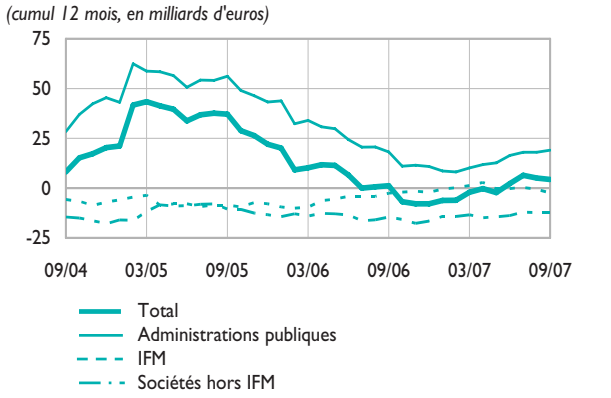
Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

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

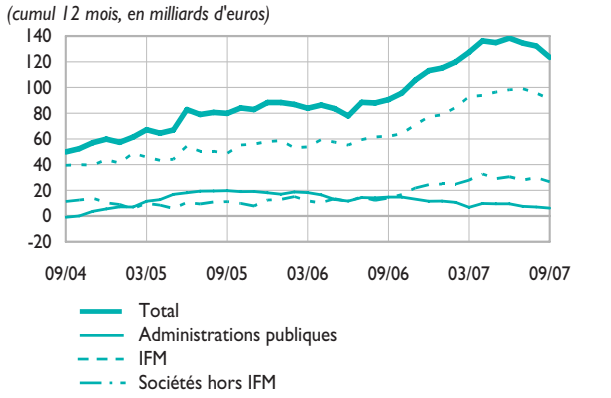
(en milliards d'euros)

	Encours (a)			Émissions nettes		Émissions brutes	
	2005	2006	2007	Cumul	2007	Cumul	2007
	déc.	déc.	sept.	12 mois	sept.	12 mois	sept.
Obligations émises par les résidents français sur la place de Paris							
Total	**848,0**	**840,8**	**866,3**	**4,3**	**6,3**	**77,0**	**7,7**
Administrations publiques	628,5	639,4	673,1	19,1	6,9	63,3	6,9
Institutions financières monétaires (IFM)	120,3	118,4	115,5	-2,5	-0,5	10,4	0,8
Sociétés hors IFM	99,2	83,0	77,7	-12,3	-0,1	3,3	0,0
Actions françaises cotées							
Total	**1 375,0**	**1 702,9**	**1 777,3**	**36,8**	**-0,3**	**48,1**	**0,5**
Institutions financières monétaires (IFM)	160,8	227,3	206,4	7,4	0,0	7,8	0,0
Sociétés hors IFM	1 214,1	1 475,7	1 571,0	29,4	-0,3	40,4	0,5

Émissions nettes d'obligations
Place financière de Paris



Émissions nettes d'obligations
Autres places internationales



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

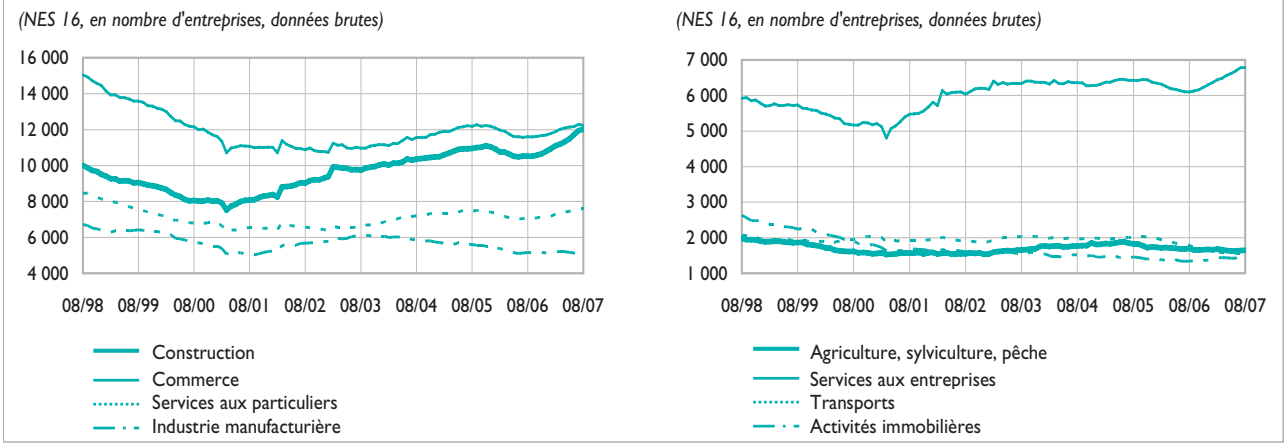
Source : Banque de France *Réalisé le 20 novembre 2007*

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

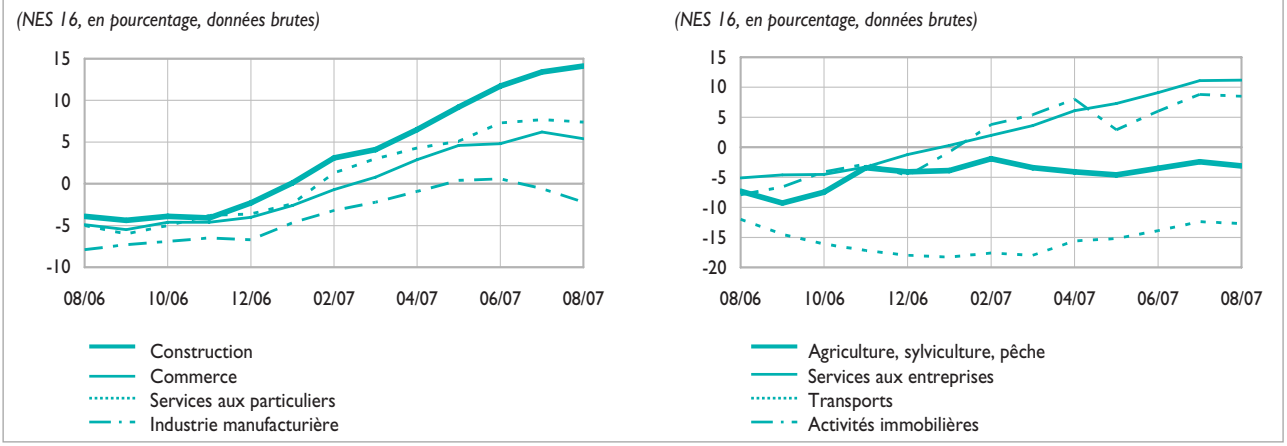
(NES 16, en nombre d'entreprises, données brutes, cumul 12 mois)

	2006				2007							
	sept.	oct.	nov.	déc.	janv.	fév.	mars	avril	mai	juin	juil.	août
Agriculture, sylviculture, pêche	1 657	1 650	1 661	1 674	1 663	1 683	1 667	1 643	1 626	1 633	1 644	1 645
Industrie manufacturière	5 154	5 171	5 162	5 145	5 160	5 212	5 207	5 201	5 177	5 133	5 101	5 047
Agricoles et alimentaires	*1 166*	*1 187*	*1 199*	*1 179*	*1 213*	*1 244*	*1 263*	*1 291*	*1 290*	*1 292*	*1 300*	*1 301*
Biens de consommation	*1 585*	*1 580*	*1 567*	*1 576*	*1 585*	*1 620*	*1 611*	*1 598*	*1 589*	*1 560*	*1 544*	*1 520*
Automobile	*61*	*61*	*70*	*66*	*65*	*69*	*69*	*67*	*63*	*55*	*55*	*56*
Biens d'équipement	*971*	*980*	*986*	*1 008*	*989*	*968*	*965*	*960*	*963*	*954*	*947*	*937*
Biens intermédiaires	*1 371*	*1 363*	*1 340*	*1 316*	*1 308*	*1 311*	*1 299*	*1 285*	*1 272*	*1 272*	*1 255*	*1 233*
Construction	10 518	10 578	10 657	10 793	10 928	11 098	11 187	11 331	11 482	11 723	11 946	12 012
Commerce	11 594	11 631	11 662	11 704	11 782	11 892	12 017	12 091	12 147	12 164	12 291	12 230
Transports	1 734	1 705	1 677	1 644	1 621	1 603	1 587	1 592	1 572	1 565	1 561	1 551
Activités immobilières	1 355	1 366	1 361	1 369	1 404	1 431	1 442	1 440	1 423	1 429	1 457	1 457
Services aux entreprises	6 126	6 157	6 228	6 296	6 369	6 443	6 483	6 566	6 623	6 692	6 782	6 779
Services aux particuliers	7 061	7 087	7 154	7 144	7 174	7 298	7 381	7 415	7 453	7 527	7 589	7 594
Autres (a)	1 292	1 363	1 433	1 541	1 643	1 733	1 790	1 827	1 858	1 872	1 875	1 874
Total des secteurs	**46 491**	**46 708**	**46 995**	**47 310**	**47 744**	**48 393**	**48 761**	**49 106**	**49 361**	**49 738**	**50 246**	**50 189**

Défaillances d'entreprises en cumul 12 mois



Défaillances d'entreprises en glissement annuel



(a) Les autres secteurs comprennent l'énergie, les activités financières, l'éducation et les administrations.
Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

Figure 38
Systèmes de paiement de masse – France

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

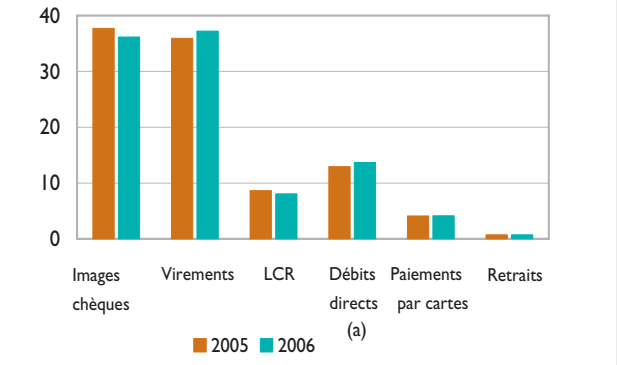
	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					août	sept.	oct.	Part
Images chèques	8 075	6 836	7 084	7 132	5 572	6 581	7 404	35,8
Virements	5 706	6 124	6 753	7 342	6 821	7 993	7 882	38,1
LCR	1 661	1 652	1 620	1 593	1 639	1 401	1 432	6,9
Avis de prélèvement	1 453	1 495	1 599	1 705	1 467	1 649	1 807	8,7
TIP	165	164	159	155	61	206	298	1,4
Télérèglements	457	527	670	842	746	1 098	863	4,2
Paiements par cartes	664	705	772	819	809	800	855	4,1
Retraits	137	133	136	139	142	136	137	0,7
Total	**18 319**	**17 634**	**18 793**	**19 727**	**17 257**	**19 864**	**20 677**	**100,0**

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					août	sept.	oct.	Part
Images chèques	13 597	13 013	12 784	12 159	9 457	10 923	11 943	24,4
Virements	6 593	6 695	7 038	7 239	6 191	7 371	7 369	15,0
LCR	419	408	401	390	378	322	331	0,7
Avis de prélèvement	6 215	6 560	7 179	7 628	7 085	7 455	8 185	16,7
TIP	557	554	511	491	323	494	659	1,3
Télérèglements	7	10	17	27	24	48	60	0,1
Paiements par cartes	14 355	15 159	16 504	17 339	17 273	17 041	18 036	36,8
Retraits	2 565	2 446	2 476	2 497	2 368	2 422	2 444	5,0
Total	**44 307**	**44 845**	**46 910**	**47 771**	**43 099**	**46 078**	**49 027**	**100,0**

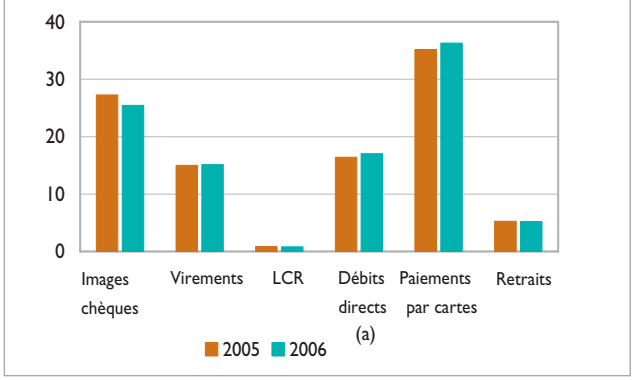
Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des montants échangés)



Évolution des parts de marché des principaux moyens de paiement scripturaux

(% des volumes échangés)



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

Source : GSIT (Groupement pour un Système Interbancaire de Télécompensation) *Réalisé le 20 novembre 2007*

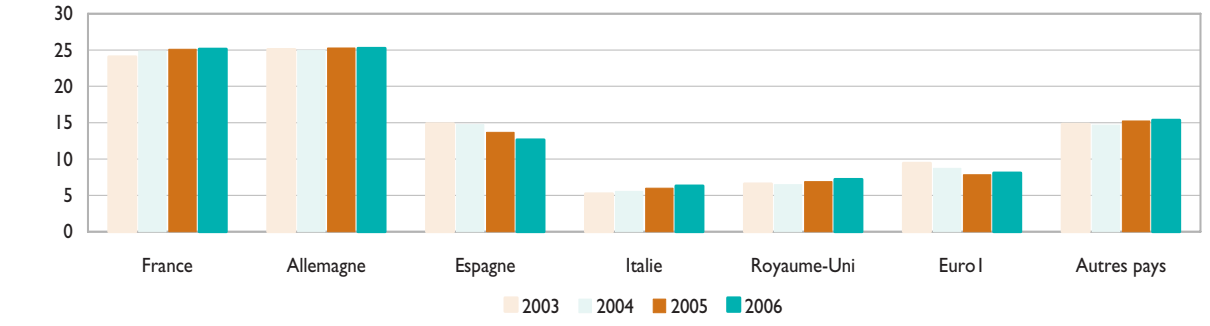
Figure 39
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					mai	juin	juil.	Part
France	448	486	544	588	654	661	644	22,8
Target transfrontière	*75*	*81*	*95*	*107*	*127*	*129*	*125*	*4,4*
Target domestique (TBF)	*302*	*338*	*386*	*423*	*457*	*458*	*443*	*15,7*
Système net (PNS)	*70*	*67*	*62*	*58*	*71*	*74*	*75*	*2,7*
Allemagne (a)	504	488	547	591	665	682	661	23,4
Target transfrontière	*141*	*143*	*163*	*183*	*212*	*222*	*205*	*7,3*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*364*	*345*	*384*	*408*	*453*	*460*	*455*	*16,1*
Espagne	277	288	296	296	342	357	359	12,7
Target transfrontière	*20*	*23*	*23*	*27*	*31*	*32*	*37*	*1,3*
Target domestique (SLBE)	*255*	*265*	*273*	*269*	*311*	*325*	*323*	*11,4*
Système net (SEPI) (b)	*1*	*1*	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	97	108	130	148	172	197	167	5,9
Target transfrontière	*33*	*32*	*41*	*47*	*55*	*65*	*57*	*2,0*
Target domestique (BI-REL)	*64*	*76*	*89*	*101*	*117*	*133*	*110*	*3,9*
Royaume-Uni	122	127	149	169	207	203	191	6,8
Target transfrontière	*93*	*101*	*114*	*126*	*153*	*165*	*155*	*5,5*
Target domestique (Chaps Euro)	*29*	*26*	*35*	*42*	*54*	*38*	*36*	*1,3*
Euro 1 (ABE) (d)	175	170	170	189	214	236	226	8,0
Autres pays	275	287	330	360	422	448	577	20,4
Total Union européenne (à 15)	**1 899**	**1 955**	**2 166**	**2 342**	**2 675**	**2 784**	**2 824**	**100,0**
Target transfrontière	537	564	651	725	853	906	858	30,4
Target domestique	1 113	1 150	1 281	1 368	1 536	1 567	1 527	54,1
Systèmes nets	249	240	233	249	286	312	439	15,6

Évolution des parts de marché de chaque place

(% des capitaux échangés)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.
(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)
(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

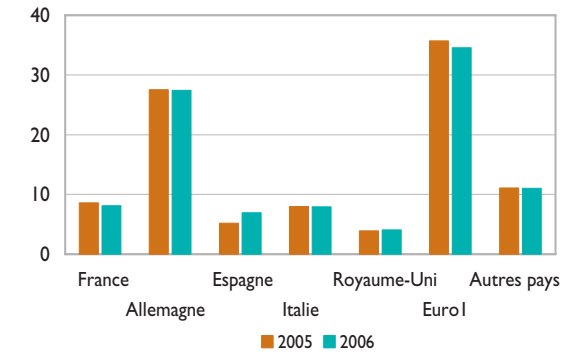
Figure 40
Systèmes de paiement de montant élevé – Union européenne (à 15)

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					mai	juin	juil.	Part
France	43 905	42 509	44 107	43 890	42 603	49 063	47 818	7,6
Target transfrontière	*6 804*	*7 384*	*8 500*	*9 631*	*10 637*	*12 254*	*11 936*	*1,9*
Target domestique (TBF)	*8 348*	*8 071*	*8 589*	*8 321*	*7 477*	*9 586*	*8 272*	*1,3*
Système net (PNS)	*28 753*	*27 054*	*27 018*	*25 937*	*24 489*	*27 223*	*27 610*	*4,4*
Allemagne (a)	128 597	131 503	141 396	148 613	157 238	166 586	164 214	26,1
Target transfrontière	*18 028*	*19 231*	*19 847*	*20 186*	*19 732*	*21 130*	*21 004*	*3,3*
Target domestique (ELS puis RTGS+)	*110 569*	*112 272*	*121 548*	*128 427*	*137 506*	*145 457*	*143 210*	*22,8*
Espagne	20 103	18 464	26 723	37 439	40 713	43 415	45 628	7,3
Target transfrontière	*2 339*	*2 760*	*3 408*	*4 046*	*4 709*	*5 225*	*5 020*	*0,8*
Target domestique (SLBE)	*10 783*	*11 618*	*23 315*	*33 393*	*36 005*	*38 190*	*40 608*	*6,5*
Système net (SEPI) (b)	*6 981*	*4 086*	-	-	-	-	-	-
Italie (c)	36 953	35 060	41 045	42 934	47 536	48 800	46 452	7,4
Target transfrontière	*6 741*	*7 269*	*7 799*	*8 151*	*8 958*	*9 394*	*8 764*	*1,4*
Target domestique (BI-REL)	*30 212*	*27 791*	*33 246*	*34 782*	*38 577*	*39 405*	*37 687*	*6,0*
Royaume-Uni	16 832	18 119	20 089	21 871	23 239	24 483	24 149	3,8
Target transfrontière	*11 391*	*12 799*	*14 223*	*16 144*	*17 022*	*18 597*	*18 390*	*2,9*
Target domestique (Chaps Euro)	*5 441*	*5 320*	*5 866*	*5 728*	*6 217*	*5 886*	*5 759*	*0,9*
Euro 1 (ABE) (d)	152 359	161 097	183 450	187 163	205 569	219 058	219 142	34,9
Autres pays	52 950	54 895	57 002	59 686	67 352	79 080	80 920	12,9
Total Union européenne (à 15)	**451 700**	**461 647**	**513 812**	**541 597**	**584 249**	**630 484**	**628 322**	**100,0**
Target transfrontière	59 816	65 040	69 894	74 580	78 726	85 813	83 717	13,3
Target domestique	201 392	202 193	231 097	251 617	273 184	294 642	295 420	47,0
Systèmes nets	190 492	194 413	212 822	215 401	232 339	250 029	249 185	39,7

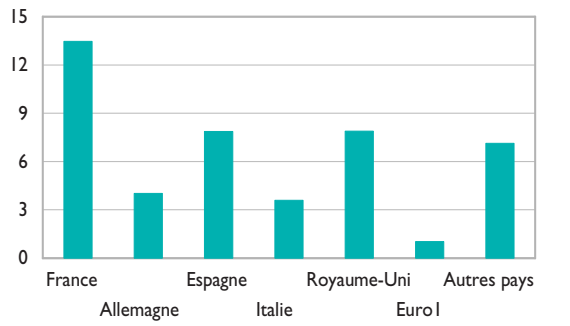
Évolution des parts de marché de chaque place

(% des volumes échangés)



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

(en millions d'euros)



(a) Depuis janvier 2006, les chiffres incluent les transactions des participants slovènes connectés à RTGS+.
(b) SEPI : Servicio español de pagos interbancarios (fermé le 15 décembre 2004)
(c) Les chiffres incluent les transactions des participants polonais (depuis mars 2005) et estoniens (depuis novembre 206) connectés à BI-REL.
(d) Système de compensation de l'Association bancaire pour l'euro. Comprend les paiements de détail enregistrés dans STEP 1.
NB : Les données représentent uniquement des opérations en euros et sont issues des différents systèmes de paiement auxquels elles se rapportent et dont elles reflètent le mode de fonctionnement propre.

Sources : Banque de France, Banque centrale européenne *Réalisé le 20 novembre 2007*

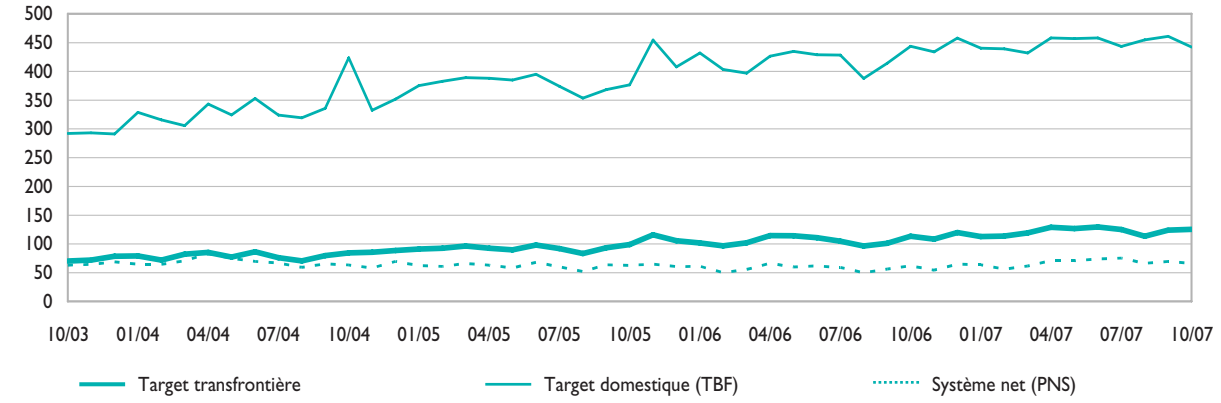
Figure 41
Systèmes de paiement de montant élevé – France

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

	2003	2004	2005	2006	2007			2007
					août	sept.	oct.	Part
Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans Target domestique France (TBF)								
Titres français négociables	10,8	12,3	14,6	14,2	11,2	11,3	9,5	25,0
Créances privées	7,0	6,4	6,3	7,4	18,4	16,5	15,5	40,8
Titres mobilisés *via* le CCBM	4,2	7,4	7,4	7,2	6,6	6,5	6,0	15,8
Autres titres étrangers (a)	3,3	4,6	5,6	8,4	7,8	6,9	7,0	18,4
Total	**25,3**	**30,7**	**33,9**	**37,2**	**44,0**	**41,2**	**38,0**	**100,0**

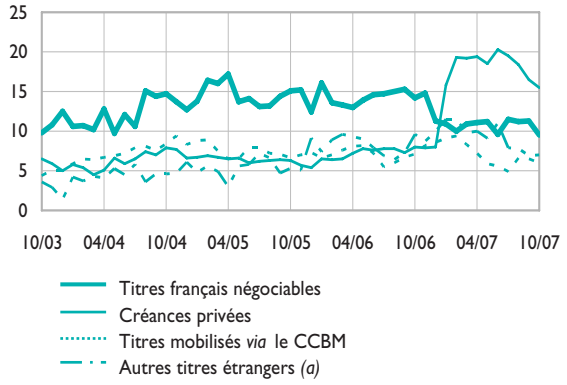
Évolution mensuelle des capitaux échangés

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)

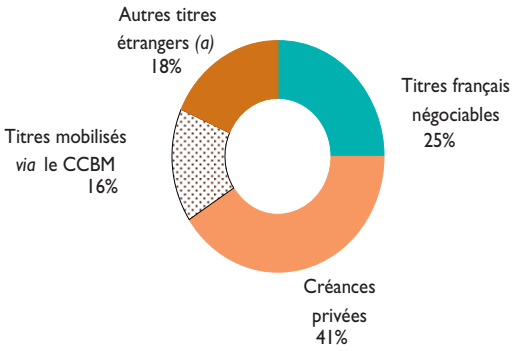


Évolution mensuelle des garanties mobilisées

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne)



Garanties mobilisées pour le crédit intrajournalier dans TBF en octobre 2007



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

Source : Banque de France

Réalisé le 20 novembre 2007

Notice méthodologique

1| Situation économique générale

1|1 Compétitivité

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

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

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

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

1|2 Balance des paiements

Définitions

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

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

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

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

Mode d'enregistrement

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

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

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

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

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

Secteurs économiques

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

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

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

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

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

Les grandes composantes de la balance des paiements

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

I|3 La position extérieure

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

• l'or est valorisé au cours du dernier jour du mois ;

• les droits de tirage spéciaux et la position vis-à-vis du Fonds monétaire international sont évalués au dernier cours du DTS calculé par le FMI à la date d'arrêté ;

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

2| Monnaie, placements et financements

Zones géographiques

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

Pour l'élaboration des statistiques monétaires, le territoire français est défini comme suit :
France = métropole + Monaco + départements d'outre-mer (Guadeloupe, Guyane, Martinique, Réunion) + Saint-Pierre-et-Miquelon + Mayotte

Secteurs économiques

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

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

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

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

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

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

Instruments financiers

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

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

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

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

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

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

M1 = pièces et billets en circulation + dépôts à vue

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

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

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

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

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

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

3| Autres statistiques

Systèmes de paiement

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

Arborescence de la rubrique « statistiques » du site internet

Les sept domaines du site de la Banque de France :

Organisation et activités

Politique monétaire et marchés

Systèmes de paiement et de titres

Supervision et réglementation bancaire

Publications et recherche

Statistiques et enquêtes	
Europe et international	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 Centralisations financières territoriales 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

Divers

Abréviations

Organismes et institutions

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

Indices

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

Pays

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

DIVERS

Documents publiés

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

Rapport annuel de la Banque de France

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

Études parues dans le Bulletin de la Banque de France depuis le 1er janvier 2005

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

Année 2005

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Année 2006

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

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

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

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

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

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

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

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

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

« 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

« Innovation, productivité et croissance – Compte rendu de la conférence organisée conjointement par la Banque de France et le CEPR en juillet 2007», n° 166, octobre
« Implication des investisseurs étrangers sur les marchés obligataires locaux des pays émergents », n° 166, octobre
« Le coût du crédit aux entreprises », n° 166, octobre

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)
« La monnaie est-elle importante pour l'identification des chocs de politique monétaire ? », n° 184
« L'ajustement peu fréquent des prix : une analyse microéconométrique », n° 185
« Les dettes publiques sont-elles inflationnistes dans une union monétaire ? », n° 186
« Deux indicateurs probabilistes de retournement cyclique pour l'économie française », n° 187
« Valorisation et inférence à partir de mélanges de processus conditionnellemnet gaussiens », n° 188
« Modèles de structure par terme à plusieurs retards et primes de risques stochastiques », n° 189
« Les effets dynamiques des politiques de désinflation », n° 190 (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° 107 (novembre 2007)

Parallèlement à sa version imprimée, la présente publication est accessible sur internet (http://www.banque-france.fr/fr/publications/bo/bo.htm). *Les textes mentionnés sont, par ailleurs, consultables à la direction de la Communication de la Banque de France (service des Relations avec le public, 48 rue Croix-des-Petits-Champs, 75001 Paris [1]) et dans toutes les succursales de la Banque de France.*

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

Banque de France

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Commission bancaire

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

Banque de France

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

Coupon – abonnement

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

Société : _____ **Fonction :** _____

Adresse : _____

Code postal : _____ **Ville :** _____

Pays : _____

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

Numéro d'abonnement : _____

Prénom : _____ **Nom :** _____

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

Prénom : _____ **Nom :** _____

❑ **Particulier**

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

❑ **Professionnel**

Fonction : _____

Société : _____

Activité : _____

Adresse : _____

_____

Code postal : _____

Ville : _____

Pays : _____

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

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

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTÈME

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

Directeur de la publication
Marc-Olivier Strauss-Kahn

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

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

Rédacteur en chef
Dominique Rougès 29 27

Ont contribué au présent numéro :

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

Articles
La composition du patrimoine des ménages entre 1997 et 2003 28 55
La destination finale de l'épargne des ménages 29 80
La situation des entreprises industrielles en 2006 56 58
Maquette d'inflation zone euro 65 32
L'impact désinflationniste de la globalisation 99 07

Statistiques
DESM (BSME) 38 90

Réviseur
Hervé Du Boisbaudry

Secrétaire de rédaction
Christine Collomb-Jost

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

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

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

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

Rédacteur en chef : 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 : Novembre 2007